
Helsinki Law Review

2010/1



Helsinki Law Review is published and edited by Finnish undergraduate law students. Its primary purpose is to provide Finnish law students with a forum for practicing their skills in academic writing and assessment as well as an opportunity to follow and participate in the work of their peers and seniors.

Helsinki Law Review is supervised by an Academic Council that consists of a number of senior academic staff members in the Faculty of Law. Each article is evaluated anonymously by a referee chosen among academic professionals in different Finnish Universities. A referee evaluating an article written by an undergraduate student is advised of the author's background.

<http://www.helsinkilawreview.fi>

Articles in Finnish

- | | |
|---------------------------|--|
| Eero Kärki | Sotilaskurinpitolain kurinpitomenettely ja sen laatu p. 5
Finnish Military Discipline Act (331/1983) – The Disciplinary Procedure and its Quality |
| Juho Kivi-Koskinen | Subprime-asuntoluottojen arvopaperistamisen merkityksestä nykyisessä talouskriisissä p. 37
The Role of Subprime Mortgage Securitisation in the Current Global Financial Crisis |
| Juhani Laine | Maksuton osakeanti yhtiölle ja siinä annettujen osakkeiden käyttö yhtiön ja sen eräiden sidosryhmien kannalta p. 77
Share Issue to the Company without Payment and Use of Shares Issued to the Company without Payment from the Viewpoint of the Company and Some of Its Interest Groups |
| Paul Raade | Suomalainen myrkkypilleri eli omistussuuteen kytketty lunastusvelvollisuus osakeyhtiössä p. 115
The Finnish Poison Pill: Buyout Obligation Triggered by Acquisition of Shares |

Articles in English

- | | |
|------------------------|---|
| Ilkka Puikkonen | Cooperative Mankala-companies – The Acceptability of the Company Form in EC Competition Law p. 139 |
|------------------------|---|

Book Reviews

- | | |
|-------------------------|---|
| Antti Salonen | Salminen, Markus: Tietosuoja sähköisessä liiketoiminnassa p. 159 |
| Anniina Järvinen | Kraakman, Reinier et al.: The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach p. 162 |

Published by Pykälä ry 2010

ISSN 1797-6251

Sponsored by

DITTMAR & INDRENIUS

Board of Editors

Editor-in-chief
Antti Salonen

Layout
Antti Lindholm

Editors
Anniina Järvinen
Tommi Haaja
Tatu Hirvonen
Veera Kojó
Antti Kuha
Mikko Laitinen
Jukka Lehtola

Authors

Juho Kivi-Koskinen
Eero Kärki
Juhani Laine
Ilkka Puikkonen
Paul Raade

Academic Council

Professor, Dean Jukka Kekkonen LL.D., trained on the bench
Professor Heikki Halila, LL.D., trained on the bench
Adjunct Professor, Lecturer Ari Hirvonen, LL.D.
Lecturer Jarna Petman, LL.M., M.Soc.Sc.

Helsinki Law Review sincerely thanks the referees.

Special Thanks

Toni Kalliokoski
Professor Pia Letto-Vanamo LL.D., trained on the bench
Professor Jaana Norio-Timonen LL.D.
Professor Kimmo Nuotio LL.D., trained on the bench
Professor Heikki Pihlajamäki LL.D., trained on the bench

Helsinki Law Review 2010, 4th annum. © Pykälä ry and the respective contributors.

Contact information: Board of Editors: hlr-toimitus@pykala.fi. Editor-in-chief: antti.p.salonen@helsinki.fi. Secretary: hlr-secretary@pykala.fi.

Publisher: Pykälä ry, the law students' association in Helsinki (est. 1935). **Contact information:** Address: Mannerheimintie 3 B, 00100 HELSINKI, Finland. Tel: +3589278 5003. Email: toimisto@pykala.fi.

Printed in Hakapaino, Helsinki.

ISSN 1797-6251

On Submissions

Articles and other contributions may currently be submitted to the Board of Editors in the email address **hlr-toimitus@pykala.fi** or through our website at <http://www.helsinkilawreview.fi>.

Articles are selected for editing shortly after the publication of the previous issue of the *Review*. The *Review* accepts articles and other writings in Finnish, Swedish and English. Submissions should not exceed the length of 25 size A4 sheets. Each submission selected for publication will be edited in active co-operation with the author(s) as well as evaluated anonymously by a referee chosen by the Board of Editors.

In addition to research articles and case commentaries, Helsinki Law Review is also interested in publishing other types of writings, such as book reviews.

Any contributor wishing to publish an article based on a Master's thesis is requested to draft the article within the requested length limit before submitting. A copy of the original Master's thesis may be included for the Board's reference as a separate appendix, but not submitted alone.

For further information, please contact the Board of Editors.

Thank you for your submission!

On Subscriptions

Helsinki Law Review is currently available for free subscription at <http://www.helsinkilawreview.fi> to organizations. Free copies are distributed to various libraries, faculties and student organisations. To obtain a free personal copy, please visit the Pykälä ry office (open Tuesday till Thursday, 12 p.m. – 5 p.m.) or contact the Board Secretary. See inner front cover for contact details.

Helsinki Law Review

2010/1

In co-operation with

DITTMAR & INDRENIUS



Helsinki Law Review 2010/1

Articles in Finnish

- p. 5 **Eero Kärki: Sotilaskurinpitolain kurinpitomenettely ja sen laatu**
Finnish Military Discipline Act (331/1983) – The Disciplinary Procedure and its Quality
- p. 37 **Juho Kivi-Koskinen: Subprime-asuntoluottojen arvopaperistamisen merkityksestä nykyisessä talouskriisissä**
The Role of Subprime Mortgage Securitisation in the Current Global Financial Crisis
- p. 77 **Juhani Laine: Maksuton osakeanti yhtiölle ja siinä annettujen osakkeiden käyttö yhtiön ja sen eräiden sidosryhmien kannalta**
Share Issue to the Company without Payment and Use of Shares Issued to the Company without Payment from the Viewpoint of the Company and Some of Its Interest Groups
- p. 115 **Paul Raade: Suomalainen myrkkypilleri eli omistusosuuteen kytketty lunastusvelvollisuus osakeyhtiössä**
The Finnish Poison Pill: Buyout Obligation Triggered by Acquisition of Shares

An English Abstract is provided in the beginning of each article.

Articles in English

- p. 139 **Ilkka Puikkonen: Cooperative Mankala-companies – The Acceptability of the Company Form in EC Competition Law**

Book Reviews

- p. 159 **Salminen, Markus: Tietosuoja sähköisessä liiketoiminnassa.** (Antti Salonen)
- p. 162 **Kraakman, Reinier et al.: The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach.** (Anniina Järvinen)

On the Review

Helsinki Law Review is published and edited by Finnish undergraduate law students. Its primary purpose is to provide Finnish law students with a forum for practicing their skills in academic writing and assessment as well as an opportunity to follow and participate in the work of their peers and seniors.

The *Review* is currently planned to be published twice a year. The *Review* is prepared to publish articles and other contributions in Finnish, Swedish and English. English Abstracts are provided for articles not fully written in English. The *Review* is available for free subscription at <http://www.helsinki.lawreview.fi> to organizations.

Helsinki Law Review is supervised and counselled by an Academic Council that consists of a number of senior academic staff members in the University of Helsinki Faculty of Law. Each article is evaluated anonymously by a referee chosen among academic professionals in different Finnish Universities. A referee evaluating an article written by an undergraduate student is advised of the author's background.

The *Review* may be cited as *Hel. L. Rev.*

From the Editors

Every student journal is confronted with the question whether their academic publication should be left to experienced writers rather than to students with only limited experience in academic writing. It is true that legal writing skills cannot be mastered at undergraduate or graduate level. Both the authors and the editors are confronted with obvious training and experience limitations when it comes to refined legal writing. Why the *Review*, then?

The *Review* provides, at least in Finland, a unique forum for student initiative. Our authors have the opportunity to probe into legal questions and to use the research tools they have developed during their studies. Our editors serve as writing coaches and help the authors to effectively project their own voice and angles in their text. This has already proven to be an engaging and instructive approach to the editors and authors alike. Not only does the *Review* help law students to identify and challenge ineffective writing conventions but also to improve their writing processes as a whole. These skills are useful in their own right and essential to every future lawyer.

Thankfully, even though we have the authority to make all the editorial and management decisions, we have received formal training from the established researchers of our Faculty. Their contribution has played an important part in the formation of this and future issues of the *Review*.

Antti Salonen

Editor-in-Chief

Finnish Military Discipline Act (331/1983) – The Disciplinary Procedure and its Quality

Eero Kärki

English Abstract

This article deals with the disciplinary procedure in the Finnish Defence Forces. The article examines the disciplinary procedure, reasons for the existence of it and the nature of the procedure (administrative or criminal procedure). The annual number of military crimes in Finland is between 4500 and 5500. Over 95 % of these crimes are committed by conscripts (25 000 conscripts per year).

Furthermore, the article includes an analysis of 380 disciplinary procedures. The aim of this empirical section is to find out possible qualitative problems (i.e. the procedure does not meet the essential requirements of the legislation) in the procedure. The possible problems have been categorized into twelve different types of errors (e.g. a delay and an omission of hearing) and the occurrence of each type of error has been examined. The empirical section also introduces how the incidence of procedures varies during a calendar year, conclusions of the procedures (disciplinary punishment or reprimand, a stay of proceedings, assigned to prosecutor, pending or unfinished) and how the average incidence of errors varies between 13 units.

In this article, it is argued that there are qualitative problems in the disciplinary procedure based on the Military Discipline Act. The most often occurred errors are a delay (N=46), an omission of hearing (44) and insufficient enforcement entries (39). The most problematic errors concern those penal provisions of the criminal law that obtain their exact content from lower hierarchy regulations. In addition, problems arise concerning the recognition of the essential elements of each type of offence and exceeding of jurisdiction. However, these most severe and problematic errors are not among the errors met most frequently. On the contrary, it seems that in practice there are no problems whatsoever with the measurement of sanctions. The rate of stay of proceedings (42) also indicates that the authority is exercising real consideration.

Full Article in Finnish

Sotilaskurinpitolain kurinpitomenettely ja sen laatu

Asiasanat: sotilasoikeudenkäynti, sotilasrikos, sotilaskurinpito, sotilaskurinpitolaki, kurinpitomenettely, rikosoikeus, hallinto-oikeus

1 Tutkimuksen aihe ja rajaus

Sotilasoikeudenhoidolla tarkoitetaan niitä oikeudellisia menettelyjä, joissa selvitetään sotilasrikoksia ja määrätään niistä seuraamuksia. Sotilasoikeudenhoidon keskeisiä säädöksiä ovat sotilasoikeudenkäyntilaki (SOL, 326/1983) ja sotilaskurinpitolaki (SKL, 331/1983). Sotilasoikeudenhoidon menettelyistä voidaan käyttää myös nimitystä sotilasprosessi.

Sotilasoikeudenhoito jakautuu prosessuaalisesti kahteen eri haaraan. Ensinnäkin sotilasrikoksia voidaan käsitellä siten, että poliisi tai sotilasviranomainen tutkii, syyttäjä nostaa syytteen ja yleinen tuomioistuin tuomitsee sotilaskokoonpanossa. Toiseksi sotilasrikoksia voidaan käsitellä SKL:n tarkoittamassa Puolustusvoimien sisäisessä kurinpitomenettelyssä. Kurinpitomenettely on normaalia rikosprosessuaalista menettelyä nopeampi ja suppeampi menettely. Seuraamukset voivat olla molemmissa prosesseissa osittain samoja.

Puolustusvoimissa käsiteltiin kurinpitomenettelyssä vuonna 2007 yhteensä 5 290 rikosta, joista määrättiin yhteensä 4331 kurinpitoseuraamusta¹. Noin 97 % kurinpitomenettelyistä kohdistuu asevelvollisiin². Suomessa koulutetaan vuosittain noin 25 000 asevelvollista³. Kurinpitomenettelyssä käsiteltyjen rikosten lukumäärä on suuri suhteessa koulutettavien asevelvollisten määrään. Kärjistäen voidaan sanoa, että tilastollinen todennäköisyys tutus-

1 Pääesikunnan sotilaslakimiespäivä 12.3.2008, apulaisosastopäällikkö Tuija Sundbergin esitys. Ks. myös Kiiski 2005, s. 22, jonka mukaan kurinpitoseuraamusten trendi on ollut vuosina 1980–2002 laskeva. Huomaa, että useista rikoksista voidaan määrätä yhteinen seuraamus. Nuutilan ja Ojalan esittämän tiedon mukaan (Nuutila – Ojala 2009, s. 1198) sotilasrikoksia tapahtuu vuosittain noin 4500–5500.

2 Kiiski 2005, s. 24. Kiiski huomauttaa, että sotilasprosessi on todelliselta luonteeltaan "varusmiesoikeutta".

3 Puolustusvoimien toimintakertomus 2007, s. 4.

tua rikosoikeusjärjestelmään on varusmiespalveluksen aikana siviilielämää korkeampi.

Sotilasoikeudenhoidon järjestelmä on mielenkiintoinen tutkimuskohde. Toteutuvatko rikos- ja hallinto-oikeuden keskeiset periaatteet Puolustusvoimien sisäisessä kurinpitomenettelyssä yhteisön suljetusta luonteesta ja mahdollisista muista erityispiirteistä huolimatta? Täyttääkö sotilaskurinpitojärjestelmä lainsäädännön edellyttämät vaatimukset ja muodostaako se yhtenäisen ja loogisen järjestelmän yhdessä muun lainsäädännön kanssa? Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää vastausta näihin kysymyksiin. Esittelen ensin erillisen sotilasoikeudenhoidon alan olemassaolon syyt ja sen oikeudellisen luonteen. Tämän jälkeen selvitän sotilaskurinpitomenettelyn kulun. Lopuksi esittelen tutkimusaineistoa, joka perustuu 380 sotilaskurinpitomenettelystä tehtyyn tilastointiin ja tutkimuksen yhteydessä kehitettyyn virheiden luokitteluun. Tutkimusaineistosta tehtyjen johtopäätösten perusteella pyrin vastaamaan kysymykseen sotilasoikeudenhoidon laadusta, sille asetettujen vaatimusten täyttymisestä ja löytämään prosessissa mahdollisesti esiintyviä ongelmia.

Tutkimuksen aihe on rajattu koskemaan sotilasrikoksia, jotka käsitellään SKL:n mukaisessa kurinpitomenettelyssä rauhan aikana⁴. Käsitelyprosessi tapahtuu Puolustusvoimissa eikä siirry ulkopuolisen tahon kuten syyttäjän tai yleisen tuomioistuimen käsiteltäväksi.

Tutkimuksen lähdetilastot perustuvat lakimieskokelaan⁵ tehtävässä kerättyyn tutkimusaineistoon. Puolustusvoimat on edistänyt tutkimusta antamalla hyväksyntänsä tietojen käyttöön ja niiden julkaisemiseen. On myös syytä mainita, että varsinaiset sotilasoikeudenhoidon tarkastuskertomukset ovat julkisia asiakirjoja, joista jokaisella on mahdollisuus saada tieto. Ne eivät kuitenkaan ole välttämättä kovin yksityiskohtaisia eikä oikeudenhoidon

4 Rauhan aika tarkoittaa tässä aikaa, jolloin valmiuslaki ja puolustustilalaki eivät ole voimassa. Ks. esimerkiksi Buure-Hägglund 2002, s. 71–72. Toisaalta esimerkiksi rikoslain 45 luvussa sota-ajalla tarkoitetaan vain aikaa, jolloin puolustustilalain tarkoittama puolustustila on voimassa.

5 Lakimieskokelas on reserviupseerikoulutuksen saanut varusmies, joka on sijoitettu koulutettavaksi eriasteisten joukkojen ja esikuntien sodan ajan oikeudellisiin tehtäviin kuten sodan ajan prikaatin oikeusupseeriksi. Lakimieskokelaat valitsee Puolustusvoimien asessori ja heidän on oltava ylemmän oikeustieteellisen tutkinnon suorittaneita tai tietyt opinnot suorittaneita oikeustieteen ylioppilaita.

tarkastuksen piiriin kuulu esitutkintamenettelyjen tarkastus. Näin ollen tässä tutkimuksessa käytössä oleva aineisto on tavallista laajempaa.

2 Sotilasoikeudenhoidon tarkoitus, tavoitteet ja luonne

2.1 Kuka on sotilas ja mikä on sotilasrikos?

Sotilasrikokset ovat erikoisrikoksia, joihin voi syyllistyä vain sotilaan asemassa oleva henkilö. Rikosoikeudellisesti sotilaita ovat Puolustusvoimissa sotilasvirassa tai Rajavartiolaitoksen sotilastehtävissä palvelevat, asevelvollisuutta suorittavat, vapaaehtoisissa harjoituksissa palvelevat, sotilasvirkaan koulutettavat oppilaat sekä kriisinhallintatehtävissä palvelevat⁶. Tyhjentävä määritelmä on annettu rikoslain (RL, 39/1889) 45 luvun 27 §:ssä.

SOL:n mukaan sotilasoikeudenkäyntiasioita ovat sotilasrikoksia koskevat asiat. Sotilasrikosten tunnusmerkistöt on koottu RL:n 45 lukuun. Näitä RL:n 45 luvun tunnusmerkistöjen mukaisia rikoksia voidaan kutsua varsinaisiksi sotilasrikoksiksi. Varsinaisia sotilasrikoksia ovat esimerkiksi palvelusrikos, vartiorikos, luvaton poissaolo, niskoittelu ja sotilaan sopimaton käyttäytyminen. SOL:n mukaan sotilasoikeudenkäyntiasiana voidaan käsitellä myös lain 2 luvun 2 §:ssä erikseen mainittuja rikoksia silloin, kun teko on kohdistunut Puolustusvoimiin tai toiseen sotilaaseen. Näitä RL 45 luvun ulkopuolisia rikostunnusmerkistöjä voidaan nimittää epävarsinaisiksi sotilasrikoksiksi erotuksena varsinaisista sotilasrikoksista⁷. Epävarsinaisia sotilasrikoksia ovat muun muassa useat henkeen ja terveyteen kohdistuvat rikokset, monet omaisuusrikokset sekä väärennys- ja petosrikokset. Merkityksellisimpiä epävarsinaisia sotilasrikoksia ovat pahoinpitely, vamma tai kuolemantuottamus, varkaus, luvaton käyttö, väärennysrikokset sekä maksuvälinepetos⁸. On syytä huomauttaa, että epävarsinaisia sotilasrikoksia eivät ole esimerkiksi tuhotyö, liikennerikos yleisellä tiellä, kunnianloukkausrikokset tai huumausainerikokset. Näin ollen esimerkiksi varusmiehen

⁶ Nuutila – Ojala 2009, s. 1202.

⁷ Ojala 2001, s. 93.

⁸ Ojala 2001, s. 93. Ojala ei mainitse maksuvälinepetosta, mutta tutkimusaineiston perusteella arvelen, että nykyisin myös maksuvälinepetos kuuluisi merkityksellisten epävarsinaisten sotilasrikosten joukkoon. Tämä johtuu siitä, että Puolustusvoimissa on otettu käyttöön sähköiset maksukortit lomamatkoja varten. Monissa tapauksissa maksukorttia oli käytetty muiden kuin lomamatkojen maksamiseen. Tutkimuksen kohteena olevissa tapauksissa näitä tekoja oli tutkittu maksuvälinepetoksina.

toiseen varusmieheen kohdistamaa epäiltyä kunnianloukkausta ei ole mahdollista käsitellä kurinpitomenettelyssä.

Varsinaisten sotilasrikosten tunnusmerkistöt on pyritty laatimaan samalla sääntelytekniikalla kuin muidenkin rikosten tunnusmerkistöt⁹. Tästä huolimatta useat sotilasrikokset ovat edelleen luonteeltaan blankorangaistussäännöksiä, jotka näille säännöksille ominaisen luonteen mukaisesti saavat täsmällisen sisältönsä RL:n ulkopuolisista ja lainsäädäntöä alemman tasoisista ohjesäännöistä ja määräyksistä. Esimerkiksi RL:n palvelusrikosta koskevan säännöksen (45:1) mukaan sotilas, ”joka rikkoo tai jättää täyttämättä palvelukseen kuuluvan velvollisuuden taikka palvelusta tai sotilaallista järjestystä koskevan ohjesäännöllä tai muulla tavoin annetun määräyksen” on tuomitettava rangaistukseen. Tällainen blankosäännös on ongelmallinen erityisesti perustuslain (PL, 731/1999) 8 §:n rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen tarkkarajaisuusvaatimuksen kannalta.¹⁰ Toisaalta lakivaliokunta on mietinnössään todennut tekniikan olevan lainsäädäntötekniisesti perusteltua mutta asettanut erityisvaatimuksia sille, että tällaiset ohjesäännöt ja määräykset on kirjoitettava rikossäännöksiltä vaadittavalla tarkkuudella ja niiden rikkomisen rangaistavuuden on käytävä ilmi itse ohjesäännöstä tai määräyksestä¹¹.

Vuonna 2007 5290 sotilasrikoksesta 42 % oli palvelusrikoksia ja 7 % varti rikoksia¹². Molemmat rikokset saavat sisältönsä osittain alemmanasteisesta normistosta ja ovat siten blankorangaistussäännöksiä. Näin ollen on selvää, että blankorangaistussäännöksillä on keskeinen merkitys sotilasoikeuden hoidossa. Sotilasrikosten blankosäännökset saavat sisältönsä useimmiten yleisestä palvelusohjesäännöstä tai yksikkökohtaisista ohjeista.

9 Nuutila – Ojala 2009, s. 1198.

10 Nuutila – Ojala 2009, s. 1198. Blankorangaistussäännöksistä, niiden rangaistavuuden edellytyksistä sekä sotilasrikoksiin liittyvistä erityispiirteistä ks. esim. Nuutila – Ojala 2009, s. 1209–1219.

11 LavM 5/2000 vp., s. 2.

12 Pääesikunnan sotilaslakimiespäivä 12.3.2008, apulaisosastopäällikkö Tuija Sundbergin esitys.

2.2 Miksi sotilailla on oma kurinpitäjärjestelmä?

Puolustusvoimien tehtävänä on Suomen sotilaallinen puolustaminen¹³. Puolustusvoimille annetun tehtävän suorittamisen varmistamiseksi sodassa tai sen kaltaisissa kriisi- ja poikkeusoloissa Puolustusvoimissa noudatetaan sotilaallista kuria ja järjestystä. Sotilaallisella kurilla ja järjestyksellä tarkoitetaan annettujen käskyjen ja määräysten täsmällistä noudattamista¹⁴. Kiiskan mukaan oikeudellisen sotilasprosessin tärkein tavoite on juuri sotilaallisen kurin ja järjestyksen periaate, jonka päämääränä on Puolustusvoimien häiriöttömän toiminnan takaaminen¹⁵.

Puolustusvoimille asetetut tehtävät ja niiden suorittamisen takaamiseksi noudatettava kuri ja järjestys asettavat tiettyjä edellytyksiä oikeudelliselle järjestelmälle, jonka avulla kuria viime kädessä pidetään yllä. Suomessa ratkaisuna on ollut kriminalisoida tietyt teot sotilasrikoksina (varsinaiset sotilasrikokset) sekä säätää tietyt rikostunnusmerkitöt (epävarsinaiset sotilasrikokset) käsiteltäväksi samassa menettelyssä sotilasrikosten kanssa. Ratkaisun tarkoituksena on mahdollistaa sellaistenkin tekojen kriminalisointi, jotka muualla yhteiskunnassa eivät aiheuttaisi uhkaa muille ihmisille tai yhteiskunnan toiminnalle, mutta jotka Puolustusvoimissa vaarantavat Puolustusvoimien pyrkimyksen häiriöttömään toimintaan kaikissa olosuhteissa.

Järjestelmän tavoitteiden toteuttamiseksi myös sotilasrikosten esitutkinta ja useimmissa tapauksissa myös seuraamusten määrääminen toteutetaan Puolustusvoimien sisäisessä kurinpitomenettelyssä. Kurinpitomenettely takaa nopean toiminnan ja varmistaa, että pieniinkin rikkomuksiin pystytään puuttumaan nopeasti sotilaan omassa yksikössä ja sotilasoikeudenkäyntiasiat käsitellään tuomioistuimessa ja syyttäjälaitoksessa kiireellisinä asioina (SOL 15–16 §)¹⁶. Erillinen oikeudenhoitojärjestelmä on myös yksinker-

13 Laki puolustusvoimista (551/2007) 2 §. Muita lain tarkoittamia tehtäviä ovat muiden viranomaisten tukeminen ja osallistuminen kansainväliseen sotilaalliseen kriisinhallintaan.

14 Sotilaan käsikirja 2006, s. 51 ja Kiiski 2005, s. 107–108.

15 Kiiski 2005, s. 108.

16 Esimerkiksi Pääesikunnan oikeudellisen osaston (PE-Oikos) joukko-osastossa suoritettavasta esitutkinnasta antaman pysyväsasiakirjan (PAK) (PE-Oikos PAK 02:05 6 §) mukaan asian käsittely eli käytännön tutkintatoimenpiteiden alkaminen (kuulustelut yms.) ei saa viivästyä enempää kuin kahta vuorokautta siitä kun asia on tullut tietoon.

tainen ja joustava¹⁷. Sitä on perusteltu myös Puolustusvoimien muilla erityisolosuhteilla kuten kasarmielämän sisäoppilaitosmaisella luonteella sekä toimimisella joukon osana¹⁸.

2.3 Onko sotilasprosessi hallinto- vai rikosoikeutta?

Kysymys sotilasoikeudenhoidon ja erityisesti siihen kuuluvan Puolustusvoimien sisäisen kurinpitomenettelyn luonteesta on herättänyt runsaasti keskustelua sekä erilaisia määrittelytapoja ja -yrityksiä. Kurinpitomenettelyn on katsottu olevan hallinnollista menettelyä, rikosprosessuaalista menettelyä tai yhdistelmä molempia. Määrittelyn lopputuloksella on merkitystä, koska se voi vaikuttaa esimerkiksi menettelyn osapuolten oikeuksiin ja velvollisuuksiin sekä asiassa sovellettaviin säädöksiin¹⁹. Kurinpitomenettelyn oikeudellisen luonteen määrittelyllä voi olla myös vaikutusta lainsäädäntötyöhön ja lainsäädännön kehittymiseen.

Virolainen ja Pölönen ovat määritelleet rikosprosessin prosessiksi, jossa käsitellään rikosasioita ja jatkaneet, että rikosasian käsitettä ei ole laissa määriteltä. Rikosasialla tarkoitetaan kuitenkin yleensä epäiltyä rikollista tekoa. Rikollinen teko on puolestaan yleensä ymmärretty rikostunnusmerkistön mukaiseksi, oikeudenvastaiseksi ja syyllisyyttä osoittavaksi teoksi. Rikosprosessi on viranomaisprosessi, jossa henkilöä kohdellaan syyttömänä, mutta hänen syyttömyysolettamansa pyritään kumoamaan samalla kun henkilö voi puolustautua esitettyjä syytöksiä vastaan. Virolainen ja Pölönen ovat kuitenkin rajanneet rikosasioiden ja rikosprosessin ulkopuolelle hallinnollisessa kurinpitomenettelyssä ratkaistavat kurinpitoasiat sekä sotilasoikeudenhoidon kurinpitomenettelyn.²⁰

Sotilasoikeudenhoidon ja siten myös kurinpitomenettelyn kuulumista rikosoikeuden ja rikosprosessin piiriin ovat sen sijaan kannattaneet esimerkiksi Aalto ja Lindstedt arvioidessaan 1980-luvulla tehtyä sotilasoikeu-

17 Kiiski 2006, s. 168.

18 Kiiski 2006, s. 168.

19 Esimerkiksi Euroopan ihmisoikeustuomioistuin (EIT) toteaa ratkaisussaan *Engel and others (1976)*: ”Disciplinary sentences, in general less severe, do not appear in person’s criminal record and entail more limited consequences. It may nevertheless be otherwise; moreover, criminal proceedings are ordinarily accompanied by fuller guarantees”. Tuomion kohta 80.

20 Virolainen – Pölönen 2003, s. 1.

denhoitojärjestelmän lainsäädäntöuudistusta. He perustelevat ratkaisuaan muun muassa lainsäädännön esitöistä ilmi käyvillä tavoitteilla²¹: hallituksen esityksessä sotilaskurinpitolaiksi sotilaskurinpito on haluttu nimenomaisesti erottaa virkamiehiin kohdistuvasta hallinnollisesta kurinpidosta, ja sitä on luonnehdittu nopeutetuksi ja yksinkertaistetuksi rikosoikeudenkäynnin lajiksi²². Aalto ja Lindstedt myös toteavat, että kannanotto oikeudelliseen luonteeseen on kiistanalainen, mutta ratkaisun lopputuloksella ei ole merkitystä harkittaessa oikeusturvalle asetettavia vaatimuksia. Oikeusturvan vaatimukset eivät heidän mukaansa saa riippua siitä, nimitetäänkö menettelyä oikeudenkäynniksi vai kurinpitomenettelyksi, kun seuraamus voi kuitenkin olla sama²³.

Merikoski ja Jyränki ovat luokitelleet 1960-luvulla sotilasprosessin hallintoasioihin kuuluvaksi. Jyrängin mukaan kurinpitomenettely on hallintotoimintaa, joka on uskottu sille viranomaiselle, joka vastaa sotavoiman toiminnasta²⁴. Merikosken mukaan kurinpitomenettely kuuluu prosessinmuotoiseen hallintomenettelyyn, jonka avulla hallinnollisessa laitoksessa ylläpidetään kuria ja järjestystä²⁵. Toisaalta Merikoski viittaa esityksessään vain virkamiehiin eikä mainitse erikseen sotilaskurinpitoa, joka kuitenkin aiemmin esitetyllä tavalla ainakin nykyisin kohdistuu lähinnä muihin kuin virkamiehiin.

Ratkaisu sotilasprosessin oikeudellisesta luonteesta ei ole yksiselitteinen. Lainsäädännön esityöt antavat aiheesta ristiriitaisia vastauksia samoin kuin oikeuskirjallisuuskkin. Kiiski epäilee monitulkintaisuuden johtuvan siitä, että sotilaskurinpito on aikaisemmin ollut osa sotilaskäskyjärjestelmää, jolla ei ole ollut kytkentää rikosprosessiin. Lainsäädäntötyössä sotilasprosessin lähentymistä rikosoikeuteen ei ole riittävästi huomioitu 1980-luvun lainsäädäntöuudistuksessa, jolloin lopputulos on jäänyt monitulkintaiseksi ja järjestelmä epäkoherentiksi.²⁶

21 Aalto – Lindstedt 1984, s. 6–7.

22 HE 87/1981 vp., s. 7.

23 Aalto – Lindstedt 1984, s. 6–7.

24 Jyränki 1967, s. 178.

25 Merikoski 1968, s. 20–22.

26 Kiiski 2005, s. 76.

Kiiskan mukaan suomalainen sotilasprosessi eli sotilaallinen kurinpitomenettely on erityinen prosessimuoto, joka kuuluu osaksi rikoslainkäyttöjärjestelmää, vaikka sen historialliset lähtökohdat voivatkin olla hallinnollisessa kurinpitomenettelyssä ja sotilaskäskyjärjestelmässä. Kiiski luonnehtii sotilasprosessia hallinnolliseksi rikosprosessiksi. Merikosken luomaa käsitettä on käyttänyt myös Mäenpää. Mäenpää toteaa, että vaikka kyseessä olisi-kin hallinnollinen prosessi, on kyseessä hallinnollinen rikosprosessi, johon liittyy rikosprosessiin kuuluvia erityisvaatimuksia, jos seuraamuksella on rangaistuksellinen luonne ja muutenkin yhtymäkohtia rikosoikeudellisiin rangaistuksiin.²⁷

Esitetyn perusteella hyväksyn Kiiskan käsityksen sotilasprosessin oikeudellisesta luonteesta. Sotilasoikeudenhoito ja kurinpitomenettely sen osana ovat rikosasioiden käsittelyä ja menettely kuuluu rikoslainkäyttöjärjestelmään ja rikosprosessiin. Varsinaiset sotilasrikokset on kriminalisoitu RL:n 45 luvussa ja myös epävarsinaisten sotilasrikosten kriminalisoinnit ovat laintasoisesti säänneltyjä. Laintasoiset kriminalisoinnit korostavat kurinpitotoasioiden eroa sotilaskäsky- tai hallintoasioista ja tuovat niitä kohti rikosoikeuden järjestelmää²⁸. Kuten Kiiskikin toteaa, koko järjestelmän käsitemaailma on vahvasti rikosoikeudellinen ja lainsäätäjän tarkoituksena on ollut esitöistä ilmeneväällä eksplisiittisellä tavalla luoda summaarinen rikosprosessijärjestelmä²⁹.

Myös Suomea koskevat kansainväliset velvoitteet voivat vaikuttaa sotilasprosessin oikeudellisen luonteen arviointiin. Eräs tällainen kansainvälinen velvoite on Suomea sitova Euroopan ihmisoikeussopimus. Euroopan ihmisoikeustuomioistuin on sinänsä hyväksynyt sen, että sopimukseen kuuluvissa valtioissa voidaan soveltaa sekä rikosprosessia että hallinnollista kurinpitomenettelyä³⁰. Tällöin sopimuksen 6 artiklan oikeudenmukaista oikeudenkäyntiä koskevat oikeussuojan vaatimukset eivät koske hallinnollista ku-

27 Kiiski 2005, s. 78–79. Merikoski 1968, s. 20–21. Mäenpää 2007, s. 193–194.

28 Buure-Häggglund 2002, s. 51.

29 Kiiski 2006, s. 186. Lisäksi, vaikka hallinnollinen ohjeistus onkin alisteista lainsäädännöllä, on huomattava, että esitutunnasta annettu Pääesikunnan pysyväisasiakirja käyttää lähes yksinomaan rikosasian esitutunnalle tyypillistä käsitteistöä (PAK 02:05): ”epäilty”, ”rikollinen teko”, ”epäilty rikos”, ”esitutkinta”, ”asianomistaja” jne. Käsitteistön valinnasta ei ole syytä tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä, mutta asiaa ei voida täysin sivuuttaakaan arvioitaessa prosessin oikeudellista luonnetta.

30 *Engel and others (1976)*, tuomion kohta 81: “The Convention without any doubts allows the states – – to maintain or establish a distinction between criminal law and disciplinary law, and to draw the dividing line, but only subject to certain conditions.”

rinpitomenettelyä. EIT on kuitenkin katsonut, että sopimuksen 6 artiklan tarkoittama ”rikossyyte” on itsenäinen käsite eikä valtionsisäinen määrittely tai rajanveto ole ratkaisevaa sen luonteen kannalta.³¹ EIT on ottanut kantaa rikosprosessin ja sotilaskurinpitomenettelyn väliseen eroon erityisesti ratkaisussaan *Engel and others (1976)*³². Tapauksessa EIT määritteli rikosprosessin ja kurinpitomenettelyn välistä eroa siten, että menettelyn luokittelu kurinpitomenettelyksi valtionsisäisessä oikeudessa ei ole ratkaisevaa, vaan se tarjoaa ainoastaan lähtökohdan arvioinnille³³. Merkittävämpi arviointitekijä on sen sijaan teon laatu ja sen suhde seuraamuksen laatuun. Mahdollisen seuraamuksen luonne ja ankaruus vaikuttavat myös menettelyn luonteen arviointiin ja 6 artiklan soveltumiseen.³⁴

3 Sotilaskurinpitomenettelyn sääntely ja prosessi

3.1 Sotilasprosessin alkaminen ja esitutkinta

Sotilasprosessin lähtökohdiana ovat SOL 2.2 §:n mukaisesti RL 45 luvun varsinaiset sotilasrikokset sekä lainkohdassa erikseen luetellut epävarsinaiset sotilasrikokset. Tällainen epäilty rikosteko muodostaa lähtökohdan sotilasprosessin alkamiselle. Sotilasprosessi voi johtaa kahteen toisistaan poikkeavaan käsittelyprosessiin kuten edellä on esitetty. Sotilasprosessin alkuvaiheet kurinpitopäätösharkintaan asti ovat kuitenkin molemmille menettelyille yhteisiä.³⁵

Sotilasprosessi alkaa kun sotilasrikkoksen esitutkintakynnys ylittyy, eli kun sotilasrikos on tullut kurinpitoesimiehen tietoon tai on syytä olettaa, että tällainen rikos on tehty (SKL 28 §)³⁶. Kurinpitoesimiehen on tällöin mää-

31 Ks. tästä esimerkiksi Pellonpää 2005, s. 384–392.

32 Tuomion kohdat 80–82.

33 ”[I]t is first necessary to know whether the provision(s) defining the offence charged belong, according to the legal system of the respondent state, to criminal law, disciplinary law or both concurrently. This however provides no more than a starting point. — The very nature of the offence is a factor of greater import.”

34 Engel-tapauksen lisäksi EIT on käsitellyt rikosprosessin ja hallinnollisen menettelyn välistä rajanvetoa ratkaisuisissa *Palaoro v. Itävalta (1995)*, *Benham v. Yhdistynyt kuningaskunta (1996)* ja *Kadubec v. Slovakia (1998)*. Mainituissa tapauksissa ei kuitenkaan ollut kyse sotilaskurinpidosta.

35 Ks. tästä esim. Kiiski 2006, s. 171 ja tämän artikkelin Taulukko 1.

36 Laissa tarkoitettuja kurinpitoesimiehiä ovat SKL 11 §:n mukaan perusyksikön päällikkö (komppania tai vastaava yksikkö), hänen suoranaiset esimiehensä sekä tietyin rajoituksin myös väepeli eli perusyksikön yksikköupseeri.

rättävä aloitettavaksi esitutkinta. Myös syyttäjä voi määrätä esitutkinnan aloitettavaksi. Kurinpitoesimies voi myös jättää esitutkinnan toimittamatta SKL 29 §:n anteeksiantoperusteen soveltuessa, kuten silloin kun teko on johtunut olosuhteet huomioon ottaen anteeksi annettavasta huolimattomuudesta tai teko on muutoin vähäinen. Esitutkinta voidaan toimittaa tavallisena tai suppeana. Kurinpitomenettelyssä esitutkinta saadaan toimittaa aina suppeana, mutta pysyväisasiakirjan mukaan suppeaa esitutkintaa suositellaan oikeusturvaväyistä käytettäväksi vain pienissä sisäjärjestysrikkomuksissa³⁷.

Esitutkinta on aloitettava viipymättä. Pääesikunnan pysyväisasiakirjan mukaan tämä tarkoittaa sitä, että ilman erityistä syytä asian käsittely on aloitettava kahden vuorokauden kuluessa esitutkintakynnyksen ylittymisestä³⁸. Sotilasrikoksen esitutkintaa johtaa tutkinnanjohtaja, joka on joko kurinpitoesimies tai hänen määräämänsä (sotilaskurinpitoasetus 969/1983, SKA 1 §). Tutkijana on Puolustusvoimissa palveleva henkilö, jonka on oltava mahdollisuuksien mukaan esitutkintaan perehtynyt. Mikäli asian laatu niin vaatii, tutkinnan voi suorittaa myös poliisi tai tutkintalautakunta. Tätä vaihtoehtoa käytetään lähinnä silloin kun jutun laajuus, kohteen suuri omaisuusintressi, väkivaltainen luonne tai esimerkiksi suuri julkisuusarvo puoltavat sen siirtämistä toisen viranomaisen tutkittavaksi³⁹.

Sotilasrikoksen esitutkinnassa pyritään selvittämään, mitä on tapahtunut. Tutkinnan avulla selvitetään onko tapahtunut rikos ja kuka tai ketkä ovat syyllisiä mahdolliseen rikokseen. Sotilasrikoksen esitutkinnassa on hankittava sellainen selvitys ja näyttö, että asia voidaan käsitellä muiden rikosasioiden tapaan yhtäjaksoisessa pääkäsittelyssä mahdollisessa oikeudenkäynnissä. Lisäksi Kiiski on korostanut, että eräs esitutkinnan tarkoituksista on antaa epäillylle tieto siitä, mistä häntä epäillään sekä antaa mahdollisuus aloittaa valmistautuminen puolustautumiseen prosessissa.⁴⁰

Sotilasrikoksen esitutkinnan tavoitteet ovat yhteneväisiä esitutkintalain (ETL, 449/1987) 5 §:n yleisten periaatteiden kanssa. Tämä käy ilmi SKL:n

37 PE-Oikos PAK 02:05, s. 6.

38 PE-Oikos PAK 02:05, s. 5.

39 Kiiski 2005, s. 125–126.

40 PE-Oikos PAK 02:05, s. 4–5 ja Kiiski 2005, s. 124.

viittauksesta esitutkintalainsäädännön soveltamiseen sekä Pääesikunnan esitutkintaa koskevasta pysyväisasiakirjasta⁴¹. SKL:iin näitä tavoitteita ei ole suoraan kirjattu.

Esitutkinnan päätyttyä kurinpitoesimies määrää kurinpitopäätösharkinnsaan asian käsittelytien SKL 29 §:n perusteella. Kurinpitoesimies voi päättää käsitellä asian kurinpitomenettelyssä tai siirtää sen käsiteltäväksi sotilasoikeudenkäynnissä.

3.2 Kurinpitopäätös, kurinpitomenettely ja seuraamukset

Mikäli kurinpitoesimies päättää käsitellä asian kurinpitomenettelyssä eikä asia siirry sotilasoikeudenkäyntimenettelyyn, jäävät jatkotoimenpiteet kurinpitoesimiehen harkintaan. Kurinpitoesimiehen vaihtohtoina kurinpitomenettelyssä on määrätä asiassa kurinpitorangeistus tai -ojennus. Asia on siirrettävä ylemmän kurinpitoesimiehen käsiteltäväksi, mikäli kurinpitoesimiehen oma toimivalta ei riitä vaadittavan kurinpitorangeistuksen määräämiseen tai kurinpitoesimies on asiassa esteellinen (SKL 30 §). Useimmiten kurinpitoesimies voi määrätä asiassa seuraamuksen, mutta vakavammissa tapauksissa, kuten pidemmissä poissaolorikoksissa, asia joudutaan siirtämään ylemmän kurinpitoesimiehen, kuten joukko-osaston komentajan käsiteltäväksi. Kurinpitoesimies voi myös jättää seuraamuksen määräämättä, jos teko on johtunut anteeksiannettavasta huomaamattomuudesta, ajattelemattomuudesta tai tietämättömyydestä tai sitä on muutoin pidettävä kurin ja järjestyksen ylläpitämisen kannalta vähäisenä⁴². Luonnollisesti vaihtoehdona on myös päättää asian käsittely ja jättää seuraamus määräämättä, jos esitutkinnan perusteella ei ole syytä epäillä rikosta.

Edellytyksenä asian käsittelemiseksi kurinpitomenettelyssä on se, että epäilty on myöntänyt syyllisyytensä tai hänen syyllisyyttään voidaan pitää muutoin selvänä (SKL 10 §). Muissa tapauksissa kurinpitoesimiehen on siirrettävä asia syyttäjälle ja käsiteltäväksi sotilasoikeudenkäyntimenettelyyn. Tämä ratkaisu on altis kritiikille sikäli, että se voi johtaa tilanteisiin, joissa syylli-

⁴¹ SKL 28 § 1 mom. in fine ja PE-Oikos PAK 02:05, s. 4–5.

⁴² Kyseessä lienee sama instituutio kuin ns. rikosoikeudellisista toimenpiteistä luopuminen. Toimenpiteestä luopuminen ei vaikuta syyllisyyteen vaan tekijää pidetään edelleen syyllisenä. Ks. tästä tarkemmin esimerkiksi Lappi-Seppälä 2009, s. 124–128.

syyskysymyksen arviointia ei enää pidetä tarpeellisenä seuraamusta määrättäessä. Voi syntyä eräänlainen ”seuraamusautomaatti”, jossa syyllisyyskysymys oletetaan selväksi seuraamusta määrättäessä. Epäilty voi myös myöntää syyllisyytensä, ja mikäli syyllisyyskysymystä pidetään tällä selvitettyinä, se voi johtaa todellisen rikoksentehtävän selvittämättä jäämiseen.⁴³

Kurinpitomenettelyssä määrättäviä kurinpitorangeistuksia (SKL 2 §) ovat aresti (1–30 vrk), kurinpitosakko (1–30 päiväsakkoa), poistumisrangaistus (11–15 vrk) sekä varoitus. Arestin ja poistumisrangaistuksen erona on, että aresti pannaan täytäntöön päävartiossa sille tarkoitettussa tilassa ja poistumisrangaistus puolestaan kieltää poistumisen varuskunnan alueelta. Poistumisrangaistus ei ole siis varsinainen vapausrangaistus. Kurinpito-ohjennuksia (SKL 3 §) ovat puolestaan poistumiskielto (1–10 vrk), ylimääräinen palvelus (1–5 krt) sekä muistutus. Poistumiskielto on samansisältöinen poistumisrangaistuksen kanssa, mutta eroaa siitä pituudeltaan. Ylimääräinen palvelus puolestaan tarkoittaa vuoroluettelon mukaista työkertaa tai enintään kaksi tuntia kestävästä työsuorituksesta (SKA 35 §).

Kurinpitomenettelyssä määrättyistä kurinpitoseuraamuksista noin 90 % on kurinpito-ohjennuksia⁴⁴. Kurinpitorangeistusta käytetään vain vakavissa tapauksissa, kuten esimerkiksi silloin kun rikoksia on useita, tahallisissa palvelus- ja vartiorikoksissa sekä yli 1–2 vuorokautta kestäneissä poissaolorikoksissa⁴⁵.

Kurinpito-ohjennuksen voi määrätä jokainen kurinpitoesimies. Oikeus kurinpitorangeistuksen määräämiseen on sen sijaan lähtökohtaisesti vain joukko-osaston komentajalla ja häntä ylemmällä kurinpitoesimiehellä. Poikkeuksellisesti joukkoyksikön komentaja saa määrätä asevelvolliselle varoituksen sekä poistumisrangaistuksen. Oikeus varoituksen määräämiseen asevelvolliselle on myös perusyksikön päälliköllä. Perusyksikön väepeli eli yksikköupseeri voi määrätä asevelvolliselle kurinpito-ohjennuksena muistutuksen tai ylimääräistä palvelusta enintään kolme kertaa.

43 Tutkimusaineistossa olleissa esitutkintapöytäkirjoissa käytettiin asian selvittämiseksi usein kysymysmuotoa ”katsotko syyllistyneesi [rikosnimike]-rikokseen?”.

44 Kiiski 2005, s. 23 ja Kiiski 2006, s. 172.

45 PE-Oikos PAK 02:02.

Kurinpitoseuraamus on mitoitettava siten, että se on oikeudenmukaisessa suhteessa rikokseen ja tarkoituksenmukainen syyllisen palvelusaseman kannalta. SKL:n mukaan kurinpitoseuraamuksia määrättäessä on kiinnitettävä huomiota rangaistuskäytännön yhtenäisyyteen (SKL 32 §). Lisäksi seuraamuksen lajia ja määrää harkittaessa on otettava huomioon teon rangaistavuuteen rikoslain mukaan vaikuttavat perusteet sekä ne olosuhteet, joissa rikos on tehty ja syyllisen aikaisempi palvelus ja muu käyttäytyminen. Seuraamusta voidaan myös korottaa, jos rikoksia on ollut useita tai jos teko on tehty koolla olevien sotilaiden läsnä ollessa ja sillä on voinut olla kuria ja järjestystä vaarantava vaikutus. Vastaavasti esimiesaseman väärinkäyttö voi korottaa seuraamusta ja esimiehen moitittava menettely rikoksenteikijää kohtaan alentaa sitä.

Useat huomioon otettavat harkintaperusteet aiheuttavat riskin rangaistuskäytännön epäyhtenäistymisestä. Yhtenäisyyden turvaamiseksi Pääesikunnan oikeudellinen osasto on laatinut seuraamussuosituksen. Se on nimensä mukaisesti tarkoitettu päätöksenteikijän harkintaa ohjaavaksi suositukseksi⁴⁶. Suositus sisältää konkreettisia suosituksia erilaisten rikostekojen seuraamuksiksi. Lisäksi sillä on vaikutusta tapausten ohjautumiseen sotilasoikeudenkäyntimenettelyyn, koska osassa tapauksista suositellaan asian siirtämistä suoraan syyteharkintaan.

3.3 Kurinpitoseuraamuksen täytäntöönpano ja valittaminen

Kurinpitomenettelyssä määrätyn rangaistuksen tai ojennuksen täytäntöönpanoon on SKL 39 §:n mukaan ryhdyttävä viivytyksettä. Kurinpitorangaistus saadaan panna täytäntöön heti, kun kurinpitovalitukselle säädetty määräaika on kulunut loppuun tai valitus on ratkaistu. Mikäli rangaistava antaa kirjallisen suostumuksensa, täytäntöönpano voidaan aloittaa heti. Kurinpitorangaistuksesta valitetaan yleiseen tuomioistuimeen. Rangaistuspäätökseen liitetään valitusosoitus. Valitus on tehtävä viimeistään kolmantena päivänä rangaistuspäätöksen tiedoksisaannista.

Ojennus voidaan panna täytäntöön heti, eikä siihen saa hakea valittamalla muutosta. Kurinpitomenettelyä valvova esimies tai joukko-osaston ko-

46 PE-Oikos PAK 02:02, s. 3.

mentaja voivat kuitenkin lykätä tai keskeyttää ojennuksen tai rangaistuksen täytäntöönpanon, mikäli valvonnan tai kantelun käsittelyn yhteydessä ilmi tulleet seikat, rangaistavan terveydentila tai muu painava syy antaa siihen aiheita. Joukko-osaston komentaja tai häntä ylempi kurinpitoesimies voi myös kumota kurinpitopäätöksen tai lieventää sitä, mikäli päätöksen havaitaan olevan virheellinen tai kohtuuton.

Vaikka kurinpito-ojennukseen ei saa hakea muutosta valittamalla, ojennuksen saaja voi kannella menettelystä. Kyseessä on tällöin SKA 10 luvun tarkoittama sotilaallinen virkatiekantelu. Kantelu osoitetaan sille joukko-osaston komentajalle, jonka alaisen toimenpidettä kantelu koskee. Kantelusta on tehtävä kirjallinen päätös, jossa on ilmoitettava mihin toimenpiteisiin asia antaa aiheita. Koska kantelulla ei kuitenkaan ole esimerkiksi seuraamuksen täytäntöönpanoa lykkäävää vaikutusta, ei sillä ole tosiasiallisen oikeussuojakeinon luonnetta kuten kurinpitovalituksella tuomioistuimeen⁴⁷. Mikäli täytäntöönpanoa ei kuitenkaan ole ehditty aloittaa ja kurinpitopäätös esimerkiksi kumotaan kantelun johdosta, ei ojennusta luonnollisesti panna täytäntöön. Kantelua ei saa tehdä yhdessä muiden kanssa.

Kurinpitoseuraamusten nopea täytäntöönpano, ojennuksiin liittyvä valituskielto sekä lyhyt valitus aika rangaistuksista liittyvät sotilasprosessin tavoitteeseen käsitellä rikosepäilyt ja määrätä seuraamukset mahdollisimman nopeasti. Nopeaa käsittelyä pidetään kurin säilymisen kannalta tärkeämpänä kuin seuraamuksen ankaruutta⁴⁸. Sotilasprosessille on luontaista myös kielto tehdä kantelu yhdessä muiden kanssa. Kielto liittyy pyrkimykseen estää esimiehen päätösten kollektiivinen kyseenalaistaminen⁴⁹.

Kurinpito-ojennusten valituskiellon ja sotilaallisen virkatiekantelun ongelmana on se, että mikäli sotilasprosessia pidetään osana rikosprosessimenettelyä, nämä rajoitukset ja menettelyt loukkaavat rikosprosessille asetettuja oikeusturvavaatimuksia. Nämä loukkaukset kohdistuvat Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan suojaamaan oikeuteen asian tuomioistuinkäsittelyyn rikosasiassa sekä PL 21 §:ssä säädettyyn oikeuteen saada itseään koskeva päätös riippumattoman lainkäyttöelimen käsiteltäväksi. Hallinnollinen

47 Kiiski 2005, s. 193–194.

48 PE-Oikos PAK 02:05, s. 27.

49 KM 1973:101, s. 192–193.

virkatiekantelu ei turvaa näitä oikeuksia silloin, kun on kyse rangaistuksen määräämisestä rikosasiassa. Ongelma on todellinen ja se johtuu järjestelmän epäkoherentista luonteesta sekä vaillinaisesta lainsäädäntötyöstä, kuten esimerkiksi Kiiski on esittänyt. Kiiski on pitänyt muutoksenhaun kieltoa ojenusten osalta järjestelmän vakavimpana ongelmana.⁵⁰ Myös Yhdistyneiden kansakuntien ihmisoikeuskomitea on kiinnittänyt huomiota valitusoikeuden puuttumiseen ratkaisussaan *Vuolanne v. Suomi (1989)*. Valittajalla ei ollut tuolloin voimassa olleen lainsäädännön mukaan mahdollisuutta saattaa saamansa arestirangaistuksen laillisuutta tuomioistuimen tutkittavaksi. Ratkaisun jälkeen asiaa koskevaa lainsäädäntöä muutettiin.

4 Tutkimustuloksia kurinpitomenettelystä

4.1 Kurinpitomenettelyn neljännesvuositarkastus ja tutkimuksen toteutus

SKL:n mukaan kurinpitoesimiehen on valvottava alaistensa kurinpitoesimiesten kurinpitovallan käyttöä (SKL 38 §). Valvonta toteutetaan siten, että joukko-osaston komentaja tarkastaa alaistensa määräämät kurinpitoseuraamukset vähintään neljännesvuosittain (SKA 38 §). Edelleen maanpuolustusalueen komentaja tai vastaava kurinpitoesimies tarkastaa sotilaslakimiehen avustamana alaistensa joukkojen ojennus- ja rangaistuskortistot vuosittain (SKA 39 §). Käytännössä valvonnan seurauksena ylempi kurinpitoesimies voi kumota päätöksen tai lieventää seuraamusta, mikäli tarkastuksessa havaitaan olennaisia virheitä. On kuitenkin syytä huomata, että menettely on jälkikäteinen valvontakeino. Sotilaskurinpitoasetuksen mukaan tarkempia ohjeita tarkastusten tekemisestä antaa Pääesikunta. Joukko-osastoilla on kuitenkin käytännössä vapaus toteuttaa tarkastus parhaaksi katsomallaan tavalla, kunhan se tehdään vähintään neljännesvuosittain ja siinä käydään läpi joukko-osastossa määrätty seuraamukset.

Esittelen tässä tutkimuksessa kolmen neljännesvuositarkastuksen yhteenvedon tulokset. Tarkastukset on toteutettu laajemmin kuin SKA ja yleinen käytäntö edellyttävät⁵¹. Määrättyjen seuraamusten eli rangaistus- ja ojen-

50 Kiiski 2005, s. 203.

51 Neljännesvuositarkastus laaditaan yleensä lyhyen kertomuksen muotoon. Muistiossa kiinnitetään huomiota oikaisua mahdollisesti vaativiin yksittäistapauksiin.

nuskorttien (R- ja O-kortit) lisäksi on tarkastettu seuraamusharkintaa edeltänyt esitutkintaprosessi. Tutkimuksen perustana olevat tiedot on kerätty oikeudenhoidon tarkastusten yhteydessä. Saadut tiedot perustuvat julkisiin asiakirjoihin kuten esitutkintapöytäkirjoihin.

Tarkastustoiminnan systematisointia ja vertailukelpoisten tulosten laatimista varten kurinpitomenettelyssä mahdollisesti esiintyvät virheet on luokiteltu 12 erilaiseksi tyyppitapaukseksi. Näiden virheiden esiintyvyys kurinpitomenettelyissä on tilastoitu. Lisäksi on tilastoitu menettelyjen lukumäärä ja mihin ne ovat johtaneet (seuraamus ja/tai käsittelytie). Myös yksikkökohmainen virheiden esiintyvyys (keskiarvo) ja niiden suhde käsittelyihin tapauksiin on tilastoitu. Tilastollisen aineiston ohella tarkastuksista on laadittu tapauskohtaiset sanalliset arviot sekä varsinaiset oikeudenhoidon tarkastuspöytäkirjat. Tätä aineistoa ei kuitenkaan käsitellä tässä tutkimuksessa.

Neljännesvuositarkastuksia tutkittiin vuoden 2007 kolmelta viimeiseltä vuosineljännekseltä (1.4.–31.12.). Otos sisältää yhteensä 380 kurinpitomenettelyä, jotka on käsitelty yhdessä joukko-osastossa. Tutkimuksessa kurinpitomenettelynä on pidetty kurinpitoesimiehen päätöksellä aloitettua esitutkintaa. Tutkimuksen otos lienee riittävän suuri, kun se suhteutetaan aiemmin mainittuun määrään, eli 5290 sotilasrikokseen koko maassa vuonna 2007.

Tarkoituksena on tutkimusaineiston avulla selvittää, minkälaisia ongelmia kurinpitomenettelyyn mahdollisesti liittyy. Lisäksi pyritään selvittämään kurinpitomenettelyn laadun tasoa. Laadukkaana kurinpitomenettelynä pidetään menettelyä, joka täyttää lainsäädännön sille asettamat vaatimukset.

4.2 Virhetyyppien luokittelu

Tarkastuksissa esiintyneet virheet luokiteltiin 12 virhetyyppiin. Osa virhetyypeistä on varsin harvinaisia eivätkä ne välttämättä vaikuta prosessin laatuun. Jotkut virhetyypit puolestaan ovat vakavia ja saattavat vaikuttaa prosessin laatuun ja epäillyn oikeusturvaan merkittävästi. Yhteensä virhetyyppien mukaisia virheitä esiintyi 592.

Muoto- tai merkintävirhe

Muoto- tai merkintävirheestä on kyse, kun esitutkintapöytäkirja, R- tai O-kortti on laadittu väärään muotoon tai vääränlaiselle asiakirjapohjalle. Virhe on kyseessä myös silloin, kun asiakirjojen merkinnät ovat virheellisiä, puutteellisia tai sekavia. Tällaisia merkintöjä voivat olla esimerkiksi viittaukset vääriin päivämääriin tai lainkohtiin tai muut huolimattomuusvirheet.

Viivästysvirhe

Viivästysvirhe on kyseessä, kun esitutkintaa ei ole aloitettu kahden vuorokauden sisällä siitä, kun epäilty rikos tuli kurinpitoesimiehen tietoon. Viivästykselle ei ilmene asiakirjoista hyväksyttävää syytä. Virhe on kyseessä myös, jos koko kurinpitomenettely esitutkinnan aloittamisesta seuraamuksen täytäntöönpanon aloittamiseen ei ole tapahtunut kahdessa viikossa eikä viivästykselle ilmene asiakirjoista hyväksyttävää syytä.⁵²

Tunnusmerkistö- tai teonkuvausvirhe

Tunnusmerkistö- tai teonkuvausvirheessä käytetyn rikostunnusmerkistön ja teonkuvauksen välillä on ristiriita. Tekijän teko ei kata rikostunnusmerkistössä kuvattua teonkuvausta vaan jonkin muun tunnusmerkistön.

Blankorangaistusvirhe

Blankorangaistusvirhetapauksissa tekijä on rikkonut blankorangaistussäännöksen, kuten palvelus- tai vartiorikoksen, rikostunnusmerkistöä. Asiakirja-aineistosta ei kuitenkaan käy ilmi, mihin ohjeeseen tai määräykseen teon rangaistavuus perustuu tai teon rangaistavuus perustuu sellaiseen ohjeeseen tai määräykseen, johon teon rangaistavuus ei voi perustua.

Todistelu- tai näyttövirhe

Todistelu- tai näyttövirheet liittyvät todistajankertomusten ja näytön ongelmiin. Näissä virhetapauksissa aineiston joukosta on esimerkiksi puuttunut

⁵² *Kahden viikon säännölle* ei tutkimuksen yhteydessä löytynyt hallinnollista tai lainsäädännöllistä tukea. Kuitenkin 10.2.2009 Merivoimien esikunnan sotilaslakimies Jouni Honkalalta puhelimitse saadun tiedon mukaan tällainen aikaraja on tosiasiallisesti käytössä.

kirjattu todistajanlausunto tai esitutkinta-aineistoon otettu todiste kuten asiakirja. Näihin on kuitenkin viitattu asiakirjoissa siten, että se on saattanut vaikuttaa asian arviointiin. Virhe on kyseessä myös silloin, kun todistaja on ollut esteellinen, kirjatun kertomuksen välittömyydessä on ollut puutteita tai näyttö on selvästi vaikuttanut riittämättömältä.

Syyttömyysolettamavirhe

Syyttömyysolettamavirhe on kyseessä, mikäli asiakirjoista on käynyt ilmi, että epäiltyä ei ole kohdeltu esitutkinnassa syyttömänä. Tämä on käynyt ilmi tutkijan jo tutkintavaiheessa käyttämistä sanamuodoista kuten esitutkintapöytäkirjan selostuksesta ”N.N. syyllistyi rikokseen”.

Toimivaltuuden ylitys

Toimivaltuuden ylitys -tapauksissa asiakirjoista on käynyt ilmi, että jokin toimenpide on ennen esitutkinnan virallista aloittamista tai esitutkinnan aikana suoritettu ilman asianmukaista menettelyä tai toimivaltaa. Käytännössä näissä tapauksissa on kyse pakkokeinojen käytöstä.

Täytäntöönpanomerkintävirhe

Täytäntöönpanomerkintävirheessä on kyse virhetyypistä, joka esiintyy R- ja O-korteissa. Korttiin tehtävät merkinnät seuraamuksen täytäntöönpanosta on jätetty tekemättä tai seuraamuksen saajalta ei ole pyydetty asianmukaista tiedoksisaantimerkintää korttiin.⁵³

Täytäntöönpanovirhe (liian ankara)

Täytäntöönpanovirhe (liian ankara) viittaa tapaukseen, jossa seuraamus on ollut huomattavasti ankarampi kuin Pääesikunnan seuraamussuositus suositaa tai se poikkeaa vastaavien tapausten arvioinnista yksikön sisällä.⁵⁴

53 Ks. esimerkiksi SKA 12 § ja 13 §. Hallinnollinen sääntely sisältyy asiakirjaan PE-Oikos PAK 02:03, erityisesti sen 5. lukuun.

54 PE-Oikos PAK 02:02 ja SKL 32 §.

Täytäntöönpanovirhe (liian lievä)

Täytäntöönpanovirhe (liian lievä) on kyseessä, kun seuraamus on ollut huomattavasti lievempi kuin Pääesikunnan seuraamussuosituksen suositus tai se poikkeaa vastaavien tapausten arvioinnista yksikön sisällä⁵⁵.

Muu täytäntöönpanovirhe

Muu täytäntöönpanovirhe tarkoittaa tilanteita, joissa seuraamuksen täytäntöönpanossa on tapahtunut jokin muu täytäntöönpanoon liittyvä virhe. Tästä on kyse esimerkiksi silloin, kun seuraamus on pantu täytäntöön virheellisesti, erisältöisenä kuin se on määrätty tai tapaus on jätetty sillensä ilman hyväksyttävää perustetta (seuraamusta ei ole määrätty).

Kuulemisvirhe

Tapauksissa, joissa on ilmennyt kuulemisvirhe, henkilöä ei ole kuultu ennen seuraamuksen määräämistä nimenomaisesta pyynnöstä tai kuulemisvelvollisuudesta huolimatta⁵⁶.

4.3 Huomioita tutkimusaineistosta ja -tuloksista

Tutkimusaineiston perusteella useimmin esiintyvät ongelmat kurinpitomenetelyssä liittyvät prosessin viivästymiseen (7,8 % virheistä), kuulematta jättämiseen (7,4 %), puutteellisiin täytäntöönpanomerkintöihin (6,6 %) ja blankorangaistusperusteiden kirjaamiseen (5,6 %).

Muotovirheiden luokkaa ei ole otettu huomioon ollenkaan, sillä siihen kuuluu erittäin sekalainen joukko virhetyppejä yksinkertaisista merkintävirheistä vääriin asiakirjapohjiin, joilla ei ole juurikaan merkitystä prosessin laadun kannalta, eikä niiden esiintyminen vaaranna sinänsä epäillyn oikeusturvaa. Virheistä suurin osa eli 59,7 % (354 kpl) oli muoto- tai merkintävirheitä. Niiden huomioiminen ei ole tarpeellista tässä tutkimuksessa. Muoto- ja merkintävirheiden suureen määrään vaikuttanee kurinpitome-

55 PE-Oikos PAK 02:02 ja SKL 32 §.

56 SKL 31 § ja SKA 7 §.

nettelyn yksityiskohtainen ja laajahko sääntely eikä niiden välttäminen liene edes täysin mahdollista⁵⁷.

Useimmin esiintyvät virhetyypit eivät kuitenkaan muodosta kurinpitomenettelyn virheiden ongelmallisinta joukkoa blankorangaistusvirheitä lukuun ottamatta. Ongelmallisimpia ja eniten prosessin laatuun ja vastaajan oikeusturvaan vaikuttavia virheitä ovat blankorangaistusvirheen lisäksi tunnusmerkistö- ja teonkuvausvirhe, todistelu- tai näyttövirhe, syyttömysolettamavirhe, toimivaltuuksien ylitys sekä erilaiset täytäntöönpanovirheet. Yhteistä näille harvemmin esiintyville virhetyypeille on se, että ne loukkaavat useimmin esiintyviä virhetyyppejä vakavammin rikosoikeusjärjestelmän peruseriaatteita, kuten esimerkiksi syyttömysolettamaa. Useimmin esiintyvät mutta vähemmän merkitykselliset virheet loukkaavat lähinnä kurinpitomenettelystä annettua hallinnollista sääntelyä ja menettelyn sisäisiä tavoitteita eikä niillä välttämättä ole merkitystä keskeisten periaatteiden, kuten syyttömysolettaman tai rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen toteutumisen kannalta. Tällainen virhetyyppi on esimerkiksi viivästysvirhe, joka on ongelmallinen nimenomaan sotilasprosessin sisäisten tavoitteiden kannalta. Epäillyn kannalta se muuttuu ongelmalliseksi vasta silloin, kun prosessi viivästyy niin paljon, että epäillyn oikeus saada asiassa ratkaisu kohtuullisessa ajassa vaarantuu⁵⁸. Tosin tällaisiakin tapauksia oli joukossa muutama.

4.3.1 Havaintoja ongelmallisimmista virhetyypeistä

Blankorangaistusrikoksissa kurinpitomenettelyn aineistosta ei käy ilmi, mitä konkreettista ohjetta tai määräystä teolla on rikottu (blankorangaistusvirhe). Virhetyypin osuus oli 5,6 % virheiden kokonaismäärästä. Blankorangaistusten käyttö edellyttää suurta tarkkuutta, koska rangaistavuuden alaa ei saa laajentaa rikostunnusmerkistöjen ulkopuolelle. Kun kurinpitomenettelyn aineistosta ei käy ilmi, mitä nimenomaista ohjetta tai määräystä on rikottu, ei ratkaisua tekevä kurinpitoesimies voi arvioida kirjallisen aineiston perusteella, onko kyseessä rikos. Arviointi ei ole mahdollista myöskään syyttäjälle tai tuomioistuimelle. Myöskään epäilty ei saa tällöin tietoonsa, minkä nor-

57 Esimerkiksi esitutkintaa, rangaistus- ja ojennuskorttien täyttööä sekä sotilaslakimiehen lausuntoa koskevien pysyväisasiakirjojen sivumäärä on yhteensä 76 sivua.

58 Ks. aikarajoista ja prosessin joutuisuudesta esimerkiksi PE-Oikos PAK 02:05, s. 5 ja 12, SKL 5:28.1 ja 7:39.1 sekä PL 21 §. Virolainen 2007, s. 117–118.

min rikkomisesta häntä epäillään eikä hän voi puolustautua syyttömyys-olettamansa kumoamista vastaan. Tapauksissa herää myös viime kädessä kysymys, onko kyseessä edes ollut rangaistava teko.⁵⁹

Blankorangaistusten lisäksi ongelmia liittyi myös tunnusmerkistöjen eroteluun (3,4 % virheistä). Näissä tapauksissa rikostunnusmerkistö ja teonkuvaus eivät vastanneet toisiaan (tunnusmerkistö- ja teonkuvausvirhe)⁶⁰. Yleisin ongelma oli selvästi huolimattoman teon rankaisu tahallisuutta edellyttävän tunnusmerkistön perusteella. Lisäksi vartiorikoksia käsiteltiin usein palvelusrikoksina. Palvelusrikoksen tunnusmerkistö on kuitenkin toissijainen suhteessa muihin sotilasrikoksiin⁶¹. Näissäkin tapauksissa herää kysymys siitä, onko rangaistu teosta, joka ei välttämättä ole rangaistava teko. Tutkimuksessa ei kuitenkaan käynyt ilmi, että esimerkiksi vartio- tai palvelusrikoksen sekoittamisella olisi ollut tosiasiallista merkitystä seuraamuksen lajiin tai määrään.

Toimivaltuuksien ylitys aiheutti myös ongelmia (0,7 %). Tällöin esitutkinnaissa tai sen ulkopuolella oli käytetty pakkokeinoja tai tosiasiallisesti pakkokeinon luonteista toimenpidettä ilman laissa säädettyä menettelyä tai asianmukaista toimivaltaa. Käytännössä tapauksissa oli kyse hengitysilman alkoholipitoisuuden mittaamisesta sekä eräässä tapauksessa matkapuhelimen takavarikoinnista. Pakkokeinoja oli käytetty esitutkintaprosessin ulkopuolella eikä siitä tai sen tuloksista ollut varsinaisia merkintöjä tai asiakirjoja esitutkinta-aineistossa. Esitutkinnaissa asiaan viitattiin esimerkiksi kuulustelijan kysymyksissä ja epäillyn vastauksissa. Vaikka kurinpitomenettelyn tarkoituksena on nopeutettu prosessi, se ei voi koskaan mahdollistaa tulkinanvaraisuutta pakkokeinolain tarkoittamien pakkokeinojen käytössä. Pidättämiseen oikeutettu virkamies päättää pakkokeinosta, kun sen käyttämisen edellytykset täyttyvät ja siitä on laadittava asianmukainen pöytäkirja tai selvitys, joka on liitettävä esitutkintapöytäkirjaan. Tapauksissa ei ollut

59 Ks. blankorangaistuksiin liittyen esimerkiksi Nuutila – Ojala 2009, s. 1211. Frände 2005, s. 38–40 ja 44–45. Hallinnollista sääntelyä edustaa PE-Oikos PAK 02:05, s. 22, jonka mukaan ”ohjeet ja määräykset” liitetään esitutkintapöytäkirjan liitteiksi.

60 Ks. tunnusmerkistön ja teonkuvauksen vastaavuudesta esimerkiksi Frände 2005, s. 34–45. Koskinen 2009, s. 162–163. PL 8 §.

61 Nuutila – Ojala 2009, s. 1209.

toimittu näin. Tapaukset olivat aineistossa harvinaisia, mutta vakavimpia virhemenettelyjä.⁶²

Blankorangaistusvirheen ja toimivaltuuksien ylityksen kanssa samankaltainen virhetyyppi on todistel- ja näyttövirhe (2,0 %). Se asettaa rangaistavan teon olemassaolon kyseenalaiseksi ja vaikuttaa prosessin luotettavuuden arviointiin.⁶³

Esitutkinta-aineistosta käy myös joissain tapauksissa ilmi tutkinnan suorittajan suhtautuminen epäiltyyn syyllisenä jo tutkinnan aikana (syyttömyys-olettamavirhe, 0,3 %). Kahdessa eri tapauksessa sama tutkija oli käyttänyt esitutkinta-aineistossa epäilystä jatkuvasti ilmauksia kuten ”N.N syyllistyi” ja ”N.N teki”. Esitutkinnassa epäiltyä on kohdeltava syyttömänä. Tutkija ei voi sanamuodoillaan ottaa kantaa epäillyn syyllisyyteen tai pyrkiä johdattelemaan häntä. Tapaukset olivat hyvin harvinaisia, mutta ongelmallisia sikäli, että syyttömyysolettaja kuuluu rikosoikeuden ja -prosessin perustavanlaatuisimpiin periaatteisiin.⁶⁴

Täytäntöönpanoon ja esitutkinnan päättämiseen liittyi myös jonkin verran ongelmia (muu täytäntöönpanovirhe, täytäntöönpanomerkintävirhe). Joissain tapauksissa esitutkinta oli saattanut olla käynnissä useita kuukausia tai sitä ei ollut koskaan päätetty kurinpitoesimiehen päätöksellä. Tällaiset luokkaan ”muu täytäntöönpanovirhe” kuuluvat virheet ovat ongelmallisia, koska henkilöllä on oikeus saada ratkaisu asiassa – oli prosessi sitten hallinto- tai rikosoikeudellinen. Liian pitkään käynnissä oleva esitutkinta voi tosiasiaa muodostua painostuskeinoksi ja siten jo itsessään rangaistukseksi. Tutkimusaineiston perusteella tällaista ei kuitenkaan havaittu esiintyvän. Lisäksi joissain tapauksissa merkinnät seuraamuksen täytäntöönpanosta kertoivat erilajisen seuraamuksen suorittamisesta kuin kurinpitopäätöksessä oli päätetty. Tutkimuksessa ei kuitenkaan pystytty selvittämään, miksi seuraamus oli pantu täytäntöön erilajisena tai -sisältöisenä kuin se oli määrätty.

62 Viranomaisen toimivaltuuksien käytöstä ks. esimerkiksi PL 2.3 §, PKL 3 §, 12 § ja SKL 4 luku. Niemi-Kiesiläinen 2007, s. 772–773.

63 Todistelun välittömyydestä, objektiivisuudesta ja esteellisyydestä esimerkiksi PE-Oikos PAK 02:05, s. 14–18, 22, 24–25, 26 sekä ETL 40 §.

64 Syyttömyysolettamasta rikosprosessissa ks. esimerkiksi Virolainen – Pölönen 2003, s. 1–6 sekä Niemi-Kiesiläinen 2007, s. 722 ja ETL 7 §.

4.3.2 Havaintoja vähiten ongelmia aiheuttavista virhetyypeistä

Kurinpitoseuraamusten mittaaminen (täytäntöönpanovirheet liian lievä/liian ankara) ei aiheuttanut merkittäviä ongelmia. Virheistä 1,2 % oli sellaisia, joissa seuraamus ylitti merkittävästi ilman eri perustelua joko seuraamussuosituksen tai yksikön sisäisen linjan ja 2,9 % sellaisia, joissa seuraamus oli lievempi kuin seuraamussuositus suositti tai yksikön sisäinen linja edellytti. Kuitenkaan yhdessäkään tapauksessa kurinpitoesimies ei ollut ylittänyt tai alittanut lain mukaan kurinpitoesimiehelle kuuluvaa oikeutta tai velvollisuutta määrätä kurinpitoseuraamus. Tarkasti tulkiten seuraamusten määräämisessä ei siis tapahtunut lainkaan virheitä. Seuraamuksia määrättiin pikemminkin liian lievinä kuin ankarina. Tämä saattaa kertoa varovaisesta linjasta sekä mahdollisesti periaatteen noudattamisesta, jonka mukaan nopea käsittely on seuraamuksen ankaruutta tärkeämpää.

Tapauksista 11,1 % oli jätetty sillensä. Tämä kertoo siitä, että sotilaskurinpitomenettely ei ole ”tuomioautomaatti”, jossa aloitettu esitutkinta johtaa automaattisesti kurinpitoseuraamukseen. Kurinpitomenettelyssä käytetään siis harkintaa ja esitutkinnassa kertyneen aineiston perusteella tapaus voidaan myös jättää sillensä joko syyksilukevana sillensäjättämispäätöksenä (anteeksi annettava teko) tai sillä perusteella ettei tapauksessa ole kyse rikoksesta. Aineistossa ei eroteltu näiden keskinäistä esiintyvyyttä.

Kaikkiin ilmi tulleisiin virheisiin on suhtauduttava vakavasti. Vaikka ne kaikki eivät loukkaisikaan rikosoikeusjärjestelmän keskeisiä periaatteita, loukkaavat ne kuitenkin jossain määrin epäillyn oikeusturvaa ja mahdollisen asianomistajan oikeusturvaa. Suljetussa menettelyssä tällaiset virheet jäävät helposti vaille kontrollia ja niistä voi tulla hyväksytyt käytäntö. Virheiden esiintyminen murentaa myös esitutkintaprosessin ideaalia, jonka mukaan voidaan järjestää oikeudenkäynnistä rikosasioissa annetun lain mukainen yhtäjaksoinen rikosasian pääkäsitely. Tietyt ilmi tulleet virheet ovat laadultaan niin vakavia, ettei sellaisia saisi esiintyä missään olosuhteissa. Toisaalta virheitä on myös tarkasteltava siitä näkökulmasta, että ne vaikuttavat sotilasprosessille asetettujen tavoitteiden saavuttamiseen.

5 Johtopäätöksiä kurinpitomenettelystä

Kurinpitomenettely on Puolustusvoimien sisäinen, nopeutettu rikosprosessin laji. Puolustusvoimat huolehtii epäiltyjen rikosten tutkinnasta ja seuraamusten määräämisestä. Päätösvalta prosessin aloittamiseen sekä yleisimpien kurinpitoseuraamusten määräämiseen on hierarkkisesti alimmillaan perusyksikön päällikkönä toimivalla kurinpitoesimiehellä sekä tietyin rajoituksin perusyksikön yksikköupseerilla. Perusyksikössä on noin 100–150 varusmiestä.

Koska kurinpitomenettely tapahtuu useimmiten perusyksikön sisällä eikä sitä alisteta ulkopuoliselle tarkastelulle, on esitutinnan suorittamista sekä kurinpitopäätöksen tekemistä tarkasteltava kriittisesti⁶⁵. Oman haasteensa prosessille tuo suljetun yhteisön oikeudenkäytön problematiikka. Suljetussa yhteisössä epäillyn ei ole välttämättä yhtä helppoa kuin muualla yhteiskunnassa turvautua esimerkiksi oikeusapuun tai käyttää valitus- tai kantelu oikeuttaan.

Kiiski on pitänyt rikosasian ratkaisemista kurinpitoesimiehen päätöksenteossa oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin elementtejä loukkaavana. Ongelmana on, että menettely on kirjallista eikä henkilö pääse osallistumaan asiansa käsittelyyn. Hän on esittänyt, että epäillyn oikeuksien toteutuminen riippuu vain suullisen esitutinnan suorittamisesta, eikä itse kirjallisesta päätöksenteosta.⁶⁶ Tällöin esitutinnan laadukkuus on tärkeää lopputuloksen laadun kannalta.

Johtopäätöksenä kurinpitomenettelyistä saatujen tutkimustietojen perusteella katson, että kokonaan Puolustusvoimien sisällä tapahtuvaan sotilaskurinpitomenettelyyn ja sotilasrikosten esitutkintaan liittyy ongelmia, jotka saattavat vaikuttaa prosessin laatuun eli lainsäädännön ja hallinnollisten ohjeiden tavoitteiden toteutumiseen.

Kiiski on tutkimuksensa johtopäätöksissä todennut, että sotilaallinen kurinpitoyritys on edelleen tarpeen. Hän on kuitenkin päätenyt siihen,

65 Ks. esimerkiksi Taulukko 3, s. 33, jonka mukaan noin 75 % seuraamuksista oli ojennuksia. Ojennukset määrätään yleensä perusyksiköissä.

66 Kiiski 2005, s. 197–198.

että 1980-luvulla tehty lainsäädäntöuudistus on johtanut epäkoherenttiin kokonaisuuteen, jossa on aiemmin esitetyllä tavalla jäänteitä vanhasta sotilaskäskyjärjestelmästä sekä hallinnollisesta kurinpidosta. Kiisken mukaan epäkoherentti järjestelmä ei toteuta oikeusturvan vaatimuksia. Osasta seuraamuksista voi valittaa, osasta ei, ja seuraamuksia voidaan määrätä eri hierarkiatasoilla. Kiiski on esittänyt järjestelmän koherenssin kasvattamiseksi kurinpito-ohjennusten luokasta luopumista ja valitusoikeuden ulottamista kaikkiin seuraamuksiin. Lisäksi hän on nostanut esiin vaihtoehdon esitutinnan keskittämistä suurissa joukko-osastoissa erillisille sotilasrikostutkijoille. Kiiski on perustellut tätä tutkimuksessaan ilmi tulleella tutkijoiden ammattitaidon ja asiantuntemuksen puutteella. Kiisken mukaan Puolustusvoimissa ei ole ymmärretty, että sotilaskoksen esitutkinnassa ei ole kyse sotilaskäskyasian käsittelystä vaan rikosprosessiasiaista.⁶⁷

Tämän tutkimuksen tulokset tukevat Kiisken tuloksia ja näkemystä. Olenkin pääosin samaa mieltä hänen kanssaan. Tutkimustuloksista ilmi käyvät virheiden esiintyvyydet kurinpitomenettelyssä kertovat siitä, ettei menettely aina täytä rikosasian esitutkinnalle asetettuja vaatimuksia eikä tutkintaan osallistuvilla henkilöillä ole välttämättä riittävää ammattitaitoa ja asiantuntemusta⁶⁸. Kurinpitomenettelyn laatu ei yllä riittävän korkealle tasolle. Ongelma on todennäköisesti juuri Kiisken esittämässä seikoissa. Järjestelmä on monitasoinen ja epäkoherentti. Tutkijalle tai kurinpitoesimiehellekään ei välttämättä ole aina selvää, mikä prosessin luonne on, tai mitkä normit ja periaatteet sääntelevät sitä. Useimmat sotilaat eivät ole saaneet erityistä koulutusta rikosasioiden esitutkintaan. Vielä vähemmän selvillä prosessin luonteesta saattavat olla epäilty tai asianomistaja, jotka ovat käytännössä aina varusmiehiä.

SKL:n uudistamista selvittävä työryhmä⁶⁹ on luovuttanut ehdotuksensa lain uudistamiseksi puolustusministeriölle kesäkuussa 2009. Ehdotetut lain muutokset koskevat muun muassa valitusoikeuden ulottamista kurinpito-ohjennuksiin ja kurinpito-ohjennusten ja rangaistusten välisen erottelun poistamista. Kurinpitomenettelyssä määrätyt rangaistukset olisivat tosin pan-

67 Kiiski 2005, s. 197–205.

68 Toisaalta on huomioitava, että käytössä ei ole ollut vertailuaineistoa esimerkiksi poliisin esitutkintaprosessiin.

69 Sotilaskurinpito- ja poliisitoimintatyöryhmä 2009.

tavissa täytäntöön muutoksenhausta huolimattakin. Lisäksi poikkeusoloja koskevat säännökset säädettäisiin suoraan laissa nykyisen asetuksenantovaltuuden sijaan. Vaikka tehtyihin ehdotuksiin liittyikin edelleen ongelmia, ne ovat merkittäviä parannusehdotuksia voimassaolevaan lainsäädäntöön⁷⁰. Uudistuksen tavoitteena on luoda johdonmukainen ja ajantasainen lainsäädäntö, joka vastaa perustuslain asettamia vaatimuksia.

Nykyinen sotilaskurinpitomenettely, etenkin kun sen muutoksenhaku-oikeus on rajattu, vaatii selkiyttämistä ja uudistamista. Sotilasrikosten esitutkintaa on pyrittävä keskittämään oikeusturvan takaamiseksi ja menettelyn laadun parantamiseksi. Järjestelmästä on lainsäädännöllisesti kehitettävä yhtenäinen ja looginen järjestelmä. Nykyjärjestelmän selkiyttämisen yhteydessä on luotava yhtenäinen tapa saattaa asia tuomioistuimen käsiteltäväksi. Erottelu ojennusten ja rangaistusten välillä on keinotekoinen. Tosiasiassa molemmissa tapauksissa on kyse rikoksesta seuraamukseksi määrättävästä rangaistuksesta. Uudistuksella luotava sisäinen koherenssi turvaa järjestelmän toiminnan ja hyväksyttävyyden myös tulevaisuudessa. Tämä on edellytys sotilasoikeudenhoidon tavoitteiden toteutumiselle ja Puolustusvoimille annettujen tehtävien onnistumisen turvaamiselle myös tulevaisuudessa.

⁷⁰ Sotilaskurinpito- ja poliisitoimintatyöryhmä 2009. Ks. ongelmien osalta erityisesti työryhmän jäsenten Rautio, Ojala ja Meriö eriyvä mielipide.

LIITE: Tilastot ja lukumäärätiedot

Taulukko 1 Kurinpitomenettelyjen jakautuminen vuosineljänneksittäin.

Neljännes	Kurinpitomenettelyt
2. vuosineljännes	99
3. vuosineljännes	181
4. vuosineljännes	100
Yhteensä	380

Kurinpitomenettelyjen määrä vaihtelee vuosineljänneksittäin. Menettelyjen määrän kaksinkertaistumista kolmannella neljänneksellä selittänee kesän saapumiserän astuminen palvelukseen.

Taulukko 2 Virheiden esiintyvyys.

Virhetyyppi	Määrä	Osuus virheistä
Muotovirhe	354	59,7 %
Viivästysvirhe	46	7,8 %
Kuulemisvirhe	44	7,4 %
Täytäntöönpanomerkintävirhe	39	6,6 %
Blankorangaistusvirhe	33	5,6 %
Tunnusmerkistö- tai teonkuvausvirhe	20	3,4 %
Täytäntöönpanovirhe (liian lievä)	17	2,9 %
Muu täytäntöönpanovirhe	14	2,4 %
Todistelu- ja näyttövirhe	12	2,0 %
Täytäntöönpanovirhe (liian ankara)	7	1,2 %
Toimivaltuuden ylitys	4	0,7 %
Syyttömyysolettamavirhe	2	0,3 %
Yhteensä	592	100,0 %

Taulukko 3 Mihin aloitettu esitutkintaprosessi johti.

Mihin johti	Määrä	Osuus menettelyistä
Rangaistus	38	10,0 %
Ojennus	283	74,4 %
Jätettiin sillensä	42	11,1 %
Syyttäjälle	12	3,2 %
Kesken tai keskeytetty ⁷¹	5	1,3 %
Yhteensä	380	100,0 %

Taulukko 4 Virheitä per tapaus (keskiarvo) yksiköittäin⁷².

Yksikkö	Virheitä per tapaus (ka.)	Tapausten määrä
A	0,4	11
B	0,6	7
C	1,2	82
D	1,2	107
E	1,3	13
F	1,4	16
G	1,8	22
H	2,1	47
I	2,2	29
J	2,3	4
K	2,4	31
L	2,8	6
M	2,8	5

71 Esitutkintaprosessi on ollut kesken ilman mitään erityistä päätöstä tai se on keskeytetty päätöksellä, jonka peruste on ollut muu kuin hyväksyttävä sillensä jättäminen.

72 Sisältää muoto- ja merkintävirheet.

Lähteet

Kirjallisuuslähteet

Aalto, Pekka ja Lindstedt, Jukka, *Varusmiehen oikeusturva sotilasoikeudenhoidossa*. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen julkaisuja. Helsinki, Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 1984. (Aalto – Lindstedt 1984)

Buure-Häggglund, Kaarina, *Suomen kriisilainsäädäntö*. Helsinki, WSOY Lakitieto 2002. (Buure-Häggglund 2002)

Frände, Dan, *Yleinen rikosoikeus*. Helsinki, Edita 2005. (Frände 2005)

Jyränki, Antero, *Sotavoiman ylin päällikkyyks: tutkimus tasavallan presidentille HM 30 §:n nojalla kuuluvasta toimivallasta ja sen käyttämisestä*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja; no. 76. Helsinki, Suomalainen lakimiesyhdistys 1967. (Jyränki 1967)

Kiiski, Kimmo Ilmari, *Sotilasprosessi: Julkisoikeudellinen tutkimus oikeudenmukaisuuden ja hyvän hallinnon takeiden toteutumisesta suomalaisessa sotilasoikeudenhoidossa*. Julkaisematon lisensiaatintutkimus. Turku, K. Kiiski 2005. (Kiiski 2005)

Kiiski, Kimmo Ilmari, *Suomalaisen sotilasoikeudenhoidon oikeudellinen profiili*. Lakimies 2/2006, s. 166–190. (Kiiski 2006)

Koskinen, Pekka, *Rikosoikeuden yleiset opit ja rikosvastuun perusteet*. Teoksessa Lappi-Seppälä, Tapio (toim.) – Hakamies, Kaarlo – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti – Melander, Sakari – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Ojala, Timo – Rautio, Ilkka, *Rikosoikeus*. Oikeuden perusteokset. Helsinki, WSOYpro 2009, s. 159–194. (Koskinen 2009)

Lappi-Seppälä, Tapio, *Seuraamusjärjestelmän pääpiirteet*. Teoksessa Lappi-Seppälä, Tapio (toim.) – Hakamies, Kaarlo – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti – Melander, Sakari – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Ojala, Timo – Rautio, Ilkka, *Rikosoikeus*. Oikeuden perusteokset. Helsinki, WSOYpro 2009, s. 95–158. (Lappi-Seppälä 2009)

Merikoski, Veli, *Hallinto-oikeuden oikeussuojajärjestelmä*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja; 143. Helsinki, Lainopillisen ylioppilastiedekunnan kustannustoiminta 1968. (Merikoski 1968)

Mäenpää, Olli, *Hallintoprosessioikeus*. Helsinki, WSOYpro 2007. (Mäenpää 2007)

Niemi-Kiesiläinen, Johanna, *Esitutkinta ja pakkokeinot*. Teoksessa Lappalainen, Juha (toim.) – Frände, Dan – Havansi, Erkki – Koulu, Risto – Niemi-Kiesiläinen, Johanna – Nylund, Anna – Rautio, Jaakko – Sihto, Juha – Virolainen, Jyrki, *Prosessioikeus*. Oikeuden perusteokset. Helsinki, WSOYpro 2007, s. 717–799. (Niemi-Kiesiläinen 2007).

Nuutila, Ari-Matti ja Ojala, Timo, *RL 45 luku sotilasrikokset*. Teoksessa Lappi-Seppälä, Tapio (toim.) – Hakamies, Kaarlo – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti – Melander, Sakari – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Ojala, Timo – Rautio, Ilkka, *Rikosoikeus*. Oikeuden perusteokset. Helsinki, WSOYpro 2009, s. 1197–1244. (Nuutila – Ojala 2009)

Ojala, Timo, *Uudistuneet sotilasrikokset*. Helsinki, Pääesikunnan oikeudellinen osasto 2001. (Ojala 2001)

Pellonpää, Matti, *Euroopan ihmisoikeussopimus*. Helsinki, Talentum 2005. (Pellonpää 2005).

Sundberg, Tuija, *Yleiset esitutkintaperiaatteet sotilasrikosten esitutkinmassa*. Julkaisematon lissensiaatintutkimus. Helsinki, Helsingin yliopisto 2003. (Sundberg 2003)

Virolainen, Jyrki, *Johdatus prosessioikeuteen*. Teoksessa Lappalainen, Juha (toim.) – Frände, Dan – Havansi, Erkki – Koulumäki, Risto – Niemi-Kiesiläinen, Johanna – Nylund, Anna – Rautio, Jaakko – Sihto, Juha – Virolainen, Jyrki, *Prosessioikeus*. Oikeuden perusteokset. Helsinki, WSOYpro 2007, s. 39–210. (Virolainen 2007)

Virolainen, Jyrki ja Pölonen, Pasi, *Rikosprosessioikeus I: Rikosprosessin perusteet*. Helsinki, WSOY lakitieto 2003. (Virolainen – Pölonen 2003)

Viitattut oikeustapaukset

Euroopan ihmisoikeustuomioistuim

Benham v. The United Kingdom (10.6.1996).

Engel and others (8.6.1976).

Kadubec v. Slovakia (2.9.1998).

Palaoro v. Austria (23.10.1995).

Yhdistyneiden kansakuntien ihmisoikeuskomitea

Vuolanne v. Suomi (7.4.1989).

Virallislähteet

Hallituksen esitys Eduskunnalle sotilaskurinpitolaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi. (HE 87/1981 vp)

Komitean mietintö 1973:101. (KM 1973:101)

Lakivaliokunnan mietintö 5/2000 vp. (LavM 5/2000 vp)

Puolustusvoimat, *Puolustusvoimien toimintakertomus 2007*. Saatavilla <http://www.mil.fi/perustieto/julkaisut/>, viitattu 1.2.2009. (Puolustusvoimien toimintakertomus 2007)

Pääesikunnan koulutusosasto, *Sotilaan käsikirja 2006*. Helsinki 2006. (Sotilaan käsikirja 2006)

Pääesikunnan oikeudellinen osasto, pysyväisasiakirja 02:03 *Ohjeet rangaistus- ja ojennuskorttien sekä -kortistojen käytöstä*. (PE-Oikos PAK 02:03)

Pääesikunnan oikeudellinen osasto, pysyväisasiakirja 02:02 *Seuraamussuositus*. (PE-Oikos PAK 02:02)

Pääesikunnan oikeudellinen osasto, pysyväisasiakirja 02:05 *Ohje joukko-osastossa suoritettavasta esitutkinna*. (PE-Oikos PAK 02:05)

Sotilaskurinpito- ja poliisitoimintatyöryhmän osamietintö 16.6.2009. (Sotilaskurinpito- ja poliisitoimintatyöryhmä 2009)

The Role of Subprime Mortgage Securitisation in the Current Global Financial Crisis

Juho Kivi-Koskinen

English Abstract

In August 2007 the credit markets ceased to function completely. Today quite a few of those who are familiar with the recent chain of events share the view that a financial technique known as securitisation was one of the prime culprits for the credit freeze, and eventually the global financial crisis. This article studies the role of securitisation of subprime mortgages in the U.S. prior to the current global financial crisis.

It has been widely known for a long time to financial market participants and bystanders alike that the global banking system was transforming into a world of off-balance sheet and derivatives – the shadow banking system. At the same time, we have witnessed a dramatic change in the way we perceive the dynamics of becoming indebted. Securitisation, which primarily refers to banks' practice of parcelling and selling loans to other investors, has been deemed one of the main tools utilised by market operators in this metamorphosis.

Based on the present discussion, this article serves as an introduction to the following themes: (i) in what sense have securitised subprime mortgages been seen as the cause of the current financial crisis? This article focuses primarily on the securitisation of subprime assets prior to the financial crisis. Therefore, to enable an assessment of the presented possible explanations, it is necessary to describe (ii) the basics of the financial instruments and structures involved as well as the basics of subprime mortgage lending. In addition, as a byproduct of the two previous themes, (iii) this article will also review the reasons for the pre-crisis boom of subprime lending and securitisation.

This article is primarily composed of elements from two legal disciplines, law and economics, and the law of finance. Securitisation was meant to disperse risks associated with subprime lending. The aim was to share the risks with

deep-pocketed investors who were better able to absorb losses. By now it is evident that the originate-and-distribute model of selling subprime mortgages and the attendant chain of structured securities built around it has been discredited. But exactly how much of the blame should be directed towards securitisation? Securitisation is not the sole reason behind the financial crisis. Admittedly, the particular implementation of securitisation was flawed, but the technique in itself is not fundamentally wrong. With this in mind, should one go as far as to ban these recent financial innovations entirely, as has been suggested by the most critical debaters? The answer to these questions would require a further and more profound study than is possible within the scope of this article, but in the meantime one might settle for sharing Professor Bengt Holmströms' concern that a deeper understanding of the events that led to the current financial crisis should be achieved before any major regulatory changes are made.

Full Article in Finnish

Subprime-asuntoluottojen arvopaperistamisen merkityksestä nykyisessä talouskriisissä

Asiasanat: arvopaperistaminen, rahoitusinstrumentti, omaisuusvakuudellinen arvopaperi, subprime, moraalikato, epäsymmetrinen informaatio, luottoluokitus, talouskriisi, luottojohdannainen, strukturoitu rahoitus

1 Johdanto

Tutkimusaiheesta. Usean vuoden myönteisen talouskehityksen jälkeen Yhdysvalloissa puhkesi vuoden 2007 kesällä subprime-asuntoluototuksesta alkunsa saanut paikallisten asuntomarkkinoiden häiriö, kun maksukyvyltään heikoille kotitalouksille myönnettyjen lainojen takaisinmaksu vaikeutui asuntojen hintojen laskiessa. Näitä niin sanottuja subprime-asuntoluottoja oli paketoitu ja myyty eteenpäin arvopapereina, mitä kautta epävarmuus levisi ajan kuluessa laajemmin finanssimarkkinoille.¹ Alueellisesti rajattavissa ollut häiriö on globaaleilla markkinoilla ajan myötä muuttunut maa-

1 Ks. esim. Suomen Pankin nettitietopaketti rahoitusmarkkinakriisistä. URL: <http://www.bof.fi/fi/suomen_pankki/faq/rahoitusmarkkinakriisi.htm> Viittauspäivämäärä 21.10.2009.

ilmanlaajuiseksi talouskriisiksi², ja vaikutukset valtioiden reaalityalouksiin ovat olleet mittavia. Varsinaisen talouskriisin synty on ollut monen tekijän summa, ja kokonaisuutena ajatellen epäonnistunutta makrotalouspolitiikkaa voidaan perustellusti pitää globaalina kriisin pääsyynä.

Yhtenä keskeisenä syynä kriisiin on pidetty yhdysvaltalaisella pankkisektorilla vallinnutta subprime-asuntoluottokäytäntöä, jossa vähävaraisiksi luokitelluille kotitalouksille myönnettiin luottoa asunnonhankintaa varten, minä jälkeen tämä luotto myytiin markkinoilla eteenpäin arvopaperistamista hyödyntäen. Tämä käytäntö muodostui lopulta kohtalokkaaksi yhdistettynä jo pitkään jatkuneeseen pääasiassa länsimaisten kansantalouksien ylivelkaantumiseen.³ Yleisesti ajatellaankin, että yksi globaalina talouskriisiä selittävä tekijä on maksuhäiriöiden räjähdysmäinen kasvu arvopaperistettujen asuntoluottojen vakuutena olevissa subprime-asuntoluotoissa Yhdysvaltain markkinoilla, kun pankit ja sijoitusrahastot kautta maailman ovat ostaneet näitä asuntoluottoja vakuutena käytäviä joukkovelkakirjalainoja.⁴ Kriisi ja sen aikaansaama markkinoilla vallitseva luottamuspuola ovat johtaneet tilanteeseen, jossa rahoitusmarkkinoiden perusfunktio, ylijäämäsektorin varojen tehokas allokointi alijäämäsektorille, on vakavasti häiriintynyt.

Yhdysvalloissa alkaneesta subprime-kriisistä on kirjoitettu lehdissä paljon⁵, ja myös ulkomaisten akateemisten julkaisujen määrä on runsas. Kotimainen tarjonta jälkimmäisestä on kuitenkin verrattain niukkaa. Maailmantalouden ollessa edelleen kriisissä Yhdysvaltojen subprime-markkinoilta alkaneen tilanteen perimmäisiä syitä ja lopullisia vaikutuksia ei vielä tunneta, eikä siitä siten ole saatavana luotettavaa ja tarkistettua tutkimustietoa. Tätä kirjoittaessa pankit ovat maailmanlaajuisesti suorittaneet eräiden laskelmien mukaan jopa tuhannen miljardin dollarin edestä alaskirjauksia subprime-asuntoluottojen arvopaperistamisoperaatioiden epäonnistuttua. Arvioiden mukaan tämä summa ei kata vahinkoja kokonaisuudessaan, vaan kolmen

2 Yhdeksi selkeäksi virstanpylvääksi ongelmien kärjistyksessä kriisiksi on katsottu investointipankki Lehman Brothersin konkurssi syksyllä 2008.

3 TaVL 42/2008 vp, s. 3.

4 Holmström 2008, s. 1.

5 Pelkästään vuonna 2007 maailmassa julkaistiin Factivan uutisarkiston mukaan yli 150 000 subprime-aiheista artikkelia. Ks. esim. Uskali, Tero. Finanssikriisi osattiin ennustaa vain harvassa lehdessä. Helsingin Sanomat 3.11.2008. URL: <<http://www.hs.fi/maakirjoitus/artikkeli/Finanssikriisi+osattiin+ennustaa+vain+harvassa+lehdess%C3%A4/HS20081103S11MA01jh7>> Viitauspäivämäärä 28.3.2009.

ja puolen tuhannen miljardin dollarin rajapyykki saatetaan vielä helposti ylittää.⁶ Suurin osa luottotappioista on kohdistunut strukturoituihin arvopapereihin, joihin ovat sijoittaneet lähinnä rahoituskonsernien investointipankit.⁷ Kriisin vaikutukset kansakuntien reaalitalouksiin ovat olleet dramaattiset jo tähänkin päivään mennessä.

Kenneth Rogoff, IMF:n entinen pääekonomisti sekä Harvardin yliopiston taloustieteen professori toteaa Taloussanomissa, että nykyaikainen rahoitusmekanismi on onnistunut luomaan niin käsittämättömän monimutkaisen velkadynamiikan, että se ylittää normaalit tavat ajatella velkaantumisesta selviämistä. Tästä äärettömän monimutkaisesta kokonaisuudesta voidaan Rogoffin mukaan kiittää muun muassa arvopaperistamista⁸, strukturoitua rahoitusta⁹ sekä muita viime aikoina nähtyjä rahoitusinnovaatioita.¹⁰

Tutkimustehtävä ja rajaus. Tämän artikkelin tarkoituksena on käsitellä Rogoffin edellä kuvaamaa nykyaikaista ja kompleksista velkadynamiikkaa keskittymällä arvopaperistamiseen Yhdysvaltojen subprime-asuntoluottomarkkinoilla ennen ja jälkeen kriisin.¹¹ Tämä artikkeli käsittelee siten pääasiassa seuraavia talouskriisiin liittyviä kysymyksiä: (i) Pääkysymyksenä artikkelissa tarkastellaan Yhdysvaltain markkinoilla tapahtuneen subprime-asuntolainojen arvopaperistamisen merkitystä talouskriisissä nykytiedon valossa. (ii) Pääkysymyksen tutkimisen mahdollistamiseksi artikkelissa käydään läpi arvopaperistamisen perusteita sekä luonnollisesti subprime-asuntolainanantoa. (iii) Edellä mainittuja kysymyksiä tarkasteltaessa tulee artikkelissa sa-

6 Ks. Roubini, Nouriel. Roubini Predicts U.S. Losses May Reach \$3.6 Trillion. Bloomberg 20.1.2009. URL: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aS0yBnMR3USk>>, Viittauspäivämäärä 2.4.2009. Vrt. IMF:n arvioon, joka oli vielä keväällä 2009 1 000 miljardia dollaria. Artikkelia viimeistellessä syksyllä 2009 Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) arvio kriisin kokonaislaskusta on noussut jo 3 400 miljardiin dollariin, joka on jo hyvin lähellä Roubinin arviota. IMF:n hiljattain julkistaman raportin mukaan maailman pankit ovat tähän mennessä kirjanneet alas 1300 miljardia dollaria, ks. esim. Taloussanomien 30.9.2009. URL: <<http://www.taloussanomien.fi/rahoitus/2009/09/30/imf-alensi-arviotaan-luottotappioista/200921046/12>>. Viittauspäivämäärä 21.10.2009.

7 HE 175/2008 vp, s. 13.

8 Eng. *securitisation*.

9 Eng. *structured finance*.

10 Ks. Rogoff, Kenneth. Inflaatiosta tuli pienempi paha. Taloussanomien 6.12.2008. URL: <<http://www.taloussanomien.fi/ajatukset/2008/12/06/inflaatiosta-tuli-pienempi-paha/200831452/145>> Viittauspäivämäärä 29.3.2009.

11 Kriisistä yleisemmin sekä siitä ulospääsyn keinoista ja mahdollisuuksista, ks. esim. Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton 2008.

malla käytyä läpi, miksi subprime-asuntolainananto ja näiden arvopaperistaminen oli kriisiä edeltävänä ajankohtana suosittua.

Artikkelin tarkoituksena on siten toimia johdantona kirjoituksen kehyyksenä olevan globaalien talouskriisien taustalla vaikuttaneeseen Yhdysvaltain subprime-asuntoluotonantoon sekä sen yhteydessä harjoitettuun arvopaperistamiseen eli kyseisten luottojen jälkimarkkinakelpoiseksi saattamiseen¹². Artikkelin pyrkii luomaan yleiskuvan kompleksisiksi nähdystä rahoitusinstrumentti-innovaatioista, joita tavattiin subprime-markkinoilla tapahtuneissa vaikeaselkoisissa arvopaperistamisoperaatioissa sekä tämän arvopaperistamistoiminnan osallisuudesta talouskriisiin.

Artikkelissa käsiteltävään subprime-lainanantokäytäntöön liittyi huomattava moraalikato-ongelma, jonka voidaan nähdä saaneen alkunsa subprime-markkinoiden osapuolten välillä vallinneesta rahoitusinstrumentteja koskevan tiedon epätasaisesta jakautumisesta eli informaatioasymmetriasta. Subprime-asuntoluotonantoa harkitessaan luottoa myöntävillä tahoilla saattoi arvopaperistamismahdollisuuden vuoksi artikkelissa jäljempänä kuvatuin tavoin olla houkutus myöntää lainaa sellaisille kotitalouksille, joille nämä sitä eivät normaalisti, eli luottoriskin haltijoina, olisi myöntäneet.¹³

Luotonantoa käsiteltäessä artikkelin pääasialliseksi kohteeksi on rajattu asuntoluotot. Tarkastelun kannalta ei ole kuitenkaan merkitystä, mikä saatava on kyseessä, ja samoja kysymyksiä joudutaan selvittämään myös silloin, kun arvopaperistamistransaktion kohteena ovat muut saatavat. Siten

12 Arvopaperi on jälkimarkkinakelpoinen, kun sijoittaja voi käydä sillä kauppaa toisen sijoittajan kanssa. Tavallisesti kaikki osakkeet ovat jälkimarkkinakelpoisia, ja esim. sijoittajat voivat käydä kauppaa julkisesti noteeratuilla osakkeilla näille tarkoitetuilla jälkimarkkinoilla eli pörssissä. Vrt. ensimarkkinat, jolla viitataan tilanteeseen, jossa arvopaperi lasketaan (ensimmäistä kertaa) liikkeelle, esim. osakeanti.

13 Moraalikato-ongelmia on ollut kriisin johdosta havaittavissa muuallakin kuin subprime-lainanannossa ja arvopaperistamisessa. Kriisin hoito julkisin varoin, kuten IMF:n tuilla velkaantuneille valtioille ja valtioiden velkaantuneille pankeille myöntämällä tukipaketeilla, on pahentanut moraalikato-ongelmaa ja on voinut johtaa tehokkaan markkinakurin edellytysten heikkenemiseen. Tässä artikkelissa ei kuitenkaan syvennyttä näihin muihin moraalikato-näkökohtiin.

yleisesti arvopaperistamisesta esitetty pätee myös, kun arvopaperistettujen saatavien vakuutena on asuntoluottoja.¹⁴

Rakenne. Suurilta linjoiltaan artikkeli jakautuu rahoitusjuridisiin ja oikeustaloustieteellisiin ainesosiin, ja tarkemmin katsottuna neljään lukuun. Aloitan tutkimuksen selvittämällä arvopaperistamista luvussa 2, jossa käyn läpi arvopaperistamisen perusrakennetta, arvopaperistamistransaktion tavanomaisia osapuolia, arvopaperistamisessa syntyviä rahoitusinstrumentteja sekä synteettistä arvopaperistamista. Tämän jälkeen siirryn tarkastelemaan subprime-luotonantoa luvussa 3, jossa liitän yhteen luvussa 2 arvopaperistamisesta esitetyn kriisiin johtaneeseen subprime-luotonantokäytäntöön sekä käyn läpi epäsymmetrisen informaation ongelmaa subprime-lainojen ja näistä muodostettujen arvopaperien markkinoilla. Lopuksi luvussa 4 tarkoituksena on artikkelissa esitetyn nojalla tarkastella talouskriisin yhteydessä käytyä keskustelua arvopaperistamisen merkityksestä talouskriisissä.

Toivon, että artikkeli tarjoaa helppolukuisen, mutta samalla tieteellisen johdannon nykyisen talouskriisin ytimessä olleisiin rahoitusinstrumentteihin, ja että lisätietoa janoava pääsee tarvitsemansa tiedon äärelle artikkelin lähdeluettelon avulla.

2 Asuntoluoton arvopaperistaminen strukturoidun rahoituksen muotona

1970-luvulla Yhdysvalloissa alkunsa saaneella arvopaperistamisella tarkoitetaan taseen epälikvidien saamisten muuntamista sijoittajille myytävään muotoon.¹⁵ Tepora määrittelee arvopaperistamisen tarkoittavan lukumääräisesti suuren homogeenisen lainakannan, taikka ylipäänsä minkä tahan-

14 Tepora 1995, s. 171. Muut subprime-luotot, kuten luottokortti- ja autoluotot, jäävät vain maininnan tasolle. Minkälaisia taloudellisia leivottomuuksia rahoitusmarkkinoilla on kriisin puhkeamisen ympärillä lisäksi havaittu, ks. tarkemmin esim. Liikanen 2007.

15 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 7. Moderneja arvopaperistamisia on myös tehty Englannissa 1980-luvulta lähtien. Arvopaperistamisia on lisäksi tehty mm. Ranskassa, Saksassa ja Ruotsissa. Ks. myös *ibid.*, s. 11–12. Arvopaperistaminen yleistyi maailmalla 1990-luvulla sitä mukaa, kun eri maiden lainsäädännöt sallivat kyseisiä järjestelyjä. Lisäksi mm. pankkien kansainvälisen vakavaraisuussääntelyn voimaan tulo 1988 jälkeen loi kannustimen taseiden muokkaamiseen arvopaperistamisen avulla (ns. Basel I -järjestelmä). Tarkempia tietoja volyymeista ja kehityksestä eri maissa ks. Taylor: *The Development of Securitisation in Europe*, teoksessa *Värdepapperisering – Securitisation 1995*, toim. Månsson – Andersson, s. 217.

sa saatavakannan, kokoamiseksi yhteen siten, että muodostettu laina- tai saatavapooli muutetaan jälkimarkkinakelpoiseksi arvopaperiksi. Tämän jälkeen kyseinen arvopaperi voidaan myydä ulkopuolisille sijoittajille.¹⁶ Kuten nykyäänkin, myös ensimmäisissä Yhdysvalloissa 1970-luvulla toteutetuissa transaktioissa erillisyyhtiö rahoitti saatavakannan oston laskemalla liikkeelle asuntoluotoista muodostetun joukkovelkakirjalainan.¹⁷

Käytännössä arvopaperistamalla siis myydään oikeudet johonkin tulevaan saamiseen, ja rahat tästä myynnistä saadaan käyttöön välittömästi.¹⁸ Tässä mielessä arvopaperistaminen muistuttaa toista rahoitusmuotoa, factoring-rahoitusta eli laskusaatavien edelleen luototusta.¹⁹ Arvopaperistettaviin lainatyyppeihin kuuluvat nykyisin paitsi asuntolainat myös esimerkiksi auto- ja luottokorttilainat.²⁰

Kriisiin johtaneessa yhdysvaltalaisessa asuntoluototuksessa asuntoluotottajat siirsivät subprime-asuntolainojen sisältämän luottoriskin pois kolmannen osapuolen kannettavaksi. Tämä saatettiin tehdä niin sanottua *perinteistä arvopaperistamisen* tekniikkaa hyödyntäen siirtämällä riski pois asuntoluotottajien taseista sijoittajille.²¹ Asuntoluottojen perinteisellä arvopaperistamisella tarkoitetaan menettelyä, jossa esimerkiksi pankki kokoaa taseestaan joukon asuntoluottoja ja myy ne erikseen ja pelkästään tätä tarkoitusta varten perustetulle erillisyyhtiölle. Erillisyyhtiö taas puolestaan tyypillisesti rahoittaa

16 Tepora 1995, s. 170.

17 Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) toimi ensimmäisenä varsinaisena arvopaperistajana Yhdysvaltain markkinoilla. Ginnie Mae on liittovaltion perustama organisaatio, joka toimii myös kansainvälisillä markkinoilla ja on Yhdysvaltojen suurin arvopaperistettujen asuntoluottojen rahoittaja. Myös Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) ja Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) osallistuvat Yhdysvalloissa asuntoluottojen arvopaperistamiseen. Lisää näiden rooleista markkinoilla ks. Tepora 1995, s. 171, jossa Tepora kehottaa amerikkalaisesta asuntoluototuksesta kiinnostuneita katsomaan Walker – Korpinen, Creation of a Secondary Market Through Securitization of Loans/Assets, Defensor Legis 1992 s. 684–701. Asuntoluotottajat Fannie Mae ja Freddie Mac päätyivät syyskuussa 2008 liittovaltion haltuun. Kansallistamista perusteltiin mm. sillä, että yhtiöt ovat liian suuria, jotta ne voitaisiin päästää konkurssiin. Fannie Mae ja Freddie Mac omistavat tai takaavat yhteensä lähes puolet Yhdysvalloissa annetuista asuntoluotoista. Ks. esim. Ahotupa, Eeva. Mitä vuonna 2008 tapahtuikaan? Arvopaperi Online 31.12.2008. URL: <<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/article201044.ece>> Viittauspäivämäärä 18.3.2009.

18 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 11.

19 Tepora – Kaisto – Hakkola 2009, s. 445. Tarkemmin factoringista ks. esim. Tepora – Takki 1994.

20 Tepora 1995, s. 170, jossa todetaan myös, että periaatteessa mikä tahansa saatava voidaan arvopaperistaa, esim. vuokra, vienti tai myyntisaatava.

21 Gorton 2008, s. 19.

kaupan myymällä sijoittajille joukkovelkakirjalainan. Joukkovelkakirjalaina hinnoitellaan alkuperäisistä asuntoluotoista tulevan kassavirran nykyarvon, kulujen, vakuuksien ja riskien perusteella. Toinen yleisesti käytetty vaihtoehto on *synteettinen arvopaperistaminen*, jossa markkinoille siirretään ainoastaan arvopaperistettaviin omaisuuseriin liittyvät riskit käyttämällä luottojohdannaisia, mutta itse transaktion kohteena olevat omaisuuserät säilyvät arvopaperistamisen alullepanijan taseessa.²²

Rahoitusvälineiden innovaatioilla on kautta aikain jaettu markkinaosapuolten luottoriskejä. Arvopaperistamismenetelmien kehittyminen ja luottojohdannaiset mahdollistavat luottoriskien hajauttamisen aiempaa tehokkaammin, myös pankkisektorin ulkopuolelle. Kuusinen rinnastaa tämän artikkelin mielenkiinnon kohteena olevat subprime-lainoihin pohjautuvat instrumentit rahoitustekniikan huippunäytteeksi.²³ Luottoriskin edelleen siirtämiseen liittyy myös ongelmia ja riskejä²⁴, mistä konkreettisena esimerkkinä toimiikin subprime-asuntoluottojen ympärille strukturoitujen instrumenttien markkinoilta lauennut nykyinen markkinalevottomuus.

Suomalaisen arvopaperistamisen historia on kansainvälisesti vertailtuna lyhyt ja niukkasisältöinen. Arvopaperistamista ja sen mahdollisuuksia selvitettiin ympäristöministeriön työryhmässä syksyllä 1992.²⁵ Työryhmä päätyi

22 Gorton 2008, s. 19 ja Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 21. Synteettisestä riskinsiirrosta subprime-lainojen kohdalla, ks. esimerkiksi Gorton 2008, s. 42.

23 Kuusinen 2008, s. 255.

24 Arvopaperistamiseen liittyvistä oikeudellisista kysymyksistä ja riskeistä nimenomaan Suomen oikeusjärjestyksen kannalta ks. esim. Tepora 1995. Lyhyesti todettakoon, että Teporan mukaan arvopaperistamistransaktion velvoite- ja esineoikeudellisia pääongelmia on kolme: (1) saatavien siirto erillisyhtiölle, (2) vakuuksien siirto erillisyhtiölle sekä (3) saatavien ja vakuuksien käyttö sijoittajien saatavien vakuutena. Lisäksi Teporan mukaan oman kysymyksensä muodostaa erillisyhtiön perustaminen ja arvopaperimarkkinalakiin liittyvät seikat. Edelleen arvopaperistamistransaktiota suunniteltaessa tulee otettavaksi huomioon suomalainen verotuslainsäädäntö ja muun muassa pankkialaisuutta koskevat säännökset, ks. myös jäljempänä tämän luvun alaviite 27.

25 Valtiovarainministeriö 2004, s. 69, jossa viitataan ympäristöministeriön arvopaperistamistyöryhmän mietintöön 2/1993.

siihen, ettei arvopaperistamiselle ole oikeudellisia esteitä.²⁶ Suomessa ei ole voimassa arvopaperistamista koskevaa erityislainsäädäntöä tai kirjanpitosäännöstöä.²⁷

2.1 Arvopaperistamisprosessi – taseen epälikvideistä omaisuuseristä jälkimarkkinakelpoisiksi arvopapereiksi

Arvopaperistamistransaktiossa yrityksen saatavia myydään erillisyyhtiölle, joka rahoittaa oston laskemalla liikkeelle ulkopuolisille sijoittajille myytävän joukkovelkakirjalainan.²⁸ Tapahtumasarjan lopputuloksena yrityksen saavat on muutettu jälkimarkkinakelpoisiksi arvopapereiksi.

Taipalus – Korhonen – Pylkkönen katsovat arvopaperistamisprosessin olevan kolmivaiheinen. Alla oleva arvopaperistamisprosessin esittely perustuu-kin lähes täysin mainitussa lähteessä esitettyyn.

Ensiksi arvioidaan arvopaperistettaviksi kaavaillut omaisuuserät sekä määritellään niiden valintakriteerit. Arvopaperistettavat omaisuuserät (kuten asuntoluotot) kootaan yhteiseen pooliin (sammiointi) ja tämän jälkeen valitaan arvopaperistamisen liikkeeseenlaskumuoto. Tässä yhteydessä päätetään myös, toteutetaanko liikkeeseenlasku niin sanottuna *private placement*

26 Valtiovarainministeriö 2004, s. 70. Suomessa asuntoluottoja on arvopaperistanut mm. Valtion asuntorahasto. Ensimmäinen Fennica-ohjelma, jossa arvopaperistettiin aravaluottoja, tehtiin syksyllä 1995. Valtion motivaatio arvopaperistamiseen löytynee Fennica-ohjelman ajankohdasta, jolloin Suomen valtion toipuessa lamasta sen oli löydettävä rahoitusta muin keinoin kuin niukoista budjettivaroista. Fennica-ohjelma päättyi syksyllä 2007, ks. tarkemmin Valtiokonttori. URL: <<http://www.valtiokonttori.fi/vuosikertomukset/public/default.aspx?nodeid=19871&culture=fi-FI&contentlan=1>>. Viittauspäivämäärä 24.3.2009. Ks. myös Valtiovarainministeriö 2004, s. 71, jossa todetaan myös suomalaisten yritysten toteuttaneen muutamia arvopaperistamishankkeita. Esim. Metsäyhtiö M-Real arvopaperisti paperin ja kartongin myyntisaamisiaan 1990-luvun lopulla, ja Elcoteq Networks arvopaperisti omia myyntisaamisiaan vuonna 2002. Pääsääntöisesti suomalaiset arvopaperistamistransaktiot on toteutettu perustamalla erillisyyhtiö ulkomaille, ks. Palin 1997, s. 618. Kokonaisuutena arvioiden suomalaisen arvopaperistamistoiminnan voidaan katsoa melko pientä verrattuna moneen muuhun EU-maahan. Toisaalta, luotonsaannin ollessa tällä hetkellä yleisesti vaikeaa arvopaperistamisen mahdollistamille tasejärjestelyille voisi nähdä olevan kysyntää.

27 Valtiovarainministeriö 2004, s. 71. Arvopaperistamisesta on sääntelyä mm. kiinnitysluottopankkilaissa, kiinteistörahastolaissa, luottolaitoslaissa ja Finanssivalvonnan ("FIVA") antamassa ohjeistuksessa. Arvopaperistamishankkeissa tulee lähtökohtaisesti ottaa huomioon ainakin velkakirja-, arvopaperimarkkina-, henkilö- ja oikeustoimilainsäädäntö. Ks. myös HE 175/2008 vp., s. 5, jossa käsitellään selkeän toimintamuodon luomista kiinteistörahastolainsäädännön avulla suomalaisten kiinteistöjen arvopaperistamiseksi ottaen huomioon suomalaisten kiinteistö- ja rahoitusmarkkinoiden koko ja kehitysaste.

28 Ks. tarkemmin joukkovelkakirjan lajeista esim. Tuomisto 1996, s. 13.

-tyyppisenä vai julkisena liikkeeseenlaskuna²⁹. Kokonaisuudessaan ensimmäistä vaihetta kutsutaan selvittelyksi.

Selvittelyn jälkeen on vuorossa varsinainen liikkeeseenlaskurakenteen luominen. Liikkeeseenlaskulle määritellään rakenne valitsemalla, montako etuoikeusluokkaa (*tranche*³⁰) liikkeeseenlaskuun halutaan. Jokaiselle etuoikeusluokalle haetaan tässä yhteydessä luottoriskiluokitukset. Rakenteen luontiin kuuluu myös päätös siitä, siirretäänkö itse arvopaperistettavat omaisuuserät (perinteistä arvopaperistamismenetelmää hyödyntäen) vaiko ainoastaan omaisuuseriin sisältyvät riskit pois (luottojohdannaisten avulla eli synteettisesti) alullepanijan taseesta.

Lopuksi suoritetaan varsinainen liikkeeseenlaskun toteutus. Perusrakenteessa arvopaperistettavat omaisuuserät siirretään tässä vaiheessa erillisyyhtiölle (SPV eli *special purpose vehicle*³¹). Tämän lisäksi viimeiseen vaiheeseen katsotaan kuuluvan arvopaperistetun erän markkinoiminen sijoittajille ja siihen liittyvät muut toimet, esimerkiksi emissioesitteen julkaiseminen, arvopapereiden myynti sijoittajille sekä arvopaperikauppojen selvitys ja arvopapereiden säilytys.³²

Edellä kuvatusta prosessista Taipalus – Korhonen – Pylkkönen. esittävät seuraavan kuvion (kuvio 1).

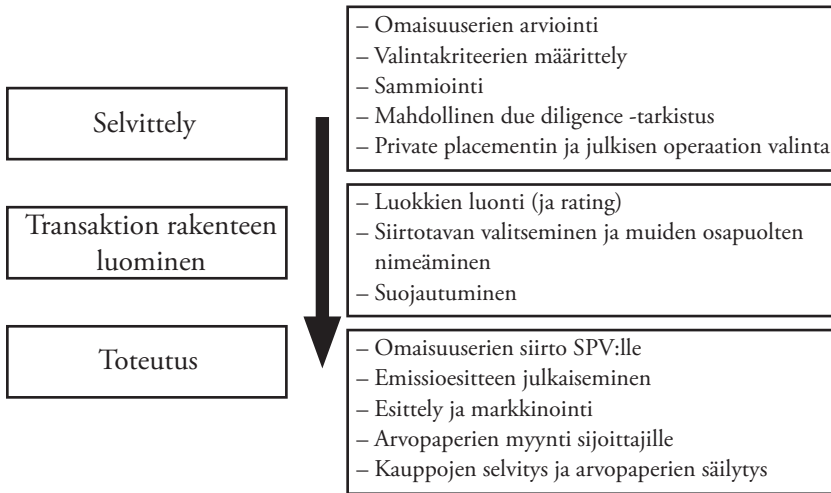
29 Private placementin vaihtoehdon ollessa julkinen liikkeellelasku on helppo päätellä, että private placementilla tarkoitetaan (joukkovelkakirjan tai muun arvopaperin) myyntiä suoraan rajatulle sijoittajajoukolle.

30 Suomeksi käytetään myös termiä siivu. Ks. etuoikeusluokista tarkemmin Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, liite 2. Käsittelen etuoikeusluokkarakenteen muodostamista eli siivuttamista myös jäljempänä luvussa 2.2.

31 Samasta asiasta käytetään myös termiä SPE eli *special purpose entity*. FIVA:n mukaan erillisyyhtiöllä tarkoitetaan koti- ja ulkomaista yhtiötä, jonka yksinomaisena tarkoituksena on omistaa yhtiölle luovutettuja yksilöityjä saamisista, ja joka purkautuu sen jälkeen, kun se on saanut maksun näistä saamisista, ks. Rahoitustarkastus ("RATA") 1996, s. 1. (Saatavista mahdollisesti kertynyt ylijäämä palautetaan yleensä alullepanijalle esimerkiksi hallinnointipalkkiona. Erillisyyhtiön toimintakausi voi tosin kattaa useamman kuin yhden transaktion, sillä saman erillisyyhtiön avulla voidaan arvopaperistaa myös useiden eri velkojien saatavia. Ks. tarkemmin Palin 1997, s. 618.) Lisäksi FIVA:n mukaan erillisyyhtiö ei ole laissa luottolaitostoiminnasta 9.2.2007/121 ("luottolaitoslaki") tarkoitettu luottolaitos, sillä erillisyyhtiö ei harjoita luottojen tai muun rahoituksen tarjoamista yleisölle. Sen sijaan erillisyyhtiötä on pidettävä luottolaitoslaissa mainittuna rahoituslaitoksena, *ibid.*, s. 3.

32 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 12–13.

Kuvio 1. Arvopaperistamisen kolmivaiheinen prosessi



Lähde: Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 13.

2.2 Arvopaperistamistransaktion osapuolet, rakenne ja etuoikeusluokittelu

Useimmilla arvopaperistamistransaktioilla on sama perusrakenne, mutta jäljempänä luvussa 2.4 käsiteltävät synteettiset rakenteet muodostavat tästä poikkeuksen. Perinteisessä arvopaperistamisessa alullepanija³³ erottaa taseestaan arvopaperistettavat omaisuuserät.³⁴

33 Alullepanijasta käytetään myös termiä originaattori, joka juontaa juurensa sen englantinkielisestä vastineesta *originator*.

34 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 14. Erien valinnassa ovat mukana myös luottoluokittajat. Heidän tehtävänä on lyhyesti todettuna neuvoa alullepanijaa arvopaperistettavien omaisuuserien valinnassa sekä määrittää luottoluokitus rakenteen eri osille. Luottoluokittajien tiivistä mukanaoloa arvopaperistamisprosessissa ei tässä artikkelissa ole erikseen mahdollista käsitellä, ja esim. omana lisäkysymyksenään voisi tutkia sitä, minkälaisen jännitteen aiheuttaa luottoluokituksen samanaikainen regulatiivinen tai valvonnallinen sekä markkinoinnillinen rooli arvopaperistamistransaktioissa. Lisäksi toinen jännite luottoluokittajien toiminnassa, jonka voidaan katsoa muodostuvan siitä, että luottoriskiluokittajat usein järjestelivät ja luokittelivat arvopaperistamistransaktion luokituksen tilaajan eli alullepanijan toimeksiannosta, muodostaa oman mielenkiintoisen aihealueensa, mutta tätäkään ei ole mahdollista tarkastella tässä yhteydessä enempää. Lyhyesti todettakoon, että luottoriskiluokittelijat antoivat matalia tappioennusteita aina vuoden 2007 puoleenväliin asti, jolloin markkinoilla oli jo merkkejä vakavista ongelmista. Ks. tästä lisää esim. Calomiris 2008, mm. s. 35 ja tarkemmin vielä esim. Ashcraft – Schuermann 2008, s. 36.

Alullepanija ryhtyy järjestelyyn varaintarpeen vuoksi, ja hankkiakseen rahoitusta tämä myy saatavakannan erillisyhtiölle. Erillisyhtiö on nimenomaisesti vain tätä transaktiota varten perustettu yhtiö, eikä alullepanija omista tätä.³⁵ Rahoittaakseen saatavakannan oston erillisyhtiö suoraan tai perustamansa trustin³⁶ kautta laskee liikkeelle joukkovelkakirjalainan (tai muita arvopapereita³⁷), joka on samansuuruinen ja maturiteetiltaan³⁸ samanpituinen kuin ostamaansa saatavakantaan kuuluvat lainatkin³⁹.

Erillisyhtiön liikkeeseenlaskemat joukkolainat on yleensä siivutettu. Tämä siivuttaminen voidaan myös nähdä subordinoidun eli etuoikeusluokitellun rakenteen muodostamisena. Tällä tarkoitetaan sitä, että arvopaperin liikkeeseenlasku on jaettu useampiin eri etuoikeudella varustettuihin etuoikeusluokkiin.⁴⁰ Etuoikeudella ja etuoikeusluokkarakenteella tarkoitetaan järjestelyyn sijoittaneiden etuoikeutta saada siihen liittyviä maksuja, kuten korkotai pääomamaksuja.⁴¹ Etuoikeusluokkien järjestys määrää myös tappioiden jakautumisen järjestelyn osapuolten kesken sen voimassaoloaikana.⁴²

Etuoikeusluokkiin jakamisen voidaan siten nähdä olevan sijoittajien saamia turvaava mekanismi. Rahoitusjärjestelyn tappiot jaetaan sijoittajien kesken siivujen osoittamassa järjestyksessä. Eri etuoikeusluokkaan oikeutavia siivuja kutsutaan *senior-* ja *junior-siivuuksi*, joista jälkimmäiseen luok-

35 Ks. tarkemmin erillisyhtiöstä Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 14–15, jossa todetaan, että erillisyhtiön tapauksessa sijoittajan on kiinnitettävä huomiota etenkin kahteen seikkaan. Erillisyhtiön tulee ensinnäkin olla täysin alullepanijasta riippumaton yksikkö (ns. *bankruptcy remote*), mutta yhtiömuodoltaan se voidaan perustaa maan lainsäädännön mukaan hyvinkin eri tavoin. Toiseksi omaisuuserien siirron originaattorilta erillisyhtiölle täytyy tapahtua juridisesti ”pätevän todellisen myynnin kautta” (*true sale -kriteeristö*). Tämä tarkoittaa sitä, että alullepanijan kaikkien oikeuksien myytäviin omaisuuseriin on katsottava peruuttamattomasti päättyneen omaisuuserien myyntiin. Ks. tarkemmin true sale -kriteeristöä, Palin 1997.

36 Ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 16, jossa trustin käsitettä selvennetään toteamalla, että Suomen lainsäädännössä trustia vastaisi lähinnä säätiö tai yhdistys. Trust kuuluu nimenomaan amerikkalaiseen ja englantilaiseen juridiseen kulttuuriin. Ks. lisäksi Tuomisto 1996, s. 57, jonka mukaan trust-järjestelyn tavoitteena on turvata arvopaperistamistransaktion toteutuminen ja estää väärinkäytösten mahdollisuutta.

37 Ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 15. Liikkeeseen lasketut arvopaperit ovat tavallisesti pitkiä joukkovelkakirjalainoja. Ne voivat kuitenkin olla myös lyhyitä yritysrapereita, rahasto-osuuksia tai jopa osakkeita.

38 Maturiteetilla tarkoitetaan taloustieteellisessä yhteydessä joukko(velkakirja)lainan laina- eli juoksuaikaa, jonka kuluessa laina maksetaan takaisin.

39 Liikkeeseenlasketun arvopaperin erääntymisestä ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 15.

40 Ks. myös edellä luku 2.1, alaviite 30.

41 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 156.

42 Luottolaitoslaki 61 §.

kaan kuuluvat ovat senior-siivulle alisteisia. Mahdolliset syntyvät tappiot allokoidaan siten ensiksi ”nuorimpaan” junior-siivuun⁴³, minkä jälkeen siirrytään tarpeen vaatiessa aina seuraavana etuoikeusjärjestyksessä olevaan siivuun.⁴⁴ Korkeamman riskin johdosta junior-siivujen haltijat voivat odottaa korkeimpia korkotuottoja. Järjestelyn tarkoituksena on kasvattaa saatavilla olevan rahoituksen määrää ja varmistaa, että senior-siivut voivat ylipäättään saada parhaimman luottoluokituksen AAA, sillä kantavathan nimenomaan junior-siivut ensimmäisen osuuden järjestelyn mahdollisista tappioista.⁴⁵

Etuoikeusjärjestyksen viimeisenä ja siten ”nuorimpana” oleva siivu on rakenteen luottoriskiluokittamaton arvopaperiosa, jota ominaisuuksiensa vuoksi voidaan verrata tavalliseen osakkeeseen.⁴⁶ Tätä emission eniten riskejä sisältävää osaa kutsutaankin osakeosaksi⁴⁷. Kaikki tappiot kohdistetaan ensin osakeosaan, jonka jälkeen tappiot kohdistetaan junior-siivuihin. Parhaimman etuoikeuden senior-siivuihin sijoittaneet kärsivät luottotappioita viimeisinä, kun muiden siivujen haltijat ovat jo menettäneet sijoituksensa.⁴⁸ Varsinkin senior-siivuille on usein hankittu takaus luottojen takaamiseen erikoistuneelta vakuutusyhtiöltä. Kriisin yhteydessä esimerkiksi vakuutusyhtiö AIG (American International Group Inc.) joutui vaikeuksiin juuri tämänkaltaisen takaustoiminnan seurauksena.⁴⁹

Emission luottoriskiluokituksesta (*rating*) huolehtii luottoriskiluokittaja.⁵⁰ Arvopaperistamisjärjestelyn muista osapuolista hallinnoija (*servicer*) hallinnoi arvopaperistettavia omaisuuseriä ja niihin liittyviä mahdollisia kassavirtoja erillisyhtiön lukuun. Myös alullepanija itse voi olla hallinnoija.⁵¹ Järjestäjä (*underwriter*) auttaa transaktion liikkeeseenlaskussa ja transaktiomuo-

43 Eng. most junior tranche.

44 Demyanyk – Hemert 2008, s. 34.

45 Wood 2008, s. 453. Luottoriskiluokituksista AAA tarkoittaa tavallisesti kaikkein paras-ta luokkaa, ja tälle alisteisia ovat kaikki luottoriskiluokat, joilla on korkeampi luottoriski, kuten B- ja C-luottoriskiluokituksella liikkeeseenlasketut arvopaperit.

46 Kauko 2008, s. 6. Ks. myös Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, liite 2.

47 Eng. *equity tranche*.

48 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 155.

49 Kauko 2008, s. 6.

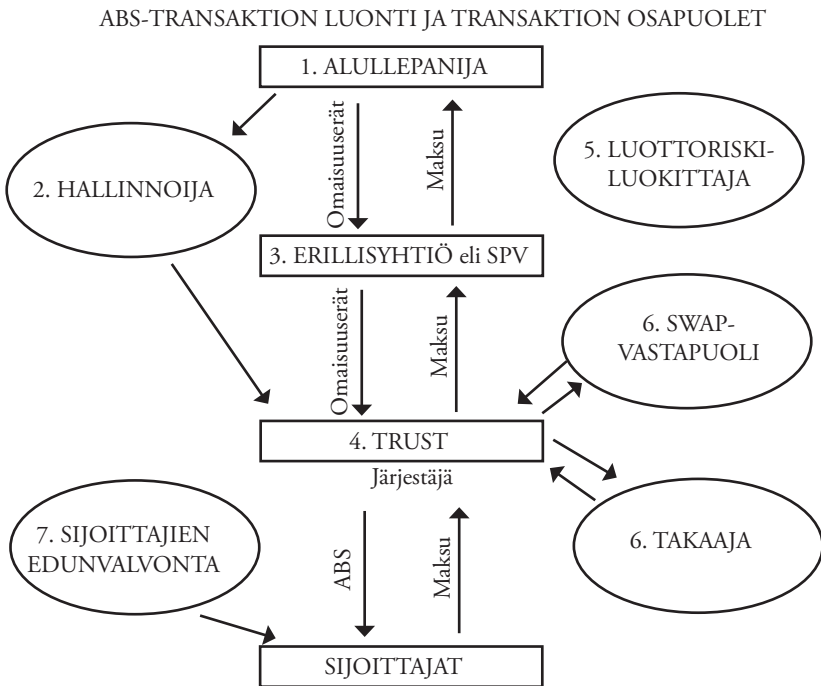
50 Kansainvälisesti tunnettuja luottoriskiluokittajia ovat mm. Standard and Poor’s, Moody’s sekä Fitch. Ks. luottoriskiluokitus toimintaan liittyvistä ongelmista edellä alaviite 34.

51 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 16. Ks. myös Tepora 1995, s. 173, jossa todetaan asuntolainapoolin hallinnoijasta, että tämä huolehtii käytännön toimenpiteistä asuntolainan hoidossa eli vastaanottaa lyhennykset ja koron maksut, perii myöhästyneet maksut sekä välittää nämä edelleen erillisyhtiölle.

don suunnittelussa. Arvopaperistettävien omaisuuserien mukaan toivotun riskiprofiilin saavuttamiseksi voidaan poolin tueksi tarvita joko erillinen takaaja (*credit enhancer*) tai swap-osapuoli.⁵²

Sijoittajien edunvalvonta voidaan suorittaa erillisen tahon kautta. Englannin kielessä tätä tahoa kutsutaan termillä *trustee*.⁵³

Kuvio 2. Arvopaperistamisen perusrakenne: omaisuusvakuudelliset arvopaperit (ABS eli *asset-backed securities*)



Lähde: Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 16.

52 Ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 16, jossa todetaan, että swap-osapuolia tarvitaan yleensä joko korko- tai valuuttavaihtosopimusten vastapuoliksi. Tämä ”korkovakuutus” tai ”valuuttakurssimuutosvakuutus” tarvitaan yleensä siksi, ettei esimerkiksi järjestelyyn liittyvä korko- tai valuuttakurssiriski jää yksinomaan ulkopuolisten sijoittajien kannettavaksi.

53 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 16. Usein trusteeena toimii tilintarkastaja tai tilintarkastusyhteisö. Trustee on katsottu tarpeelliseksi, sillä alullepanijan kiinnostus valvoa arvopaperistettujen omaisuuserien arvon kehitystä voi usein olennaisesti heiketä sen jälkeen kun se on myynyt ne edelleen erillisyhtiölle. Lisäksi, alullepanija saattaa toimia luovutuksen jälkeenkin näiden erien hallinnoijana. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 45.

2.3 Arvopaperistamisessa syntyvät instrumentit

Arvopaperistamisessa syntyvistä instrumenteista käytetään yläkäsitteenä termiä omaisuusvakuudellinen arvopaperi, jonka englanninkielinen ja yleisemmin käytössä oleva vastine on ABS (*asset-backed securities*).⁵⁴ Eri instrumentit jaotellaan keskenään (erillisyhtiön liikkeelle laskemien) arvopaperin vakuutena olevan (alullepanijan taseesta erotetun) omaisuuden perusteella. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen jakavat nämä arvopaperistamisella syntyvät rahoitusinstrumentit kolmeen perusrakenteeseen, joista ensimmäisestä ryhmästä he käyttävät samaa nimitystä kuin arvopaperistamisella muodostettujen instrumenttien yläkäsitteestä.⁵⁵ ABS voidaan siten hahmottaa termin laajassa merkityksessä, jolloin se kattaa käsitteenä koko arvopaperistamisella muodostettujen instrumenttien massan, taikka suppeassa mielessä, jolloin se on käsitettävä Taipalus et al. esittämällä tavalla yhtenä instrumenttityyppinä muiden arvopaperistamisella muodostettavien rahoitusinstrumenttien joukossa.

Kolmesta perustyyppistä ABS-tyyppisissä ja MBS (*mortgage-backed securities*)-tyyppisissä instrumenteissa vakuusmassa on homogeenista ja niissä käytetään yleisesti suljettua poolirakennetta, eli vakuusmassa ei muutu liikkeeseenlaskun tapahduttua. Yleensä vakuusmassa onkin homogeenista, mutta kolmannessa tyyppisissä eli CDO:ssa (*collateralised debt obligation*) vakuusmateriaali on tyyppillisesti huomattavan monimuotoista.⁵⁶ Seuraavaksi läpikäytävä termistö on vakiintunutta ammattikieltä, ja Wood toteaaakin, että instrumenttien nimien ollessa rahoitusmaailman toimijoiden käytännöstä lähtöisin, ne saattavat olla vain ohikiitävä trendi.⁵⁷ Alla oleva kuvio 3 toimii hyvin termistöä selkeyttävänä työkaluna.

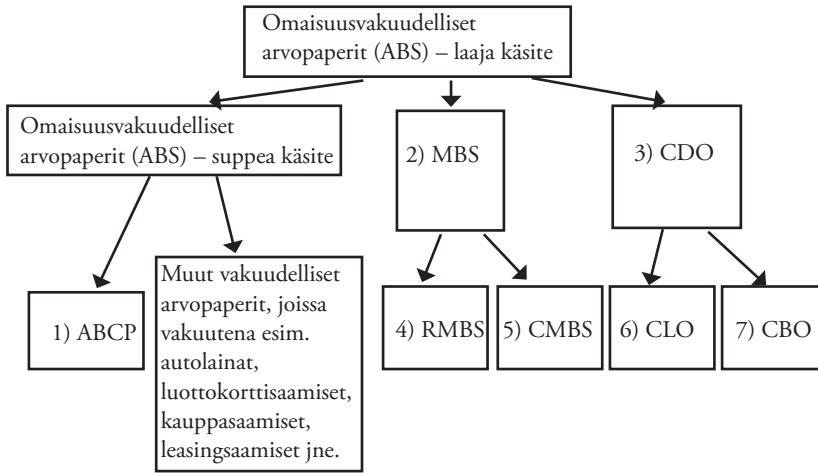
54 Wood 2008, s. 452.

55 Ks. sekä Wood 2008, s. 452 että Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 16–17.

56 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 18.

57 Wood 2008, s. 452.

Kuvio 3. Arvopaperistamisessa syntyvät instrumentit



- 1) ABCP = asset backed commercial paper
 2) MBS = mortgage-backed securities
 3) CDO = collateralised debt obligations
 4) RMBS = residential mortgage backed securities
 5) CMBS = commercial mortgage backed securities
 6) CLO = collateralised loan obligations
 7) CBO = collateralised bond obligations

Lähde: Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 17.

2.3.1 Asset-Backed Security (ABS)

ABS on suppeassa mielessä käsitettynä instrumentti, jonka muodostumisen perusrakenne vastaa täysin luvuissa 2.1 ja 2.2 esitettyä. ABS:ien ja seuraavassa kappaleessa 2.3.2 tarkemmin käsiteltävien MBS:ien erona on poolin (eli vakuusmassan) sisältö. Pooli toimii liikkeeseenlaskettujen arvopapereiden vakuutena. ABS-pooli koostuu useimmiten autolainoista, opintolainoista, luottokorttisaatavista, tuotantosaatavista sekä muiden samankaltaisten välineiden leasing-tuotoista.⁵⁸ On tärkeä huomata, että omaisuusvakuudelliset arvopaperit (ABS:t, MBS:t, CDO:t ynnä muut) yleensä eroavat muista jälkimarkkinakelpoisista velkasitoumuksista siinä, että näiden luottokelpoisuus perustuu pelkästään pooliin valittujen omaisuuserien luottokelpoisuuteen eikä niinkään alullepanijan maksukyvykkyyteen kuten tavallisissa joukkolainoissa.⁵⁹

⁵⁸ Uusimpia omaisuuseriä tässä joukossa edustavat vakuutuspreemiot, terveydenhuolto-saatavat, erilaiset rojalTIMaksut, pienyritysten lainat ja verosaatavat, ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 17–18.

⁵⁹ Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 17–18.

2.3.2 Mortgage-Backed Security (MBS)

MBS on instrumentti, joka sekin vastaa rakenteeltaan hyvin pitkälle luvuissa 2.1 ja 2.2 esitettyä perusrakennetta. MBS-poolissa vakuutena on aina kiinnitysluottolainoja.⁶⁰

Yläkäsite MBS voidaan kuviossa 3 havainnollistetulla tavalla jakaa kiinnitysluottolainojen tyyppin mukaan CMBS:ään (*commercial mortgage-backed security*) ja RMBS:ään (*residential mortgage-backed security*). CMBS:ää taakaavassa poolissa on liikehuoneistolainoja⁶¹ ja RMBS:ssä asuntolainoja vakuuksineen.⁶² Gorton puhuu *subprime RMBS* -instrumenteista, kun hän käsittelee arvopaperistamisella luotuja instrumentteja, joissa instrumentin vakuutena toimi subprime-asuntoluotoista muodostettu pooli.⁶³

Edellä kuviossa 2 esitettyä arvopaperistamistransaktiomallia voidaan käyttää apuna myös sellaisen arvopaperistamistransaktion hahmottamisessa, jossa arvopapereiden vakuutena on asuntoluottoja (eli lopputuloksena saadaan RMBS-instrumentti). Nämä instrumentit olivat osaltaan subprime-kriisin ytimessä, kun subprime-asuntoluotoista muodostettiin jälkimarkkinakelpoisia rahoitusinstrumentteja kuten RMBS:iä. Näitä saatettiin myydä vielä eteenpäin monimutkaisempiin CDO-rakenteisiin, joita käsitellen seuraavaksi lyhyesti.

2.3.3 Collateralised Debt Obligation (CDO)

CDO-instrumentit⁶⁴ poikkeavat hieman edellä esitetyistä. Erot syntyvät pooleihin sisällytettävästä materiaalista, sillä niiden vakuusmateriaalin ei

60 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 18. Samassa todetaan, että kiinnitysluotot voivat olla luonteeltaan joko kiinteä- tai vaihtuvakorkoisia, ja niiden maturiteetti voi vaihdella paljonkin. Yleisesti lainat ovat kuitenkin pituudeltaan 7–15 vuotta, joskin Yhdysvalloissa käytössä on myös hyvin pitkiä maturiteetteja.

61 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 18. ”CMBS:ssä voi vakuutena olla joko yksittäinen kiinnitetty kiinteistökohte tai yhteinen kiinteistöomaisuus, joka on muodostettu usein samassa maassa olevista omistuksista.”

62 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 18, jossa myös laajempi esitys kuviossa 3 esitetyistä sijoitusinstrumenteista.

63 Ks. Gorton 2008.

64 Vapaasti suomennettuna CDO tarkoittaa vakuudellista (joukko)velkakirjaa. CDO on nähty myös ns. kaksinkertaisen arvopaperistamisen lopputuloksena, jolloin CDO asuntolainojen tapauksessa olisi MBS-poolin (ks. edellä 2.4.2) arvopaperistamisesta seurannut instrumentti. Ks. tästä lisää esim. The Economist 15.3.2008. URL: <http://www.economist.com/specialreports/displaystory.cfm?story_id=11325452> Viittauspäivämäärä 18.3.2009.

tarvitse olla homogeenista.⁶⁵ MBS:iä, joiden vakuutena toimi subprime-asuntoluotoista muodostettu pooli, oli talouskriisiä edeltävänä ajankohtana usein myyty, tai käytännöllisemmin ilmaistuna, liitetty osaksi CDO-rakennelmia.⁶⁶

Perusrakenteeltaan CDO:t ovat jokseenkin samankaltaisia kuin ABS:t. CDO:t voidaan toteuttaa joko niin sanottuna tase-CDO:na (*balance sheet CDO*) tai arbitraasi-CDO:na (*arbitrage CDO*). Tase-CDO:ssa vakuutena oleva materiaali kerätään alullepanijoiden taseista. Arbitraasi-CDO:issa vakuutena oleva materiaali hankitaan markkinoilta useammasta lähteestä.

Myös CDO:t voidaan jaotella pääosin kahteen luokkaan niiden vakuutena olevan poolin omaisuuserien mukaisesti. CBO:iden (*collateralised bond obligations*) vakuutena olevassa poolissa on joukkovelkakirjalainoja, joiden liikkeeseenlaskijoina on joko yrityksiä tai muita velallisia. CLO:iden (*collateralised loan obligations*) vakuutena oleva pooli taas koostuu pankkien yrityksille myöntämistä lainoista.⁶⁷ Woodin mukaan termi CDO toimii CBO- ja CLO-instrumenttien yläkäsitteenä, mutta jatkaa, että CDO voi pitää sisällään myös muuntyyppistä ainesta.⁶⁸

Markkinoilla oli ennen kriisiä huomattava määrä CDO-rakenteita, jotka sisälsivät subprime RMBS:iä, ja tämä instrumentti olikin yksi monimutkaisimmista rahoitusnovaatioista markkinoilla.

2.4 Synteettinen arvopaperistaminen

True sale -kriteeristö⁶⁹ täyttymisen merkitys mielletään kiistattomaksi perinteisessä arvopaperistamisessa. Synteettisissä rakenteissa asia on toisin. Näissä todellisen myynnin toteutuminen ei ole välttämätöntä, sillä

65 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 18. Samassa selvennetään, että CDO-pooleihin voidaan sisällyttää esim. joukkovelkakirjalainoja, lainoja, kehittyvien valtioiden lainoja, ABS:iä, RMBS:iä ja CMBS:iä. Lisäksi CDO:iden vakuutena oleva pooli voi muuttua ajan mittaan ja usein CDO-poolia hoidetaankin aktiivisesti.

66 Gorton 2008, s. 4.

67 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 19–20. Näiden lisäksi Yhdysvalloissa esim. seuraavat instrumenttinimikkeet luetaan kuuluviksi CDO:ihin: Arbitrage CBO, Cash Flow CDO, CBO of ABS, Synthetic Arbitrage CLO, Balance Sheet CLO, EMCBO, Synthetic CDO, Investment Grade CBO, Market Value CDO, Repacks, Re-REMICs ja CBO of Real Estate.

68 Wood 2008, s. 452.

69 Ks. edellä luku 2.2, alaviite 32.

omaisuuseriä ei myydä, vaan niihin liittyvät riskit siirretään muilla keinoin markkinoille. Keskeisinä eroina perinteisiin rakenteisiin verrattuna on mitavampi johdannaisten käyttö sekä alullepanijan motivaatio.⁷⁰ Synteettisellä rakenteella haetaan suojaa alkuperäisten velallisten mahdollisia maksukyvyttömyystilanteita vastaan ja tällaisessa tilanteessa syntyviltä luottotappioilta. Tässä mielessä synteettisen rakenteen käyttö voidaan mieltää vakuutuksenomaiseksi.⁷¹

Luottoriskin myyminen tapahtuu synteettisessä rakenteessa luottojohdannaisten avulla. CDS (*credit default swap*)⁷² on luottojohdannaissopimus⁷³, joka tehdään silloin, kun CDS:n ostaja (eli alullepanija) haluaa suojaa alkuperäisten velallistensa maksukyvyttömyystilanteita vastaan. Synteettisessä arvopaperistamisessa peruslähtökohtana on siten alullepanijan, suojan ostajan, referenssiomaisuuteen⁷⁴ kohdistuvan luottoriskin myyminen suojauksen myyjälle. Suojan myyjänä on tavallisesti erillisyhtiö⁷⁵, joka saa jaksoit-

70 Synteettiselle arvopaperistamiselle on ominaista, että se voidaan toteuttaa useilla eri tavoilla eikä synteettisestä arvopaperistamistransaktiosta voida kokoavasti esittää samalla tavoin perusmallia kuin perinteisestä. Ns. perusmallin puuttumiseen vaikuttaa myös Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 21 esitetty, jonka mukaan synteettinen markkina on hyvin nuori, ja että ensimmäinen synteettinen transaktio tehtiin vasta vuonna 1997. Niinpä asiaa on luontevaa hahmottaa vertailemalla sen eroja suhteessa perinteiseen arvopaperistamiseen. Synteettisistä rakenteista tarkemmin ks. esim. Bell – Dawson 2002, s. 555, jossa käytetään kahtiajakoa rahoitettu ja rahoittamaton synteettinen arvopaperistaminen (*funded and unfunded securitization*). Rahoitettu muistuttaa perinteistä arvopaperistamista erillisyhtiöineen, kun taas rahoittamaton synteettinen arvopaperistaminen muistuttaa enemmän puhdasta luottojohdannaissopimusta.

71 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 20–21.

72 Suomeksi on yleisesti käytössä termi luottoriskiswap.

73 Ks. luottojohdannaisista tarkemmin RATA 2000. Luottojohdannainen on yleistermi niille erilaisille rahoitusinstrumenteille, joilla pyritään luottoriskin tehokkaaseen hallintaan. Luottojohdannaisia on useita erilaisia, mutta tyypillisesti kyse on optio- tai swapytyypisistä sopimuksista. Yleisimmät luottojohdannaistyyppit ovat CDS, *total return swap* (TRS) ja *credit linked note* (CLN). Esim. luottolaitoksen motiivina tehdä luottojohdannaissopimuksia voi olla riskikeskittymien vähentäminen, luottolimiittien vapauttaminen uusiin sopimuksiin tai synteettisten sijoituskohteiden luonti. Ks. Mannio 1997, s. 246, jossa johdannainen määritellään sijoitusinstrumentiksi, jonka arvo perustuu jonkin toisen hyödykkeen (esimerkiksi arvopaperin, indeksin, valuutan, hyödykkeen tai oikeuden) arvoon. Ts. johdannaisen tuotto johdetaan muusta hyödykkeestä. Optiot, futuurit ja termiinit ovat johdannaisia.

74 Ks. RATA 2000, s. 2, jossa referenssiomaisuudella (*reference asset / reference obligation*) tarkoitetaan lainaa tai muuta varallisuuserää, jonka perusteella luottojohdannaissopimukseen perustuvat maksut suoritetaan.

75 Ks. synteettisissä rakenteissa käytettävästä erillisyhtiöstä tarkemmin Bell – Dawson 2002, s. 558. Synteettisen arvopaperistamisen erityispiirteenä on aiemmin mainitun lisäksi se, ettei transaktiossa välttämättä ole osapuolena mukana erillisyhtiötä. Synteettisessä arvopaperistamisessa mahdollisesti käytettävä erillisyhtiö on kuitenkin toimintaidealtaan samanlainen kuin traditionaalisessakin arvopaperistamisessa, eli erillisyhtiöllä ei ole omaisuutta, työntekijöitä eikä mitään muuta toimintaa kuin osallistuminen arvopaperistamistransaktioon.

taista korvausta alullepanijan luoton suojaamisesta. Tätä korvausta vastaan CDS:n myyvä taho sitoutuu maksamaan alullepanijalle korvauksia niin sanotun maksuvelvollisuuden laukaisevan luottotapahtuman (*credit event*) eli lainanottajan maksuhäiriön varalta. Maksuvelvollisuuden laukaiseva luottotapahtuma määritellään CDS-sopimuksessa, joka siis tavallisesti viittaa sellaisen tilanteen aktualisoitumiseen, jossa alullepanija ilman CDS:ää kärsisi luottotappioita alkuperäisten velallistensa maksuhäiriöiden johdosta.⁷⁶

Synteettisessä järjestelyssä luodut rahoitusinstrumentit ovat luottoriskiä sisältäviä instrumentteja, joissa mitään omaisuuseriä ei varsinaisesti ole ostettu erillisyhtiölle. Erillisyhtiö toimii näissä rakenteissa suojauksen myyjänä, ja itse transaktion kohteena olevat omaisuuserät säilyvät alullepanijan taseessa. Synteettisessä arvopaperistamistransaktiossa yrityksen varsinaisia saatavia ei muuteta jälkimarkkinakelpoisiksi arvopapereiksi, kuten perinteisessä arvopaperistamisessa tapahtuu, vaan ainoastaan näihin saataviin liittyvä luottotappioriski. Yhteistä näille molemmille transaktioille on siten se, että transaktioiden tuloksena saataviin kohdistuvista riskeistä on vapauduttu.

2.5 Arvopaperistamiseen liitetyt yleiset sijoitusriskit

Arvopaperistettuihin eriin liittyvät samat sijoitusriskit kuin mihin tahansa kiinteä- tai vaihtuvakorkoista kassavirtaa tuottaviin instrumentteihin, joskin jokaisessa liikkeeseenlasketussa arvopaperissa on aina myös omia, täysin liikkeeseenlaskukohtaisia riskejä. Arvopaperistamiseen liittyvät riskit voidaan jaotella kahteen osaan: saataviin liittyviin riskeihin ja muihin riskeihin, mutta tiukkaa kahtiajakoa näiden välillä on vaikea suorittaa.⁷⁷

Arvopaperistamisen avulla muodostetut ABS:t (ja myös RMBS:t) ovat hinnoiltaan alttiita taloudessa tapahtuville korkotason vaihteluille, sillä ne sisältävät korkoriskiä. Korkoriskin lisäksi arvopaperistettuihin instrumentteihin liittyy usein likviditeettiriskiä eli sitä, pystyykö sijoittaja aina halutessaan myymään ostamansa arvopaperit. Kaikkien velkainstrumenttien tapaan arvopaperistettuihin instrumentteihinkin liittyy usein myös luottoriski. Luottoriski sisältyy poolissa oleviin omaisuuseriin, joissa voi esiintyä

⁷⁶ Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 20–21.

⁷⁷ Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 24–25, jossa enemmän myös ennen aikaisen takaisinmaksun riskistä sekä uudelleensijoittamisriskistä.

maksuhäiriöitä ja luottotappioita. Tämän lisäksi alullepanijan konkurssi voi luonnollisesti vaarantaa kassavirtojen keräämisen kokonaan, mikäli riittäviä varajärjestelyjä ei ole ennalta sovittuna konkurssitilanteiden varalle.⁷⁸ Muina kuin saataviin kohdistuvina riskeinä yllä esitellyn kahtiajaon mukaisesti voidaan mieltää taloustieteissä esiin tulevat informaation epäsymmetria sekä moraalikato, joista enemmän jäljempänä jaksoissa 3.2 ja 3.3.⁷⁹

3 Arvopaperistaminen subprime-asuntoluottomarkkinoilla

Käsitteellisesti on syytä huomioida, että Yhdysvaltain asuntoluottomarkkinat (*residential mortgage market*) jaetaan *prime-* ja *nonprime*-osiin. Nonprime-osa jaetaan edelleen subprime- ja Alt-A -osiin, vaikkakin näiden kahden välinen raja saattaa olla ajoittain epäselvä. Subprime-osan asiakkuuksissa nähdään olevan korkein riski maksuhäiriöiden tapahtumiselle (luottoluokituksista lisää ks. jäljempänä luvussa 3.2).⁸⁰

Sanalla *subprime* viitataan Yhdysvalloissa lainanhakijoiden ryhmään, joilla on lyhytaikainen tai huono luottotietohistoria. Asuntoluotonannossa sillä tarkoitetaan asuntolainan hakijan normaalia alhaisempaa lainan takaisinmaksukykyä. Yleensä tämä tarkoittaa sitä, että lainanhakijalla ei ole työpaikkaa, ei säännöllisiä tuloja, eikä mainittavaa varallisuutta, jonka vuoksi hän ei tavallisesti saa lainaa normaalein ehdoin.⁸¹

Subprime-asuntolaina ja sen ympärille rakennetut rahoitustuotteet ovat suhteellisen tuore ilmiö, jonka käyttö yleistyi 1990-luvun taitteessa. Taivoite kyseisessä lainanannossa on sinänsä hyvä, eli asunnon omistamisen mahdollistaminen tahoille, joilla muuten ei olisi pääsyä kyseisille markkinoille.⁸² Vuonna 2001 Yhdysvaltojen asuntolainakannasta alle 10 prosenttia oli Alt-A - tai subprime-lainoja eli niin sanottuja nonprime-lainoja. Tämän

78 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 25–26. Ks. arvopaperistamisen riskeistä myös esim. HE 77/1997 vp., luku 1.5.

79 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 26.

80 Bar-Gill 2009, s. 1076.

81 Liikanen 2007. Subprime-asuntolainanannossa luotonhakijoiden taloudellisesta asemasta oli käytössä yleiskuvaus ”no income, no job, no assets”. Näitä niin kutsuttuja NINJA-asiakkaita varten oli laadittu erillinen lyhyt raksi ruutuun -tyylinen NINJA-lomake, jolloin tavallisesti asuntolainanannossa tapahtuva vaadittavan tulotason tai vakuuden varmentaminen sivuutettiin.

82 Gorton 2008, s. 5. Ks. myös Schwarcz 2008, jossa esitetään subprime-luotonantoa puoltavia näkökohtia.

jälkeen näiden käyttöä alettiin tasaisesti lisätä.⁸³ Yksittäisen vuoden tilastoa arvioitaessa voidaan tarkastella kriisin alkua edeltävää vuotta 2006, jolloin näiden lainojen osuus myönnettyistä uusista asuntolainoista oli 34 prosenttia, mikä merkitsi, että näiden niin sanottujen nonprime-lainojen osuus koko Yhdysvaltain asuntolainakannasta nousi 23 prosenttiin.⁸⁴ Lukumääräisesti tämä tarkoittaa sitä, että pelkästään vuonna 2006 Yhdysvaltain markkinoilla solmittiin noin 3 miljoonaa subprime-luottosuhdetta.⁸⁵ Harjoitetun arvopaperistamisen volyyymiä voi puolestaan hahmottaa esimerkiksi sen avulla, että arvioiden mukaan näistä vuonna 2006 myönnettyistä luotoista jopa 80 prosenttia arvopaperistettiin.⁸⁶ Välittömästi ennen kriisin alkua eli kesällä 2007 Yhdysvaltain asuntolainakannasta jo noin 14 prosenttia oli pelkästään subprime-luottoja.⁸⁷

3.1 Subprime-asuntoluoton mekanismi ja jälkimarkkinakelpoiseksi saattaminen

Subprime-laina myönnettiin usein ajallisella rakenteella 2+28 vuotta (tai 3+27), eli ensin lainanottajalle myönnettiin kaksi (tai kolme) maksuvapaata vuotta, usein myös erittäin alhaisella kiinteällä korolla ja ilman omarahoitusosuutta. Näiden kahden (tai kolmen) vuoden jälkeen lainakorko nousi jyrkästi sekä muuttui usein vaihtuvakorkoiseksi ja samalla alkoivat myös lainan lyhennykset. Kun subprime-asuntolainoja myöntänyt pankki oli solminut arvopaperistamista ajatellen riittävän määrän luottosuhteita, tämä rakensi taseissaan olevista asuntoluotoista tarkoituksilleen sopivan kokonaisuuden eli asuntoluottopoolin. Tämän jälkeen pooli saatettiin jälkimarkkinakelpoiseksi arvopaperistamisstruktuuria hyväksi käyttäen.⁸⁸ Samalla epälikvidi ja

83 Calomiris 2008, s. 35.

84 White 2008, s. 5.

85 Bar-Gill 2009, s. 1074. Ks. myös Demyanyk – Hemert 2008.

86 Holmström 2008, s. 264.

87 Liikanen 2007. Vuoteen 2007 mennessä subprime-asuntolainoja oli eräiden arvioiden mukaan myönnetty yhteensä 1 300 miljardin dollarin edestä, ks. esim. Suomen Kuvalehti 24.8.2007. URL: <<http://suomenkuvalehti.fi/jutut/talous/kupla-joka-puhkesi>> Viittauspäivämäärä 2.12.2009.

88 Liikanen 2007. Ks. myös Gorton 2008, s. 12 sekä Ashcraft – Schuermann 2008, s. 16–17, joissa esitetään malliesimerkkejä käytännön koroista. Kiinteä korko oli usein noin 8,5 prosenttia, ja vaihtuva korko 6 prosenttia lisättynä indeksisidonnaisella korolla kuten kuuden kuukauden libor-korolla, joka oli tuohon aikaan keskimäärin 5,4 prosenttia eli yhteensä helposti noin 11 prosentin korko.

riskipitoinen omaisuus saatettiin muuntaa likvidimpään ja riskittömämpään muotoon.⁸⁹

3.2 Kohti subprime-kriisiä

Ennen kriisiä asuntoluottoja ja niistä muodostettuja MBS-rakenteita yhdisti se, että niissä oli alkuperäisinä velallisina liittovaltion tukemien luotonantolaitosten⁹⁰ prime-luokituksen saaneita lainanottajia (eli näiden laitosten ehdot täyttäviä luotonhakijoita⁹¹). Liittovaltion tukemilla laitoksilla oli käytössään siten omat luottoluokittelustandardinsa, joiden mukaisesti Jumbo-, Alt-A-, ja subprime-luottoluokituksen saaneet eivät kuuluneet laitosten normaalin luotonannon piiriin, eivätkä siten olleet näiden luottoluokittelustandardien ehtoja täyttäviä.⁹²

Subprime on luokituksen alimpänä ja tarkoittaa FICO-luottoluokitusasteissa sitä, että tällaisen asuntolainan hakijan FICO-arvo jää alle 640:n.⁹³ Subprime-lainanottajien maksukykyisyys on jo siten luotonmyöntöhetkellä vaikuttanut puutteelliselta esimerkiksi tulojen vähäisyyden, ennakkosäästöjen puutteen tai aiempien maksuhäiriöiden vuoksi.⁹⁴

89 HE 77/1997 vp., luku 1.2.

90 Eng. government-sponsored agencies/enterprises eli GSA/GSE. Tällaisia ovat esim. Fannie Mae ja Freddie Mac. Ks. näistä ja yleisemminkin Yhdysvaltain asuntorahoitusjärjestelmästä tarkemmin esim. The Evolution of the U.S. Housing Financing System – A Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets, prepared for the U.S. Department of Housing and Urban Development Office of Policy Development and Research by Integrated Financial Engineering, Inc. in April 2006.

91 Eng. conforming loans.

92 Eng non-conforming loans. Ks. tarkemmin luottoluokitteluasteikoista Ashcraft – Schuermann 2008, s. 7. Jumbo-lainassa lainasumma on suurempi kuin liittovaltion tukemien laitosten standardeissa suositellaan (käytännössä Yhdysvaltain kongressi antaa puitteet liittovaltion tukemien laitosten toiminnalle ja lainanannolle). Alt-A-luokassa velallisella on hyvät luottotiedot, mutta laina tarvitsee isomman vakuuden kuin Jumbo-lainassa (esimerkiksi siitä syystä, että lainanhakijan dokumentaatio on puutteellista vaikkapa tulojen osalta).

93 Gorton 2008, s. 7–9. FICO on Fair Isaac Companyn luoma yleisesti käytössä oleva asteikko, joka mittaa luotonottajan maksukyvyttömyysriskiä. Se, että luotonhakijan FICO-pistearvo on alle 640, tarkoittaa käytännössä sitä, että hakijan lainan takaisinmaksukyky on alle normaalin. Huomattava on myös, ettei subprime (eikä Alt-A) ole mikään virallinen termi, joka olisi jonkin tietyn viranomastahon määrittelemä, ja että subprime vaihtelee sen määrittelevän laitoksen mukaan, mutta apuna käsitteen hahmottamisessa voidaan käyttää GSA-tahojen standardeja. Lisäksi, subprime-lainat eivät ole homogeenisia, ja käsitteen sisällä on tilaa runsaallekin vaihtelulle alkuperäisen velallisen luottolaatuun ja maksukykyyn nähden.

94 Kauko 2008, s. 5.

Varsinaisessa subprime-asuntoluotonantotilanteissa subprime-lainojen myöntäjät eli arvopaperistamistransaktion alullepanijat eivät yleensä hankineet itse asiakkaitaan, vaan erilliset välittäjät ”myivät” lainoja. Välittäjät saivat palkkionsa pelkästään välitettyjen lainojen lukumäärän perusteella riskeistä riippumatta.⁹⁵

Subprime-asuntoluotonannon yhteydessä luottoriskien hallinta perustui lähes pelkästään vakuuksille, ja vakuutena toimi ainoastaan lainarahalla hankittu asunto. Koska asuntojen hinnat Yhdysvalloissa eivät toisen maailmansodan jälkeen olleet laskeneet maanlaajuisesti ja pitkäaikaisesti, asuntovakuutta pidettiin erittäin luotettavana.⁹⁶ Lisäksi tässä tilanteessa lähes maksukyvyttömätkin asiakkaat selvisivät subprime-lainanannon tiukoista korkorakenteista ja muista ehdoista ennen kriisiä vallinneiden nousevien asuntohintojen aikana. Asuntovelallinen saattoi kahden (tai kolmen) vuoden kuluttua myydä asunnon, maksaa velkansa ja ottaa uuden velan tai neuvotella subprime-laina paremmaksi lainaksi luottotietojen kohennuttua.⁹⁷ Tämä vuosien 2003 ja 2005 välille ajoittunut voimakas nousubuumi hankaloitti kytevien ongelmien havaitsemista.⁹⁸

Vuonna 2004 esitetyissä arvioissa subprime-luottopoolien tappioiden katsottiin toteutuessaan yltävän pahimmillaan 4,5 prosentin luokkaan. Arvioita tarkistettiin vuonna 2006 suunnilleen 6 prosenttiin. Tämä alhaiseksi oletettu riskitaso selittää osaltaan subprime-struktuurien suosion sijoittajien keskuudessa ja instrumenttien saamat hyvät luottoriskiluokitukset.⁹⁹

Lopulta vuonna 2006 asuntojen hintojen nousu pysähtyi ja kääntyi laskuun. Samaan aikaan korot nousivat ensin 9 prosenttiin ja myöhemmin 12 prosenttiin ja kotitaloudet ajautuivat nopeasti suuriin vaikeuksiin.¹⁰⁰ Vuonna

95 Kauko 2008, s. 5–6. Ks. välittäjistä myös Bar-Gill 2009, s. 1090, jossa todetaan välittäjien olleen yksi merkittävä tekijä kasvaneessa subprime-luotonannossa. Asuntolainanvälittäjät toimivat kaupanteon yhteydessä eräänlaisina lainanantajat ja lainanottajat yhteen saattavina henkilöinä. Vuonna 2006 välittäjät olivat osallisina 58 prosentissa myönnettyistä asuntoluotoista.

96 Kauko 2008, s. 5.

97 Liikanen 2007.

98 Demyanyk – Hemert 2008, s. II. Ks. lisäksi Gorton 2008, s. 12, jossa todetaan, että myös asuntoluotonantajien liiketoiminta perustui tälle alati nousevien asuntohintojen ajatukselle. Ks. vielä *ibid.*, s. 49. Asuntojen hintojen nousu vuosien 2001 ja 2005 välillä oli noin 55 prosenttia.

99 Calomiris 2008, s. 35.

100 Liikanen 2007.

2006 maksuhäiriöt subprime-lainamarkkinoilla lisääntyivät voimakkaasti, eivätkä asiakkaat kyenneet maksamaan lainojen korkoja, puhumattakaan lainojen lyhennyksiä.¹⁰¹ Toisaalta, miksi asiakkaat olisivat maksaneetkaan, sillä samalla kun lainan vakuutena olevan asunnon arvo laski reilusti alle lainasumman, niin asiakas pystyi luovuttamaan lainan vakuutena olleen asunnon pankille ja siten vapautua veloista yhdysvaltalaisen asuntoluotonantokäytännön mukaisesti.¹⁰²

Yllä kuvatut laiminlyönnit asuntolainojen hoidossa heijastuivat subprime-luotoista arvopaperistamalla muodostettuihin instrumentteihin. Huonon luottoluokituksen subprime RMBS- ja vastaavat rahoitusinstrumentit muuttuivat täysin arvottomiksi, eikä näille sijoituksille saanut enää suorituksia. Parhaiten luottoluokiteltujen AAA-instrumenttien luokitus romahhti.¹⁰³ Näitä parhaiten luottoluokiteltuja arvopapereita ei enää voinutkaan mieltää riskivapaiksi ja tuottaviksi. Sijoittajat menettivät luottamuksensa luottoluokituksiin, ja nämä alkoivat karttaa riskiä, minkä seurauksena sijoitusten määrä lähti jyrkkään laskuun. Lienee sanomattakin selvää, että tällä hetkellä subprime-luotonanto ja siihen liittyvä rahoitusstrukturoidi on lähes, ellei täysin, olematonta¹⁰⁴.

101 The Economist 15.3.2008. URL: <http://www.economist.com/specialreports/displaystory.cfm?story_id=11325452> Viittauspäivämäärä 18.3.2008.

102 Ks. Saarenheimo 2008, s. 31 ja 40–41. Asuntoluoton perimistä säätelevä juridiikka ja käytännöt vaihtelevat Yhdysvalloissa huomattavasti osavaltioittain, mutta yleisesti asuntoluotoissa velallisen vastuu rajoittuu vakuutena olevan asunnon arvoon. Jos maksuhäiriötilanteessa asunnon realisoinnista saatava hinta ei kata koko lainasaldoa, ei pankilla näiden luottojen kohdalla ole oikeutta periä erotusta lainanottajalta, vaan erotus jää pankin tappioksi. Yhdysvaltalaisessa asuntoluotonannossa tosin käytetään yleisesti ehtoja, joissa luotonmyöntäjälle varataan oikeus periä saatavaansa oikeusteitse. Tavallisesti edellytetään, että realisointi on tapahtunut oikeuden päätöksellä ja valvonnassa (*judicial foreclosure*). Oikeudenkäynnin korkeat kustannukset ja usein heikot edellytykset periä saatavia velalliselta johtavat siihen, että velkoja käytännössä valitsee asunnon nopean ja halvemman realisoinnin ilman oikeudenkäyntiä (*non-judicial power-of-sale foreclosure*) ja kirjaa kattamatta jäävän lainasaldon luottotappioiksi. Toisena pelotekeinona toimii luottotietojen menettäminen, mutta artikkelissa tarkastelun kohteena olevien subprime-talouksien kohdalla tämän käytännön toimivuus voidaan kyseenalaistaa lainanhakijan lähtökohtaisesta taloudellisesta tilanteesta johtuen. Oman ongelmansa subprime-luottojen arvopaperistamisessa muodostaa se, että asuntovakuudellisten arvopaperien taustalla oleva lainamassa eli subprime-asuntoluotot ovat tavallisesti peräisin useista eri osavaltioista. Eri lainoja voi siten koskea hyvin erilaiset oikeudelliset kehikot, jolloin arvopaperistamisdokumentaation tarkkuudesta riippuen tämäkin osa-alue vaikeuttaa arvopaperistettujen erien vakuutena olevan asuntoluottoon sisällön selvittämistä.

103 Schwarcz 2008, s. 4.

104 Gorton 2008, s. 51.

3.3 Kriisin keskellä – läpinäkymättömyydestä liiankin hyvään läpinäkyvyyteen

Asuntoluottokriisi on nostanut keskustelun kohteeksi arvopaperistamisessa keskeisenä riskinä olevan epäsymmetrisen informaation (*information asymmetry*) ongelman, jossa eri osapuolten välillä on katsottu subprime-luotonantossa ja näistä muodostettujen instrumenttien jälkimarkkinoilla vallinneen suuri tiedollinen epätasapaino. Arvopaperistettujen rakenteiden avulla riskiä on siirretty pois alkuperäisiltä asuntoluottojen myöntäjiltä, jolloin moraalikadon (*moral hazard*) tapaiset ongelmat ovat aktualisoituneet alkuperäisten luotonmyöntäjien ottaessa kohtuuttomia riskejä.¹⁰⁵ Kuten Kuusinen artikkelissaan toteaa, tähän arvopaperistamisen muodon mahdollisuuteen liittyy informaatioasymmetriasta kumpuava moraalikato-problematiikka. Luottoa myöntävällä taholla saattaa olla suuri houkutus myöntää luottoa myös lähes maksukyvyttömille luotonhakijoille haitallisen valikoitumisen periaatetta unohtamatta.¹⁰⁶

Arvopaperistettujen subprime-luottojen monimutkaisuudesta ja useista prosessissa mukana olleista välikäsistä johtuen läpinäkyvyys kyseisten rahoitusinstrumenttien kohdalla on ollut huono, jolloin todellinen riski on jäänyt usealle niihin sijoittaneelle taholle epäselväksi.¹⁰⁷ Luottomarkkinoille tyypillinen informaation epäsymmetrisyys tarkoittaa markkinaosapuolten välistä informaatioeroa. Luottosopimuksen osapuolet eivät tiedä toisistaan kaikkea, mitä luottopäätöksen tekemiseen tarvitaan. Epätäydellinen informaatio johtaa agentuuriongelmiin ja ilmenee myös haitallisena valikoitu-

105 Gorton 2008, s. 1. Luoton myöntämisen jälkeen moraalikato ilmenee puolestaan ongelmana, jossa velallinen saattaa toimia vasten luottosopimuksen ehtoja, ja aiheuttaa näin pankille riskejä. Ks. tästä esim. Määttä 2006, s. 27.

106 Kuusinen 2007, s. 256.

107 Gorton 2008, s. 61. Ks. myös Holmström 2008, s. 265–266, jossa hän esittää, että ongelmana ei ollut niinkään rahoitusinstrumenttien läpinäkymättömyys vaan paremmin se, että läpinäkymättömyys oli ainoastaan osittaista. Hän toteaa, että läpinäkymättömyyden, tai läpinäkyvyyden, tulee olla täydellistä ja kaikille osapuolille samansasteista, jotta sillä olisi markkinoiden likviditeettiä edesauttava vaikutus. Eräs kriisin laukeamista selittävä syy yhdistetään tietoisuuden kasvuun rahoitusinstrumenttien vakuuksina olevien poolien sisällöstä. Argumentointia voisi jatkaa sillä, että markkinoilla ei ollut ongelmia silloin, kun instrumentit olivat läpinäkymättömiä, mutta tämä selitysmalli on toisaalta haastava sisäistä, sillä se vaatisi käyttämään ennakkoehtona markkinoiden tehokkuudelle pelkäämään markkinatoimijoiden luottamusta.

misena (*adverse selection*), jolloin vaarana on rahoituksen kanavoituminen liiallista riskinottoa suosiville asiakkaille.¹⁰⁸

Käyn seuraavaksi lyhyesti läpi subprime-markkinoilla havaittua epäsymmetrisen informaation ongelmaa. Tämän jälkeen tarkastelen lyhyesti muita esitettyjä syitä talouskriisiin, josta siirryn kirjoituksen lopettavaan kappaleeseen, jossa pohdin arvopaperistamisen osallisuutta talouskriisiin.

3.3.1 Epäsymmetrinen informaatio subprime-asuntoluotonannossa

Kauko viittaa omassa kirjoituksessaan Ashcraftin ja Schuermannin hahmottelemiin epäkohtiin, joilla on ollut merkitystä subprime-lainojen ja niiden ongelmien yleistymiselle.¹⁰⁹ Jokainen niistä on jossain mielessä epäsymmetrisen informaation ilmentymä. Seuraava esitys tukeutuu Kaukon omassa kirjoituksessaan sivulla 13 käyttämään rakenteeseen. Olen jokaisen kohdan perään lisännyt suluissa kyseisissä tilanteissa potentiaaliset yleisesti oikeustaloustieteessä tunnetut ongelmat, joista jokaista olisi mahdollista tutkia erikseen tarkemmin.

1. Asuntoluotonhakijoiden puutteellinen lainaehdojen tuntemus ja ymmärrys on houkutelut heidät ottamaan maksukykyä ylittäviä luottoja. (*predatory lending*¹¹⁰)
2. Alkuperäisten luotonmyöntäjien on kannattanut myöntää riskipitoisia lainoja, sillä arvopaperistamisen järjestäjät (milloin alullepanijasta erillisiä tahoja) eivät ole voineet kovin hyvin tarkkailla velallisten maksukykyä. Sijoittajienkin ymmärrys sijoituskohteista on saattanut olla huomattavan puutteellista, eivätkä nämä ole välttämättä edes kunnolla hahmottaneet asuntovakuudellisen arvopaperin ja joukkovelkakirjalainan eroja. Sijoittajalle ammattitaitoaan tarjoavaa omaisuudenhoitajaa palkitaan tavallisesti siitä, että hän saavuttaa korkeamman tuoton kuin kollegat, jotka sijoittavat

108 Gorton 2008, s. 61.

109 Kauko 2008, s. 13.

110 *Predatory lending* -käsite viittaa tilanteeseen, jossa lainanottajan taloudellinen tilanne olisi ollut parempi ilman ("saalistus-") lainaa. Luotto ei siten tällöin lisää, vaan vähentää luotonottajan hyvinvointia. Aiheesta tarkemmin ks. Ashcraft – Schuermann, s. 75–76. Ks. myös. *ibid.*, s. 16 sekä 77–79, jossa käsitellään myös *predatory borrowing* -tyyppistä luotonottoa. Tämä ilmenee tyypillisesti luotonhakijan taholla valheellisten tietojen antamisena asuntoluottoa haettaessa.

saman riskiluokan instrumentteihin. Tällöin salkunhoitajalle syntyy houkutus sijoittaa kohteisiin kuten asuntovakuudellisiin arvopapereihin, joiden tuotto on markkinoiden arvion mukaan korkeampi kuin mitä luottoluokituksen eli odotettavissa olevan riskin perusteella voisi odottaa. (kannustinongelma, moraalikato ja päämies-agenttiongelma¹¹¹)

3. Arvopaperistamisen alullepanijoiden omat luottoarviot ovat olleet riittämättömiä, koska riskit on voinut siirtää kokonaan muille osapuolille. Lisäksi, omaisuuden- ja salkunhoitajat ovat suhtautuneet liian kriittikittömästi tarjottuihin sijoituskohteisiin. (moraalikato ja predatory lending)

4. Omaisuuserien valinnassa ovat usein mukana myös luottoriskiluokittajat, joiden tehtävänä on neuvoa arvopaperistamisen alullepanijaa (eli asuntoluottojen alkuperäistä velkojaa) omaisuuserien valinnassa.¹¹² Näiden luottoriskiluokittajien kyky analysoida arvopaperistettujen asuntolainojen riskejä on osoittanut vaillinaiseksi. (moraalikato)

Voidaan siten todeta, että tietoa asuntovakuudellisten arvopaperien vakuutena olevan poolin asuntolainoista katosi aina subprime-luottojen arvopaperistamisketjun edetessä.¹¹³ Lisäksi, niin sanottu subprime RMBS -ketju oli jo ennen subprime-asuntoluottojen arvopaperistamista vinoutunut. Asuntoja ja asuntolainoja välittävillä tahoilla oli suuremman palkkion toivossa kannustin myydä asuntoja mahdollisimman monelle asiakkaalle näiden maksukyvyistä välittämättä. Asuntoluoton myöntäneelle pankille oli houkuttelevaa laiminlyödä myöntämiensä luottojen laadunvalvonta, koska he myivät riskin välittömästi eteenpäin investointipankille, joka puolestaan strukturoinnin kautta jälleenmyi riskin sijoittajille. Perinteisestihän pankit rahoittavat myöntämänsä lainat yleisöltä keräämillään talletuksilla. Myönnetyt lainat on myös tavallisesti pidetty pankkien taseissa. Tämä on ollut

111 Epäsymmetrisen informaation takia päämies ei pysty varmistautumaan agentin toiminnasta. Tämä konkretisoituu esimerkiksi niin, että arvopaperistamisen alullepanija (agentti) haluaa paremman informaationsa valossa arvopaperistaa ja myydä sijoittajalle (päämies) ne omaisuuseränsä, jotka ovatkin todellisuudessa huonompia kuin miltä näyttää ja pitää hyvät itsellään. Tästä taasen aiheutuu päämiehelle ylimääräisiä kustannuksia, kun tämä yrittää selvittää asioiden todellista luonnetta. Voidaan myös ajatella, että agentille syntyy ylimääräisiä kustannuksia, kun tämä yrittää ”naamioida” arvopaperistamiseriä todellisuutta paremmiksi. Ks. myös Van Order 2007, s. 13–14.

112 Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 14. Ks. luottoriskiluokitus toimintaan liittyvistä ongelmista edellä luku 2.2, alaviite 34.

113 Holmström 2008, s. 264.

helppo tapa varmistaa, että pankeilla on ollut kannustin huolehtia siitä, etteivät näiden taseisiin ottamat lainansa ole liian riskipitoisia. Lisäksi, tärkein keino hallita asuntoluoton luottoriskiä, asuntoluotosta riippumatta, on varmistaa asiakkaan riittävä maksukyky. Vakuuksien asettamisella velallinen sitoutetaan luoton hoitoon ja säilytetään myös hänen maksuhalukkuutensa. Subprime-luotonannossa pankkien tasevastuu ulkoistettiin erillisyyhtiön kautta markkinoille, eikä luotonhakijoiden maksukyvykkyyden perään juurikaan katseltu. Subprime-velkojen vakuuksina saattoi toimia ainoastaan luotolla hankittu asunto, ja velasta pääsi eroon luovuttamalla asunnon avaimet pankille¹¹⁴.

3.3.2 Muut subprime-kriisin vaikutusta voimistaneet tekijät

Kohtuuhintaista likviditeettiä on ollut runsaasti markkinoilla eli arvopaperimarkkinat kykenivät välittämään kauppvoja nopeasti ja tehokkaasti, mikä on ruokkinut riskinottoa suuremman tuoton toivossa.¹¹⁵ Yhdysvaltojen markkinoille on virrannut likviditeettiä muun muassa Kiinan vaihtotaseen viime vuosien suunnattoman ylijäämän vuoksi.¹¹⁶ Uudet edellä kuvatut kehittyneiden rahoitusmarkkinoiden luomat riskipitoisemmat rahoitusinstrumentit sopivat erinomaisesti kohonneeseen riskinottohalukkuuteen, siitäkin huolimatta, että niiden sisältöä ja keskinäisiä suhteita ei tunnettu, eikä täysin tunnetta vielääkään.¹¹⁷

Korkojen nousu ja asuntojen hintojen nousun taittuminen Yhdysvalloissa johtivat subprime-luottojen maksujen laiminlyöntiin ja niihin kytkettyjen arvopapereiden arvon laskuun sekä arvopapereiden jälkimarkkinoiden ehtymiseen. Luottamuspuolan markkinoille aiheutti se, ettei kenelläkään ollut täsmällistä tietoa, kenen salkussa arvopaperit olivat ja ketkä joutuvat kirjaamaan tappioita. Tämän seurauksena pankit vähensivät luotonantoaan, mikä johti lopulta luottolamaan. Luottamuspuola laajentui Eurooppaankin, koska noin puolet kyseisistä arvopapereista oli myyty ulkomaille.¹¹⁸

114 Ks. edellä luku 3.2, alaviite 101.

115 TaVL 42/2008 vp., s. 3.

116 Ks. tarkemmin The Economist 22.1.2009. URL: http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=12972083 Viittauspäivämäärä 18.3.2009.

117 TaVL 42/2008 vp., s. 3.

118 HE 175/2008 vp., s. 15.

Taluskriisille on esitetty lukuisia muita syitä. Muun muassa Cato-instituutin mukaan Alan Greenspanin vaalima niin sanotun halvan rahan politiikka hänen ollessa Yhdysvaltain keskuspankin johdossa yhdistettynä 1990-luvun non-prime -luotonantoa edistävään deregulaatioon, olivat asuntomarkkinavääristymän taustalla. New Yorkin terrori-iskujen seurauksena uhkana koetun taantumun torjumiseksi, Greenspan leikkasi Yhdysvaltojen keskuspankin ohjauskorkoa 6,25 prosentista 1,75 prosenttiin. Sitä pienennettiin edelleen vuosina 2002 ja 2003. Korko pysyi ennätysalhaisena 1 prosentin suuruisena aina vuoden 2004 puoleenväliin asti. Tällä on nähty olleen massiivista kysyntäkuplaa luova sekä kestämatöntä asuntoluotonantoa kannustava vaikutus. Koronlasku siten lisäsi luotonantoa, joka puolestaan lisäsi asunnonostajien määrää. Tällä makrotaloudellisella vaikuttamisella on voitu katsoa olleen keskeinen merkitys taluskriisin syitä etsittäessä, ja jopa Greenspan itse on myöntänyt tämän olleen mahdollinen selitys tapahtumainkululle.¹¹⁹

4 Lopuksi

Asunto kuuluu ihmisen perustarpeisiin. Asunto on usein kotitalouksien ainoa ja siten tärkein isompi omaisuuserä. Tämän vuoksi asuntomarkkinoilla on suuri taloudellinen merkitys laajemminkin ajateltuna. Asuntomarkkinat muodostavat osaltaan kansallisten talouksien perustan. Häiriöiden syntyessä saattavat niiden vaikutukset heijastua markkinoille ympäri maailman, kuten olemme nyt globaalien taluskriisien aikana joutuneet huomaamaan. Valtiolla on siten suuret intressit osallistua asuntomarkkinoiden toimintaan. Useissa maissa valtiot kohdistavatkin lukuisia verotustoimenpiteitä, tukia ja sääntelyä asuntomarkkinoihin. Näillä toimilla on vuorostaan suuri vaikutus asunto-, ja laajemmin muidenkin markkinoiden toimivuuteen.¹²⁰

119 Ks. tarkemmin White 2008, s. 1. Huomaa myös *ibid.*, s. 2, jossa todetaan, että ahneuden ei ole katsottu lisääntyneen markkinoilla, ja ettei sen voida katsoa olevan syytä kriisiin.

120 Lyytikäinen 2008, s. 1.

Niin sanotun shadow banking -järjestelmän¹²¹ aiheuttamat vahingot asunto- ja tätä kautta rahoitusmarkkinoille ja lopuksi kansakuntien reaali talouksille herättävät ajatuksen ”spekuloija maksaa” -periaatteen käyttöönoton puolesta. Tällä hetkellä näyttää kuitenkin siltä, että viime kädessä maksajiksi joutuvat veronmaksajat ehdotettujen sekä käyttöönotettujen valtiontukitoimenpiteiden kautta. Lisäksi, viimeisimpien tietojen mukaan näyttää siltä, ettei Yhdysvaltain asuntoluottokriisi rajoittuisi ainoastaan subprime-markkinoille, vaan että laskun loppusumma kasvaa. Luottoluokitusjonossa seuraavina olevat Alt-A-asiakkaat ovat osoittaneet piirteitä kasvavista maksujen laiminlyönneistä. Häiriöt ovat jo jossain määrin pahempia kuin subprime-luottojen kohdalla.¹²²

Ajatus siitä, että markkinoilla olevan omaisuuden arvo vastaa täysin omaisuudesta markkinoilla tarjolla olevaa informaatiota, on saanut useita kolauksia viimeisen kymmenen vuoden sisällä. Viime vuosituhatvuotteen vaihteessa teknohuuman aikaan niin sanotut IT-yritykset, joiden voitontekokyky saattoi olla täysin olematonta ja tulot vaatimattomia, olivat tästä huolimatta arvostettu maailman pörseissä miljardien dollarien arvoisiksi. Subprime-kriisin yhteydessä markkinaosapuolet suuresti aliarvioivat strukturoituihin subprime-lainoja sisältäneisiin jälkimarkkinarakenteisiin liittyvät riskit. Tiedon puutteesta huolimatta, tai oikeammin tästä johtuen, jälkimarkkinakelpoitetut subprime-asuntoluotot olivat hetken aikaa markkinoiden tavoitelluin rahoitusinstrumentti.

Subprime MBS -instrumentteihin oli siivutustekniikkaa käyttäen rakennettu suojakerros asuntojen arvon laskua silmällä pitäen. Tappioiden oli tarkoitus rajoittaa ainoastaan heikon luottoluokituksen siivuihin. Sen sijaan, että suojakerros olisi ollut riittävä arvopaperistettujen erien liikkeeseenlaskun yhteydessä, kerroksen oli ajateltu kasvavan ajan kuluessa asuntojen hintojen nousun kautta. Tämä instrumenttien niin sanottu dynaamisen suojan

121 Tällä tarkoitetaan perinteisistä pankeista irrallisia rahoituslaitoksia, kuten investointipankkeja ja hedge fundeja. Nämä rahoitusinstituutiot ovat normaalisti pankkisääntelyn ulottumattomissa, mutta myös keskuspankin ns. lender-of-last-resort -avun ulottumattomissa. Ks. tarkemmin shadow banking -järjestelmän romahduksesta esim. Roubini, Nouriel. The Shadow Banking System Is Unraveling. The Financial Times 21.9.2008. URL:<http://www.ft.com/cms/s/0/622acc9e-87f1-11dd-b114-0000779fd18c.html?nclick_check=1> Viittauspäivämäärä 2.4.2009.

122 Ks. lisää The Economist 5.2.2009. URL: <http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13061713> Viittauspäivämäärä 30.3.2009.

malli toimi ainoastaan niin kauan kuin asuntojen hinnat todella nousivat.¹²³ Lisäksi, arvopaperistamisen voidaan katsoa epäonnistuneen tappioiden hajauttamisessa tarkasteltavana olevien subprime-lainojen yhteydessä, sillä ulkoistettu riski ajautui takaisin pankkien taseisiin.¹²⁴

Arvopaperistamisella on myös taipumus huonontaa luotonannon tasoa, sillä se saattaa helposti vaikuttaa heikentävästi alullepanijan vaikuttimiin tarkkailla myöntämiensä luottojen laatua. Kaikkein pahiten luotonannon kriteerit pettivät vähävaraisten asuntoluotonhakijoiden kohdalla, kun luotonannossa käytettiin arvopaperistamista riskinhallintatyökaluna.¹²⁵ Mikäli vähävaraisten vakuuksia omistamattomien omistusasumista halutaan tukea, niin viimeaikaisten tapahtumien valossa vaikuttaisi siltä, että tämä tulisi tehdä selkeiden tukitoimenpiteiden avulla, ja nähdyn kaltaista velkavivutusta välttään. Harkitsemattomien arvopaperistamistransaktioiden on katsottu aiheuttaneen systeemisen riskin aktualisoitumisen, kun tämän avulla korkeaan velkavivutukseen liittyvät riskit muuntuivat sääntelemättömän

123 Holmström 2008, s. 267–268.

124 Pankit (alullepanijat) pitivät usein taseissaan suuren osan maksujärjestyksessä korkealla olevia arvopaperistettujen subprime-lainojen senior-siivuja. Arvopaperistamisjärjestelyn epäonnistuessa myös näiden hyvällä luottoriskiluokituksella varustettujen siivujen (tranche) arvo romahti. Lisäksi pankit saattoivat myös pitää itsellään myös niin sanotun equity-siivun, joka oli maksujärjestyksessä viimeisenä. Ks. tarkemmin esim. Gorton 2008, s. 70, jossa käsitellään myös termiä *CDO-Warehouse* ja tähän käytänteeseen liittyneet pankkien alaskirjausongelmat. Ks. myös Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 72, jossa todetaan, että oman ongelmansa arvopaperistamiseen tuo myös Basel-vakavaraisuussääntely. Basel I:n säännökset saattoivat kannustaa pankkeja arvopaperistamaan taseistaan luottoriskiltään parempia, mutta heikompiuottoisia saamisista, ja jättämään taseisiinsa luottoriskiltään huonompia, mutta parempituottoisia saamisista. Basel II:ssa (voimaan 2006) ongelmaa on pyritty poistamaan ja saattamaan pääomavaatimukset sellaisiksi, että ne vastaavat paremmin pankkien taseissa olevan luottoriskin tasoa. Ks. myös Liikanen 2009, jossa todetaan, että Basel II -sääntely voimistaa talouden prosyklisiä mekanismeita verrattuna aikaisempaan Basel I -sääntelyyn. Aikaisemmin esim. yrityslainoista pankeille aiheutuva vähimmäispääomavaatimus oli vakio, mutta uuden Basel II -säännösten mukaan vaatimus määräytyy yritysasiakkaan konkurssiriskin perusteella. Yritysten konkurssiriskien on todettu kasvavan laskusuhdanteessa, joten samalla kasvavat Basel II -pääomavaatimuksetkin. Nousevat pääomavaatimukset supistavat entisestään luotontarjontaa, ja voivat siten syventää taantumaa. Nousukautena pääomavaatimukset vuorostaan laskevat, ja siitä seuraava kasvava luotontarjonta vahvistaa nousukautta. Ks. myös *ibid.*, liite 2, jossa todetaan, että varsin usein alkuperäinen arvopaperistamisen alullepanija merkitsee itse kaikkein suuririskisimmän osakeosan, joka näin tavallaan toimii eräänlaisena takauksena muille liikkeesenlasketuille arvopapereille. Joka tapauksessa Basel II -vakavaraisuussääntely on katsottu vaativan korjauksia. Ks. vakavaraisuussääntelyn ja arvopaperistettujen erien arvostamisuudistuksista lisää esim. De Larosière 2009.

125 The Economist 15.3.2008. URL: <http://www.economist.com/specialreports/displaystory.cfm?story_id=11325452> Viittauspäivämäärä 18.3.2009. On yllättävää, että tämä sama ilmiö ei tarttunut luotonantoon ns. prime-markkinoilla. Lainananto prime-asiakkaille tuntui olevan jopa tiukempaa suhteessa subprime-asiakkaisiin.

shadow banking -järjestelmän kautta lopulta koko maailmantaloutta koskevaksi ongelmaksi.¹²⁶

Arvopaperistamisen puolesta puhuvia argumentteja on myös mahdollista esittää. Ensinnäkin arvopaperistamista puolustaa tehokkaasti hyödynnettyinä sen kyky tuottaa markkinoille likviditeettiä. Toiseksi, arvopaperistaminen on hyvä rahoitusmuoto yrityksille, joilla on tasainen käteisvirta (rahoitusrakenteen muuttaminen tulevan uuden rahoituksen hinnan alentamiseksi). Ja kolmanneksi, arvopaperistamista hyväksikäyttäen luottojen riskejä voidaan yleisesti ottaen hajauttaa laajalle sijoittajapohjalle näiden riskinsietokyvyn mukaan.¹²⁷ Tällöin sijoittajan näkökulmasta etuna voidaan nähdä uuden sijoituskohteen tulo markkinoille ja paremmat mahdollisuudet pienillä sijoituspääomilla päästä välillisesti osalliseksi varallisuudesta, joka muutoin saattaisi olla sijoittajan ulottumattomissa varallisuuden suuren koon, jakamattomuuden tai ammattitaitoa vaativan hallinnoinnin takia.¹²⁸ Luotonantaja puolestaan voi hajauttamisen onnistuessa myöntää suuremman määrän luottoja. Tällä on vuorostaan piristävä vaikutus (esimerkiksi taantumassa oleviin) markkinoihin.¹²⁹

Tämän hetkisen tiedon perusteella näyttää siltä, että arvopaperistaminen ja sen avulla muodostetut sijoitusinstrumentit eivät olleet ainoita syyllisiä subprime-lainamarkkinoiden ongelmiin ja tätä seuranneeseen globaaliin taluskriisiin. Taustalla oli lähes maksukyvyttömille asunnonostajille myönnetty liian suuret luotot. Subprime-asuntoluottosopimukset oli muotoiltu siten, ettei asuntolainahakijoilla välttämättä ollut ymmärrystä solmimansa sopimuksen kokonaisvaikutuksista.¹³⁰ Rahoitusjärjestelmämme suurien ongelmien taustalla vaikuttivat osaltaan yli-innokas lainaaminen markkinoilla tarjolla olleen runsaan likviditeetin seurauksena, huolimaton sijoit-

126 Holmström 2008, s. 269.

127 Ks. lisää esim. The Financial Times 10.11.2008. URL: <<http://www.ft.com/cms/s/0/61649030-af40-11dd-a4bf-000077b07658.html>> Viittauspäivämäärä 18.3.2009.

128 HE 77/1997 vp, luku 1.4.

129 Ks. lisää esim. The Financial Times 10.11.2008. URL: <<http://www.ft.com/cms/s/0/61649030-af40-11dd-a4bf-000077b07658.html>> Viittauspäivämäärä 18.3.2009.

130 Ks. Bar-Gill 2009, s. 1093, jossa Bar-Gill toteaa, että subprime-sopimusten muotoiluun eivät vaikuttaneet ainoastaan subprime-luottoja myöntäneet pankit, vaan myös arvopaperistamisoperaatioita järjestäneet investointipankit. Subprime-sopimusjuridikkasta tarkemmin, ks. *ibid.*

taminen, riskinottoa liian voimakkaasti painottavat kannustinjärjestelmät, laaja-alainen epäonnistuminen riskinhallinnassa ja sääntelyssä sekä perustelematon usko jatkuvaan hinnannousuun asuntomarkkinoilla. Markkinoilla havaitut epäkohdat voidaan siten pääpiirteissään jakaa kolmeen ryhmään: (i) makrotaloudellisiin, (ii) rahapoliittisiin sekä (iii) rahoitusjärjestelmän ja rahoitusinnovaatioiden rakenteellisiin ongelmiin¹³¹. Ongelmien ollessa moniulotteisia voidaan todeta, että kriisin seurausten hoidossa olisi tärkeää ensiksi saavuttaa kriisin monimutkaisten syiden ja seuraussuhteiden verkoston syvälinen ymmärrys ennen kuin sen vaikutuksia ryhdytään korjaamaan esimerkiksi lainsäädännöllisin keinoin.¹³²

Arvopaperistaminen on taloudellis-juridisena konstruktiona erittäin kompleksinen sekä luotonantaja-luotonottaja -suhdetta että kriisissä havaitulla tavalla systeemiriskin aktualisoituessa pahimmillaan koko maailmantaloutta koskettava kokonaisuus. Meneillään oleva talouskriisi luonnollisesti herättää kysymyksen nykysääntelyn tehokkuudesta. Aiheeseen liittyvän kannanoton *de lege ferenda* muodostaessa oman laajan jatkokysymyksensä tyydyn tässä jakamaan Holmströmin erityisen huolenaiheen eli perusteiltaan toimivien rahoitusinnovointien kieltämisen tai käytännön hyödyntämisen vaikeuttamisen mahdollisuuden¹³³. Esimerkiksi kiinteistöjen arvopaperistamisesta on kansainvälisillä markkinoilla useiden vuosien kokemukset. Menestyneimmät arvopaperistamisjärjestelyt ovat olleet pitkäjänteisiä ja keskittyneet vakaan kassavirran tuottamiseen, strategian huolelliseen valmisteluun, perusteelliseen markkina-analyysiin sekä luotettavaan sijoittajainformaatioon. Menestyneissä arvopaperistamisoperaatioissa yhteistä on ollut se, että (i) arvopaperistettava omaisuus on ollut samanlaatuista, (ii) sen tuotto- ja riskitasot ovat olleet ennustettavissa, (iii) oman pääoman osuus on ollut suuri, ja että (iv) järjestelyyn liittyvän omaisuuden arvosta ja sen tuottokehityksestä

131 Liikanen 2009.

132 Holmström 2008, s. 272. Holmström toteaa kirjoituksessaan, että kriisin ensisijaisena syynä pidetään yleisesti sitä, että pankkien taseista katosi lyhyessä ajassa rahallista arvoltaan suuri vakuusmassa. Hän jatkaa, että instrumenttien monimutkaisuus ja läpinäkymättömyys ei sinänsä yksinään luo, eikä tälläkään kertaa luonut ongelmia rahoitusmarkkinoille. Olivathan markkinat kukoistaneet pitkään ennen asuntokuplan puhkeamista. Lisäksi, täydellinen läpinäkyvyys rajautuu lähinnä teoreettiseksi kysymykseksi. On jopa mahdollista argumentoida, että nimenomaan läpinäkyvyyden parantuminen, toisin sanoen piilevien riskien esiintulo loppujen lopuksi luottamukseen perustuvilla markkinoilla, laukaisi rahoitusmarkkinahäiriön. Ks. Holmström 2008, s. 265.

133 Holmström 2008, s. 272.

sekä arvopaperistamista toteuttavasta yrityksestä ja sen johdosta on ollut saatavilla luotettavaa ja pitkäaikaista informaatiota.¹³⁴ Arvopaperistamisoperaatioita tullaan varmasti näkemään vastaisuudessakin, ja toivottavasti siten, että nykyisestä kriisistä opitut virheet vältetään.

¹³⁴ HE 77/1997 vp., luku 1.2.

Lähteet

Kirjallisuus

Ashcraft – Schuermann 2008

Ashcraft, Adam B. – Schuermann, Til. *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 318, 2008.

Bar-Gill 2009

Bar-Gill, Oren. *The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts*. Vol. 94, No. 5, *Cornell Law Review*, July 2009, s. 1073–1152.

Bell – Dawson 2002

Bell, Ian – Dawson, Petrina. *Synthetic Securitization – Use of Derivative Technology for Credit Transfer*. Vol. 12, No. 541, *Duke Journal of Comparative and International Law*, 2002, s. 541–561.

Calomiris 2008

Calomiris, Charles W. *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next*. Columbia University and NBER. Presented at the 9th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund, 2008.

Demyanyk – Hemert 2008

Demyanyk, Yuliya – Van Hemert, Otto. *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*. Federal Reserve Bank of St. Louis, Supervisory Policy Analysis Working Paper 5/2007, 2008.

Gorton 2008

Gorton, Gary. *The Panic of 2007*. Yale School of Management and NBER. Prepared for The Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008.

Holmström 2008

Holmström, Bengt. Comment on “The Panic of 2007”, by Gary Gorton. Prepared for the symposium “Maintaining Stability in a Changing Financial System”, sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008.

Kauko 2008

Kauko, Karlo. *Verkkajulkaisussa Marttila, Jouko (toim.): Rahoitusmarkkinoiden häiriöt, makrotalous ja keskuspankkien reaktiot*. Suomen Pankin julkaisu 7/2008, s. 5–19, 2008.

Kuusinen 2008

Kuusinen, Miki. *Näkökulmia strukturoiduista instrumenteista ja sijoittajansuojasta*. *Defensor Legis* 2/2008, s. 255–267.

Lyytikäinen 2008

Lyytikäinen, Teemu. *Studies on the Effects on Property Taxation, Rent Controlling and Housing Allowances*. Väitöskirja. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Helsinki 2008.

Mannio 1997

Mannio, Lauri. Korke vero-oikeudessa. Helsinki 1997.

Määttä 2006

Määttä, Kalle. Oikeustaloustieteen perusteet. Helsinki 2006.

Palin 1997

Palin, Samuli. Aidon kaupan turvaaminen arvopaperistamistransaktioon liittyvässä saatavakannan luovutuksessa. Lakimies 4–5/1997, s. 617–645.

Saarenheimo 2008

Saarenheimo, Tuomas. Verkkajulkaisussa Marttila, Jouko (toim.): Rahoitusmarkkinoiden häiriöt, makrotalous ja keskuspankkien reaktiot. Suomen Pankin julkaisuja 7/2008, s. 20–41, 2008.

Schwarcz 2008

Schwarcz, Steven L. Understanding the 'Subprime' Financial Crisis. Duke Public Law & Legal Theory Paper Series No. 222, 2008.

Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003

Taipalus, Katja – Korhonen, Kari – Pylkkönen, Pertti. Arvopaperistaminen. Suomen Pankin julkaisuja A:104, Helsinki 2003.

Tepora 1995

Tepora, Jarno. Luottojen arvopaperistaminen Suomessa oikeudelliselta kannalta. Juhlajulkaisu Roschier-Holmberg & Waselius 60 v./år 1936–1996. Jyväskylä 1995.

Tepora – Kaisto – Hakkola 2009

Tepora, Jarno – Kaisto, Janne – Hakkola, Esa. Esinevakuudet. Helsinki 2009.

Tepora – Takki 1994

Tepora, Jarno – Takki, Tapio. Factoring. Helsinki 1994.

Tuomisto 1996

Tuomisto, Tero. Erityisongelmia asuntoluottojen arvopaperistamisessa. Turku 1996.

Van Order 2007

Van Order, Robert. On The Economics of Securitization: A Framework and Some Lessons from U.S. Experience. University of Michigan, Ross School of Business, Working Paper Series No. 1082, 2007.

White 2008

White, Lawrence H. How Did We Get into This Financial Mess? Cato-institute Briefing Papers, No. 110, 2008.

Wood 2008

Wood, Phillip R. Law and Practice of International Finance. London 2008.

Virallislähteet

HE 77/1997 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle kiinteistörahastolaiksi.

HE 175/2008 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

RATA 1996

Ohje saamisten luovuttamisesta ja arvopaperistamisesta. Rahoitustarkastus. Dnro 15/269/96.

RATA 2000

Luottojohdannaisten käsittely luottolaitosten vakavaraisuuslaskennassa ja suurissa asiakasriiskeissä. Kannanotto K/33/2000/tto. Dnro 22/349/2000.

TaVL 42/2008 vp

Talousvaliokunnan lausunto 42/2008. Valtioneuvoston selvitys komission tiedonannosta; Finanssikriisistä talouden elpymiseen: eurooppalainen toimintakehys.

Valtionvarainministeriö 2004

Kiinteistötyöryhmän väliraportti. Työryhmämuistioita 14/2004, Valtiovarainministeriö.

Muut lähteet

De Larosière 2009

EU:n finanssivalvontaa käsitelleen korkean tason ryhmän raportti, joka julkaistiin 25. helmikuuta 2009. Ryhmää johti Jacques de Larosière.

Liikanen 2007

Liikanen, Erkki. Uhkaako raha- ja rahoitusmarkkinoiden myllerrys kasvunäkymiä? Eduskunnan talousvaliokunta, 17.10.2007. URL: <http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/2007/el_puhe_17102007.htm> Viittauspäivämäärä 30.3.2009.

Liikanen 2009

Liikanen, Erkki. Finanssikriisi, Eurooppa ja Suomi. Jyväskylän yliopisto, 10.6.2009. URL: <http://www.bof.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/2009/EL_puhe090610.htm> Viittauspäivämäärä: 2.12.2009.

Share Issue to the Company without Payment and Use of Shares Issued to the Company without Payment from the Viewpoint of the Company and Some of Its Interest Groups

Juhani Laine

English Abstract

The purpose of the Finnish Companies Act 2006 was to increase operating freedom of Finnish companies limited by shares and to ensure that Finland has internationally competitive regulatory framework. One of the new opportunities brought by the new Act was the share issue to the company itself without payment. The aim of this article is to scrutinize what kind of advantages the new procedure and the use of shares registered in it will give and what kind of risks they might cause to the companies and their shareholders and creditors. Themes dealt with in this article are the procedure for the share issue to the company without payment, use of shares issued in that type of share issue, the compatibility of the EU Capital Directive with share issues without payment, the use of treasury shares from tax law perspective and, finally, the questions that the share issue to the company and use of shares created in it may raise from the viewpoint of shareholders and creditors.

In a share issue to itself, a company can create 'genuine' treasury shares which can later be transferred to the shareholders or other subscribers in a new share issue. The main objective behind this new opportunity was to make it easier to use treasury shares as a payment method in mergers and acquisitions. However, genuine treasury shares can be used for many purposes in the same manner than 'ordinary' repurchased treasury shares.

From a minority shareholder's point of view, the share issue to the company seems to be a safe procedure. New shares registered in a share issue to the company are governed by the provisions on treasury shares. Decision-making concerning the allotment of these shares in a share issue is similar than the decision-making process of a fresh issue of new shares. In most cases the treasury shares will not

have any impact on the position of shareholders before the transfer of those shares in a share issue. That is why the regulations concerning the share issues in general are more significant from the viewpoint of shareholder protection than the provisions concerning the share issue to the company. However, in some rare situations it might be possible that the share issue to the company itself has some effect on the value of the existing shareholdings. From creditor's standpoint it is remarkable that the subscription price paid for allotted treasury shares will be credited to the distributable assets of the company. Besides some other factors this gives reason to take a critical approach to the effectiveness of creditor protection through the solvency test adopted in the Finnish Limited Liability Companies Act 2006.

Full Article in Finnish

Maksuton osakeanti yhtiölle ja siinä annettujen osakkeiden käyttö yhtiön ja sen eräiden sidosryhmien kannalta

Asiasanat: yhtiöoikeus, osakeyhtiöt, osakkeet

1 Aluksi

Syyskuun 2006 alusta voimaan tulleen OYL:n (osakeyhtiölaki 21.7.2006/624) eräänä keskeisenä tavoitteena oli lisätä suomalaisten yhtiöiden toimintamahdollisuuksia¹ ja näin parantaa niiden kilpailukykyä yhä globaalimmaksi muuttuvassa taloudessa². Kokonaan uusiin toimintamahdollisuuksiin kuuluu OYL 9 luvun 20 §:ssä tarkoitettu maksuton osakeanti yhtiölle.

Mahdollisuutta käyttää ja pitää hallussaan valmiiksi rekisteröityjä omia osakkeita on pidetty yhtiöiden kannalta eri syistä hyödyllisenä. Tämän vuoksi aiemmin käytettävissä olleiden omien osakkeiden hankkimisen ja lunastamisen oheen haluttiin luoda uusi, kolmas tapa saada käyttöön jo re-

1 HE 109/2005 vp., s. 1 ja s. 16.

2 Ks. HE 109/2005 vp., s. 15–16.

kisteröityjä omia osakkeita – niin sanottuja *treasury-osakkeita*³ – mahdollista myöhempää osakeannissa tapahtuvaa edelleenluovuttamista varten.⁴ OYL 9 luvun 20 §:n mukaista osakeantia voidaan kuvata perinteisessä mielessä ymmärretyn osakeannin esitoimeksi ja osakeantiosakkeiden etukäteiseksi rekisteröinniksi⁵.

Omien jo rekisteröityjen osakkeiden antamisella voidaan välttää ”tavallisessa” osakeannissa annettavien uusien osakkeiden rekisteröintiin liittyvät muodollisuudet. Sallimalla yhtiöiden muodostaa valmiiksi rekisteröityjä omia osakkeita käyttöönsä itselleen suunnatun maksuttoman annin avulla voidaan saavuttaa sama päämäärä kuin omien osakkeiden hankkimisella, mutta ilman varojen siirtämistä yhtiön ulkopuolelle.⁶ Tällaisen etukäteisen valmiiksi rekisteröityjen omien osakkeiden muodostamisen on arvioitu olevan tarpeen lähinnä yrityskaupoissa, joissa omia osakkeita käytetään vastikkeena⁷ ja joissa on katsottu olevan tärkeää mahdollistaa sopiminen siitä, että osakeoikeudet alkavat välittömästi osakkeiden maksamisesta lukien.⁸

Tässä kirjoitelmassa pyritään esittämään OYL 9 luvun 20 §:n mukaisen annin tarkoitusta ja tavoitteita sekä mitä etuja sillä ja sen avulla yhtiön haltuun muodostettujen osakkeiden käyttämisellä voidaan saavuttaa yhtiön ja sen OYL:ssa suojattujen sidosryhmien – osakkeenomistajien ja velkojien – kan-

3 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 82, käyttävät kyseistä ilmaisua OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa annissa yhtiölle annettavista osakkeista, minkä lisäksi he käyttävät s. 4 ja s. 149 sekä s. 257 samaa tarkoittaen myös ilmaisua ”aito treasury-osake”. Tätä terminologiaa noudattaen tässä kirjoituksessa tarkoitetaan jäljempänä treasury-osakkeella nimenomaan OYL 9 luvun 20 §:n mukaisesti yhtiölle maksutta annettua omaa osaketta. Huomattava kuitenkin on, että angloamerikkalaisessa yhtiöoikeudessa, josta kyseinen termi on peräisin, sillä tarkoitetaan yhtiön hallussa olevaa omaa osaketta yleensä, ks. esimerkiksi *Sheikh* 2008, s. 803 ss.

4 HE 109/2005 vp., s. 24 ja 112, OikM 2003:4, s. 58 ja 166, *Airaksinen* 2003, s. 953 sekä *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 531–532 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 148. Toisaalta voidaan huomauttaa, että yhtiölle voi tulla omia osakkeitaan myös yrityskaupan seurauksena, jolloin yhtiölle itselleen suunnattu maksuton anti olisi neljäs tapa saada yhtiölle omia osakkeita, kuten *Immonen – Nuolimaa* 2007, s. 192, esittävät. Yrityskaupassa omat osakkeet tulevat yhtiölle kuitenkin eräänlaisena ”sivutuotteena”. Yrityskauppoja tuskin tehdään pääasiallisena tarkoituksena omien osakkeiden saaminen. Näin voidaankin yhtiölle suunnattua maksutonta antia, lunastamista ja hankkimista pitää ainoana ”varsinaisina” tapoina – menettelyinä, joiden päätarkoituksena on omien osakkeiden saaminen – saada yhtiölle sen omia osakkeita.

5 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532.

6 HE 109/2005 vp., s. 112, OikM 2003:4, s. 166 ja *Airaksinen* 2003, s. 958.

7 Muita esimerkkitalanteita yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin käytölle ei lainvalmisteluaineistossa erikseen mainita, ks. HE 109/2005 vp., s. 24 ja s. 112 sekä OikM 2003:4, s. 58 ja s. 166.

8 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 531–532.

nalta. Vastaavasti käsiteltäväksi tulee myös se, mitä ongelmia ja riskejä menettelyyn sekä siinä yhtiölle annettujen osakkeiden käyttöön mahdollisesti voi liittyä yhtiön tai sen edellä mainittujen sidosryhmien näkökulmasta. Tarkastelutapa on ensi sijassa lainopillinen. Pitkälti on kysymys huomioista, joita verraten uusi menettely *prima facie* eri näkökulmista herättää. Käytännön oikeuselämässä sille ja sen avulla muodostetuille osakkeille epäilemättä löydetään vastaisuudessa muitakin käyttötarkoituksia kuin nyt esitettävät. Toisaalta käytäntö voi tuoda menettelyyn liittyen esiin kokonaan muunlaisia ongelmia kuin ne, joihin tässä yhteydessä on kiinnitetty huomiota.

2 Mahdollisuuden käyttö

2.1 Annin järjestämismenettelystä

Toisin kuin suunnattuna antina toteutettava OYL 9 luvun 17 §:ssä tarkoitettu ”tavallinen” yhtiölle itselleen kohdistumaton anti, ei yhtiölle suunnatun maksuttoman annin järjestäminen edellytä minkäänlaisten erityisten aineellisten perusteiden tai edellytysten täyttymistä. Siihen ei OYL 9 luvun 20 §:n 1 momentin viimeisen virkkeen nojalla sovelleta suunnattua osakeantia koskevia säännöksiä. Tällaisessa annissa emittoitavien osakkeiden määrälle ei myöskään ole asetettu erityisiä rajoituksia lukuun ottamatta OYL 9 luvun 20 §:n 2 momentin säännöstä siitä, että julkinen osakeyhtiö ei voi päättää maksuttomasta annista itselleen siten, että yhtiöllä tai sen tytäryhteisöllä olevien omien osakkeiden yhteenlaskettu määrä olisi yli kymmenesosa kaikista osakkeista. Järjestämismenettely vastaa näin käytännössä hyvin pitkälti tavanomaista osakkeenomistajien etuoikeutta noudattaen järjestettävää maksutonta antia.⁹

Tätä on pidetty hyväksyttävänä siksi, ettei menettelyn ole katsottu vaikuttavan osakkeenomistajien suhteellisiin asemiin yhtiössä¹⁰. Yhtiön hallussa olevat omat osakkeet eivät tuota osakkeenomistajalle kuuluvia oikeuksia yhtiössä. Omia osakkeitaan saanutta yhtiötä ei näin voida pitää osakkeenomis-

⁹ Ks. käytännön järjestämismenettelystä tarkemmin esimerkiksi *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532–533.

¹⁰ HE 109/2005 vp., s. 112 ja OikM 2003:4, s. 166. Samalla tavoin *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532–533.

tajana osakkeen tuottamien oikeuksien subjektin merkityksessä.¹¹ Yhtiön itselleen maksutta antamien osakkeiden tuottamat osakeoikeudet eivät ala OYL 9 luvun 18 §:n 2 momentista ilmenevän pääsäännön mukaisesti rekisteröinnistä, vaan vasta siitä, kun osakkeet luovutetaan¹² edelleen yhtiön hallusta. Tällöin on taas sovellettava osakeantiin sovellettavia, kuten osakkeenomistajan merkintätuoikeutta ja siitä poikkeamista koskevia, säännöksiä¹³.

Mahdollisuus antaa osakkeita maksutta yhtiölle itselleen liittyy kiinteästi OYL:ssa pääsäännöksi omaksuttuun niin sanottuun aidosti nimellisarvottoon pääomajärjestelmään, jossa osakkeilla ja osakepääomalla ei ole yhteyttä toisiinsa, eikä osakkeiden antamiseen lähtökohtaisesti liity osakepääoman korottamista¹⁴. OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa menettelyssä onkin pääsääntöisesti kysymys ”aidosti” maksuttomien osakkeiden muodostamisesta: osakepääomaan ei siirretä mitään uusia varoja yhtiön sisältä eikä sen ulkopuolelta. Eri asia on, että menettelyn yhteydessä voidaan toteuttaa samanaikaisesti osakepääoman korottaminen OYL 11 luvussa tarkoitettuna rahastokorotuksena tai suorana osakepääomasijoituksena. Jos osakkeilla OYL 3 luvun 5 §:n 1 momentista ilmenevästä olettamasta poiketen on kuitenkin OYL 3 luvun 5 §:n 2 momentissa sallitulla tavalla nimellisarvo, on tällaiseen antiin yhdistettävä osakepääoman korotus, joka suuruudeltaan vastaa vähintään yhtiölle annettavien osakkeiden yhteenlaskettua nimellisarvoa¹⁵.

2.2 Annin käyttötilanteita

OYL 9 luvun 20 §:ää on perusteltu nimenomaisesti tarpeella muodostaa omia osakkeita käytettäväksi yrityskauppojen yhteydessä kaupan vastikkeeksi

11 HE 109/2005 vp., s. 112 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 533.

12 Jos osakkeet luovutetaan vastiketta vastaan, on tämä osakkeen merkintähinta OYL 9 luvun 16 §:n nojalla maksettava yhtiölle ennen osakkeen luovutusta, joten luovutuksensaajan osakeoikeudet voivat alkaa aikaisintaan osakkeen maksamisesta, ks. tästä HE 109/2005 vp., s. 110–111.

13 HE 109/2005 vp., s. 112, OikM 2003:4, s. 166 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 533.

14 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 253, luonnehtivat nimellisarvottomuuteen perustuvan pääomajärjestelmän ”ytimeksi” mahdollisuutta lisätä osakkeiden määrää korottamatta osakepääomaa ja toisaalta korottaa osakepääomaa antamatta osakkeita.

15 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532 ja vastaavasti myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008, s. 897. Vrt. toisin kuitenkin *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 149 sekä s. 256–257.

na ostajayhtiön taholta¹⁶. Yrityskaupat¹⁷ ovat todennäköisesti yleisin tapa uudelleenjärjestellä yrityksen omistus tai toiminta¹⁸. Sekä substanssikau-
poissa, joissa kaupan kohteena on yrityksen liiketoiminnassaan käyttämä
omaisuus, että omistuskaupoissa, joissa kaupan kohteena ovat – silloin kun
kaupan kohde on osakeyhtiö – osakkeet, voidaan vastikkeena käyttää osta-
van yhtiön osakkeita. Yhtiöoikeudellisesti kyseessä on tällöin suunnattu anti
myyjälle. Annissa voidaan OYL 9 luvun 1 §:stä ilmenevällä tavalla käyttää
joko uusia, annissa muodostettavia osakkeita tai yhtiön omia osakkeita. Täl-
laiset vastikkeena käytettävät ostajayhtiön omat osakkeet voivat näin olla
myös yhtiön itselleen etukäteen muodostamia treasury-osakkeita.¹⁹

Treasury-osakkeiden käyttöä on, kuten kirjoituksen alussa jo on tullut esille,
pidetty yrityskauppojen toteuttamisen kannalta hyödyllisenä mahdollisuus-
tena lähinnä sellaisia tilanteita silmälläpitäen, joissa kaupan kohteen myyjän
kannalta on merkityksellistä, että vastikkeena saatuihin ostajayhtiön osak-
keisiin liittyvät osakeoikeudet ovat myyjän käytettävissä heti merkintähin-
nan maksusta lukien. OYL 9 luvun 20 §:n mukaisesti yhtiölle annettujen
osakkeiden käyttö mahdollistaa tämän, sillä ne on rekisteröity valmiiksi
yhtiön haltuun. Näin ne tuottavat saajalleen osakeoikeudet lähtökohtaises-
ti heti, kun ne on luovutettu yhtiön hallusta ja saaja on maksanut niiden
merkintähinnan.²⁰ Lainvalmisteluaineistossa OYL 9 luvun 20 §:ää on pe-
rusteltu juuri tällaisilla yrityskauppoihin liittyvillä tilanteilla.²¹ Täysin mah-
dollisena voidaan kuitenkin pitää, että yhtiölle suunnatulle maksuttomalle
osakeannille ilmenee käytännössä muitakin tarkoituksenmukaisia sovelta-
mistilanteita. Onhan OYL:n esitöissä ”tavallisen” suunnatun maksuttoman
osakeanninkin osalta todettu, että esitöissä erikseen mainittujen mahdollis-
ten soveltamistilanteiden lisäksi yhtiökäytännössä ”voi tulla esille muitakin

16 HE 109/2005 vp., s. 24 ja s. 112, OikM 2003:4, s. 58 ja s. 166 sekä *Airaksinen* 2003, s. 953.

17 Yrityskaupoista saatetaan arkikielessä käyttää nimitystä yritysjärjestely, vaikka ne sinän-
sä eivät kuulu vero-oikeudessa kehittyneen yritysjärjestely-käsitteen merkitysisältöön.
Lähemmin termin käytön kehityksestä ks. *Immonen* 2008, s. 1–3 ja s. 17 ss.

18 *Immonen* 2008, s. 17.

19 Tässä yhteydessä huomattakoon myös, että vaikka kaupan toteuttamisen keinot ovatkin
yhtiöoikeudelliset, sovelletaan tällä tavoin toteutettuun sekä omistus- että substanssi-
kauppaan muutoin osapuolten suoritusvelvollisuuden ja sen rikkomisen osalta kaup-
paan sopimuksena sovellettavan lain säännöksiä. Ks. lähemmin esimerkiksi *Immonen*
2008, s. 25 ss.

20 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 531–533.

21 HE 109/2005 vp., s. 24 ja s. 112, vastaavasti OikM 2003:4, s. 166.

näihin rinnastettavia tilanteita”²², joissa kyseinen menettely on mahdollinen ja tarkoituksenmukainen.

Käytännössä onkin jo esiintynyt mahdollisuus hyödyntää maksutta yhtiölle annettavia osakkeita sellaisissa listautumisanneissa, joissa markkinapaikka on edellyttänyt, että sille listautuvien yhtiöiden liikkeelle laskemien osakkeiden tuottamat oikeudet ovat merkitsijöiden käytössä heti merkinnän tapahduttua. Tällöin OYL 9 luvun 20 §:n mukainen anti voi olla tarkoituksenmukaisin tapa listautumisen järjestämiseksi, sillä sen avulla voidaan listautumisen yhteydessä liikkeelle laskettavat osakkeet rekisteröidä valmiiksi yhtiön haltuun ennen listautumista. Listautumisen yhteydessä yhtiö voi sitten antaa merkittäväksi osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeudet heti merkinnän ja merkintähinnan maksamisen tapahduttua.²³

Yrityskauppoihin liittyvien tilanteiden osalta voidaan puolestaan vielä tuoda esille kysymys siitä, onko niin sanotun vihamielisen eli kohdeyhtiön johdon vastustaman valtausyrityksen kohteeksi joutuneen yhtiön mahdollista hyödyntää OYL 9 luvun 20 §:n mukaista antia yritysvaltauksen torjunnassa²⁴. Suunnattua antiahan on voitu pitää eräänä mahdollisena yritysvaltauksen torjuntakeinona²⁵. Koska yhtiön omat osakkeet eivät tuota osakeoikeuksia, ei yhtiölle suunnattu anti sellaisenaan tarjoa mahdollisuutta yritysvaltauksen torjumiseen, vaan edellyttää jatkotoimenpiteekseen suunnatun annin, jossa yhtiön omat osakkeet luovutetaan edelleen halutulle taholle. Tällöin voidaan ajatella, että yhtiön haltuun muodostettujen valmiiksi rekisteröityjen osakkeiden antaminen voisi olla yritysvaltauksen torjuntatilanteessa ”tavallista” uusien osakkeiden antamiseen perustuvaa suunnattua antia no-

22 HE 109/2005 vp., s. 103.

23 Ks. tarkemmin KHO 2007:43.

24 Yritysvaltauksia saatetaan pyrkiä torjumaan eri keinoin, sillä ostajan määräysvallan tavoittelua ei välttämättä ole syytä pitää kohdeyhtiön edun mukaisena – käytännössä valtaus voikin johtaa siihen, että kohdeyhtiön varallisuusmassa pilkotaan ja realisoidaan nopeiden voittojen saamiseksi, ks. *Immonen* 2008, s. 20–21. Tällaisissa tilanteissa yritysvaltaukselta suojautumista olisi OYL 1 luvun 8 §:n nojalla pidettävä johdon velvollisuutena. Toisaalta on usein katsottu, ettei yritysjohdon tulisi puuttua valtausyritykseen, ja myös itse valtauksia on pidetty hyödyllisinä siten, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä yritysjohdo on valtausuhan seurauksena pakotettu kiinnittämään huomiota yrityksen toiminnan kehittämiseen, ks. *Immonen* 2008, s. 20–21 sekä tarkemmin esimerkiksi *Kaisanlahti* 1999, s. 108–109. Kaikkiaan kohdeyhtiön johdon puuttumista yritysvaltauksiin voidaan, kuten *Immonen* 2008, s. 20, toteaa, pitää kiistanalaisena.

25 *Immonen* 2008, s. 22.

peampi menettely, kun annettavien osakkeiden osakeoikeudet olisivat voimassa heti merkintähinnan maksamisesta alkaen. Käytännössä niin uusien kuin treasury-osakkeidenkin antamiseen perustuva osakeanti voi kuitenkin tulla kyseeseen yritysvaltauksen torjunnassa hyvin poikkeuksellisesti, sillä valtaukselta suojautumista ja suunnatun annin perusteeksi kelpaamatonta kohdeyhtiön enemmistöosakkeenomistajien aseman suojaamista voi olla vaikea erottaa toisistaan²⁶.

Yrityskauppojen ulkopuolella OYL 9 luvun 20 §:n mukaisella annilla voi-
nee olla käyttöä muissakin tilanteissa, joissa tyypillisesti on pidetty tarkoi-
tuksenmukaisena sitä, että yhtiöllä on hallussaan omia osakkeitaan. Yleensä-
kin yhtiön haltuun maksutta muodostettuja omia osakkeita voidaan käyttää
kaikenlaisia tarkoituksia varten järjestetyissä osakeanneissa yhtä lailla kuin
annissa muodostettavia uusia osakkeita. Esimerkiksi maksuttomassa an-
nissa yhtiölle itselleen annetut osakkeet voivat tulla käytettäväksi osakeperus-
teisten²⁷ johdon ja henkilöstön palkitsemisjärjestelmien sekä perheyhtiöissä

26 HE 109/2005 vp., s. 102–103 ja OikM 2003:4, s. 157, todetaan, että ”painavana ta-
loudellisena syynä ei koskaan voida pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden
muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista.”
Ks. myös vanhemmasta suunnattuja anteja koskevasta lainvalmisteluaineistosta HE
11/1992 vp., s. 14 ja KM 1990:44, s. 35–36. Kirjallisuudessa *Immonen* 2008, s. 22, to-
teaa, että ”[v]altauksen torjuminen on harvoin lain tarkoittama yhtiön kannalta paina-
va taloudellinen syy”. Toisaalta esimerkiksi *Immonen – Lindgren* 2006, s. 164, katsovat,
että annin suuntaaminen yritysvaltauksen torjumiseksi on ”hyväksyttävää, jos se edistää
riittävästi yhtiön taloudellisia intressejä ja on yhtiön edun mukaista”. *Kyläkallio – Iivola*
– *Kyläkallio* 2008, s. 823, ovat puolestaan todenneet, että ”[y]htiön kannalta painava-
na taloudellisena syynä ei ainakaan yleensä voida pitää sitä, että annin suuntaamisella
pyritään lisäämään tiettyjen tahojen omistusosuutta yhtiössä tarkoituksin, että he säi-
lyttäisivät tai saisivat määräämisvallan – – [m]ainitunlaiset seuraukset eivät kuitenkaan
sinänsä estä annin suuntaamista, jos menettelyyn on jollakin muulla perusteella yhtiön
kannalta painava taloudellinen syy.” Yhtiön edun suurempi painoarvo osakkeenomista-
jien yhdenvertaiseen kohteluun nähden yritysvaltauksen torjunnan yhteydessä hyväk-
sytettiin OYL:n voimaantuloa edeltävässä hovioikeuskäytännöstä, josta ks. tarkemmin
Huttunen 2005, s. 106–110 ja s. 164–165.

27 Maksuttomien osakkeiden antamisen on katsottu ratkaisevan joitakin osakepalkkioi-
hin aiemmin liittyneitä ongelmia, mutta kysymyksinä säilyvät edelleen muun muassa
johdon sitouttamiseen tarvittava osakeomistuksen määrä ja kesto sekä se, missä määrin
aiempien osakkeenomistajien omistuksen laimeneminen johdolle suunnattujen antien
myötä voidaan hyväksyä, ks. lähemmin *Mähönen – Villa* 2006 I, s. 252–253. Kokonaan
oma kysymyksensä on lisäksi se, kuinka tehokkaasti osakeperusteiset palkitsemisjärjes-
telmät yleensäkin sitouttavat johtoa yhtiöön.

sukupolvenvaihdokseen²⁸ liittyvien järjestelyjen yhteydessä. Kummassakaan tapauksessa juuri treasury-osakkeiden antamisesta tavanomaiseen tapaan osakeannissa muodostettavien uusien osakkeiden sijaan on tuskin erityistä etua, sillä ei liene huomattavan yleistä, että palkitsemisjärjestelmän osana osakkeen saaneella tai sukupolvenvaihdoksen tapahtuessa toimintaa jatkavalla olisi merkittävä intressi saada osakeoikeudet käyttöönsä välittömästi. Jos näin kuitenkin jossakin tapauksessa on, treasury-osakkeiden käyttö on tällöin tarkoituksenmukainen ratkaisu.

Erityisesti julkisten osakeyhtiöiden osalta yhtiölle suunnattu maksuton anti voi olla tarkoituksenmukainen vaihtoehto omien osakkeiden hankkimiselle arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskevan riskin kannalta. Omien osakkeiden takaisinostaminen voi herättää erityisesti RL (rikoslaki 19.12.1889/39) 51 luvun 1 §:ssä tarkoitettua sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan epäilyn. Käytännössä yhtiön voi jopa olla vaikeaa hankkia omia osakkeitaan ilman riskiä sisäpiirintiedon väärinkäyttämistä, sillä yhtiön hallituksella, jonka jäsenet voivat yhtiön puolesta toimiessaan syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, on aina hallussaan tietoa, jota sijoittajilla ei ole²⁹. RL 51 luvun 1 § ei sovellu yhtiölle suunnattuun maksuttomaan antiin, sillä siinä ei ole kyse tunnusmerkistöön kuuluvasta arvopaperin luovuttamisesta tai hankkimisesta taikka toisen neuvomisesta arvopaperia koskevassa kaupassa³⁰.

28 Toiminnan jatkajan näkökulmasta treasury-osakkeiden käyttö voi tulla kyseeseen silloin, kun toiminnan jatkaja toimii itse hallitsemansa yhtiön kautta ja ottaa vastaan luopujan toiminnan yrityskaupassa käyttäen vastikkeena yhtiönsä omia osakkeita. Vastaavasti voi tällaisten osakkeiden käyttö tulla kyseeseen myös silloin, jos sukupolvenvaihdos toteutetaan vaiheittain tehtävillä sarjatoimenpiteillä, joista yhden vaiheen muodostaa osakkeiden vaihtaminen luopujan ja jatkajan välillä, ks. *Immonen – Lindgren* 2006, s. 267–268.

29 *Häyrynen* 2006, s. 163. Paitsi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä, myös RL 51 luvun 3 §:ssä tarkoitettua osakkeen kurssin vääristämistä koskeva kysymys voi tulla esille julkisen osakeyhtiön hankkiessa omia osakkeitaan vastikkeellisesti, ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 371.

30 Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistöstä ja sen tulkinnasta ks. tarkemmin *Häyrynen* 2006, s. 98 ss.

3 Menettelyyn liittyvien mahdollisten ongelmien arviointia

3.1 Yhteensopivuus Euroopan unionin yhtiöoikeudellisten direktiivien kanssa

OYL:n mukaisen aitoon nimellisarovottomuuteen perustuvan pääomajärjestelmän, joka mahdollistaa maksuttomien osakkeiden antamisen, yhteensopivuus pääomadirektiivin³¹ kanssa ei ole itsestään selvää. Tämä ei sinänsä ole yllättävää, sillä pääomadirektiivin sisältö perustuu pitkälti Euroopan yhteisöjen ensimmäisten jäsenvaltioiden mannereurooppalaiseen yhtiöoikeustraditioon³², kun taas nimellisarovottomuuteen perustuva pääomajärjestelmä on yhdysvaltalaista alkuperää³³. Nykyisin esimerkiksi American Bar Associationin laatima yhdysvaltalainen malliosakeyhtiölaki MBCA (Model Business Corporation Act), joka on käytössä suuressa osassa Yhdysvaltojen osavaltioita³⁴, perustuu nimellisarovottomien osakkeiden käyttöön³⁵.

Maksuttoman osakkeen antamismahdollisuuden kannalta esteenä näyttää ensi sijassa olevan pääomadirektiivin 8 artikla, joka edellyttää, ettei osaketta saa antaa nimellisarvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa pienemmästä vastikkeesta. Toisin sanoen artikkelissa on säädetty niin sanotusta *alikusrsikiellosta*. Se ei edellytä osakkeilta nimellisarvoa, mutta sen on katsottu kieltävän osakepääomaan vaikuttamattoman eli aidosti nimellisarovottoman osakkeen antamisen ja sallivan ainoastaan ”epäaidosti” nimellisarovottomat osakkeet, joilla on tiettyä osuutta osakepääomasta edustava kirjanpidollinen vasta-arvo.³⁶ Artiklassa tarkoitettu nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo voi kuitenkin vaihdella eri osake-emissioissa, joten yhtiön perustamisen jälkeen järjestettävissä osakeanneissa on sallittua käyttää myös pienempää nimellis-

31 Neuvoston toinen direktiivi niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroiseksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä tai muutettaessa 77/91/ETY.

32 Ks. *Werlauff* 2003, s. 302.

33 Yhdysvalloissa nimellisarovoton osake tuli ensimmäisen kerran käyttöön New Yorkin osavaltiossa 1912, minkä jälkeen niiden käyttö levisi useimpiin muihinkin osavaltioihin, ks. *Berle – Means* 1982, s. 143–144 ja s. 158–159. Ks. myös HE 109/2005, s. 20 ja OikM 2003:4, s. 53–54 sekä *Airaksinen* 2003, s. 960 ss.

34 Ks. MBCA 2007, s. ix.

35 Ks. MBCA 2007, s. 2-4 ja s. 6-18–6-19.

36 Ks. *Werlauff* 2003, s. 302–303.

arvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa kuin yhtiön perustamisen yhteydessä annettuihin osakkeisiin on sovellettu³⁷.

Pääomadirektiivin 8 artiklan asettaman osakkeiden nimellisarvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa koskevan edellytyksen täyttämiseksi OYL:iin on otettu sinänsä vailla itsenäistä merkitystä oleva OYL 3 luvun 5 §:n säännös nimellisarvottoman osakkeen kirjanpidollisesta vasta-arvosta, jolla tarkoitetaan osakkeesta yhtiötä perustettaessa tai uusia osakkeita annettaessa osakepääomaan merkittävää määrää. Se voi vaihdella suuruudeltaan eri osakkeilla ja se voi olla myös *nolla*, jos osake annetaan maksutta tai sen koko merkintähinta merkitään sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Alikurssikieltoa ei nimellisarvottomia osakkeita annettaessa sovelleta.³⁸ Tässä järjestelmässä ei näin ole kysymys ”epäaidosti” nimellisarvottomista osakkeista, jollaisia olivat OYL:ia edeltäneen vuoden 1978 OYL:n (osakeyhtiölaki 29.9.1978/734) vuoden 1999 alusta voimaan tulleen muutoksen (L 13.11.1998/824) sallimat nimellisarvottomat osakkeet. Niiden kirjanpidollinen vasta-arvo edusti osakekohtaista osuutta yhtiön osakepääomasta ja oli kaikilla osakkeilla samansuuruinen.

OYL:n mukainen järjestelmä on sen valmisteluaineistossa katsottu pääomadirektiivin mukaiseksi. Keskeisenä perusteena tälle on esitetty, että pääomadirektiivin 8 artikla sallii osakkeen nimellisarvon tai kirjanpidollisen vasta-arvon vaihtelevan eri osakkeilla. Lisäksi artiklan olennaiseksi sisällöksi on katsottu ennen muuta, että ”osakepääomaan merkittävän määrän on vastattava vähintään määrää, joka yhtiötä perustettaessa tai osakkeita muuten vastiketta vastaan annettaessa ilmoitetaan osakepääomaan merkittäväksi”.³⁹

Aidosti nimellisarvottoman järjestelmän puolesta on myös huomautettu pääomadirektiivin 8 artiklan sijaitsevan yhtiön perustamista koskevien direktiivin säännösten yhteydessä, jolloin se ei välttämättä edes soveltuisi osakeantitilanteisiin. Samoin on todettu, ettei systemaattikaltaan heikosta direktiivistä käy ilmi, miten nimellisarvon tai kir-

37 KOM (2004) 730 lopullinen, s. 3.

38 Ks. HE 109/2005 vp., s. 22 ja s. 53, *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 122–125 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 83–86 sekä alkuperäisestä lakiehdotuksesta, jossa osakkeella ei olisi nimellis- eikä kirjanpidollista vasta-arvoa, OikM 2003:4, s. 53–56 ja *Airaksinen* 2003, s. 948–950.

39 HE 109/2005 vp., s. 22.

janpidollisen vasta-arvon ja osakepääoman suhde tulisi yleensäkin järjestää.⁴⁰ Sitä, että pääomadirektiivin 8 artikla tulee sovellettavaksi myös osakeanteihin, on nyttemmin pidettävä selvänä jo komission pääomadirektiivin uudistamisen yhteydessä esittämän asiaa koskevan kannanoton valossa⁴¹.

OYL:n järjestelmän kannalta voidaan kuitenkin kysyä, onko siitä, että uuden osakkeen nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo voi olla aiempien osakkeiden vastaavaa alempi, pääteltävissä suoraan, että kirjanpidollinen vasta-arvo voisi olla myös nolla. Asiallisesti osakkeen nollassi määritellyn kirjanpidollisen vasta-arvon voi katsoa merkitsevän samaa kuin että osakkeella ei ole lainkaan kirjanpidollista vasta-arvoa. Komissio on katsonut nimellisarvon ja kirjanpidollisen vasta-arvon voivan vaihdella eri osake-emisioissa, mutta sen esittämässä kannanotossa puhutaan – samoin kuin itse artiklan sanamuodossa – osakkeesta maksettavasta *vastikkeesta*, jonka täytyy olla vähintään kirjanpidollisen vasta-arvon tai nimellisarvon suuruinen⁴².

Komission esittämän kannan tausta-ajatuksena ilmeisesti onkin, että osakkeesta olisi aina annettava jonkin suuruinen osakepääoman korotukseksi merkittävä vastike. Pääomadirektiivin 8 artiklan mukaisen alikurssikiellon aineelliseksi sisällöksi voitaisiin näin tulkita, ettei osaketta saa antaa pienemmästä vastikkeesta kuin osakkeen suhteellinen osuus sen antamisen yhteydessä toteutettavan osakepääoman korottamisen määrästä. Kun OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa annissa annetun osakkeen kirjanpidollinen vasta-arvo lähtökohtaisesti on nolla, eikä siitä makseta mitään vastiketta, ei OYL 9 luvun 20 §:n mukaisen menettelyn yhteensopivuus pääomadirektiivin 8 artiklan kanssa näin välttämättä näyttäyty yhtä selvänä kuin OYL:n esitöissä on haluttu esittää. Sama koskee luonnollisesti myös maksuttoman osakkeen antamista yhtiön ulkopuolelle.

Jos OYL 9 luvun 20 §:n mukaisen annin kanssa samanaikaisesti toteutetaan osakepääoman korotus, ei menettely sen sijaan vaikuta pääomadirektiivin 8 artiklan vastaiselta. Kyseinen artikla ei kuitenkaan ole direktiivissä ainoa, jolla voisi olla merkitystä OYL 9 luvun 20 §:n kannalta. Yhtiölle suunnatun

40 *Ainaksinen* 2003, s. 964–965. Ks. myös OYL-jatkovalmistelu, s. 4.

41 Ks. KOM (2004) 730 lopullinen, s. 3.

42 Ks. KOM (2004) 703 lopullinen, s. 3.

annin kannalta ongelmallisena näyttäytyy myös pääomadirektiivin 18 artikla, jonka mukaan yhtiö ”ei saa itse merkitä omia osakkeitaan.”

Tähän ongelmaan löydetty ratkaisu on samankaltainen kuin pääomadirektiivin 8 artiklan ja aidosti nimellisarovottoman pääomajärjestelmän muodolliseksi yhteensovittamiseksi muodostettu OYL 3 luvun 5 §:n mukainen kirjanpidollisen vasta-arvon käsite. OYL:ssa omaksuttu osakemerkinnän käsite kattaa ainoastaan vastiketta vastaan tapahtuvan osakkeiden vastaanottamisen. Näin on voitu todeta, ettei yhtiölle suunnatussa maksuttomassa annissa lainkaan merkitä osakkeita, ja tällä perusteella katsoa menettely pääomadirektiivin 18 artiklan mukaiseksi.⁴³ Perustelun on avoimesti todettu olevan muodollinen⁴⁴.

Omien osakkeiden – ja emoyhtiön osakkeiden – merkitseminen, eli OYL:n käsitteistön mukaan ottaminen osakeannissa vastiketta vastaan, on kielletty OYL 15 luvun 14 §:ssä. Omaksutun osakemerkinnän käsitteen kannalta tarpeettomasti kyseisen lainkohdan sanamuoto kieltää omien osakkeiden ”vastiketta vastaan” tapahtuvan merkinnän. Jos merkinnän katsotaan tarkoittavan vain vastiketta vastaan tapahtuvaa osakkeiden ottamista, voidaan OYL 15 luvun 14 §:n kiellon ilmaisu ”vastiketta vastaan merkitä” pitää tarpeetonta toistoa sisältävänä. Voitaisiin puhua pelkästään merkinnästä. Toisaalta kirjallisuudessa on kuitenkin käytetty verbiä ”merkitä”⁴⁵ myös yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin yhteydessä, mitä vasten voi tätä OYL 15 luvun 14 §:ään otettua ilmaisu pitää myös selventävänä.

Kokonaisuutena OYL:n mukaista pääomajärjestelmää siihen sisältyvine erilaisine maksuttoman osakkeen antamismahdollisuuksineen voidaan asiassällöltään pitää vähintäänkin huonosti yhteensopivana pääomadirektiivin kanssa. Asiasta on kuitenkin mahdollista esittää argumentteja puolesta ja

43 Ks. HE 109/2005 vp., s. 112 ja s. 145 sekä OikM 2003:4, s. 166.

44 *Mähönen – Villa 2006 II*, s. 377. Perustelua voidaan kuitenkin pitää siinä suhteessa loogisena, että ennen OYL:n voimaantuloa omien osakkeiden saamista rahastoannissa pidettiin sallittuna, eikä sitä myöskään tietävästi pidetty pääomadirektiivin vastaisena, ks. esimerkiksi *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002*, s. 517 ja s. 521.

45 *Airaksinen 2003*, s. 958.

vastaan⁴⁶. Aidosti nimellisarovottomien osakkeiden salliminen oli esillä pääomadirektiivin viimeisintä muutospäätöstä⁴⁷ valmisteltaessa⁴⁸. Lisäksi OYL:n valmistelun aikana komissio antoi ymmärtää, ettei se tulisi puuttumaan jäsenvaltioiden mahdollisesti omaksumiin nimellisarovottomiin pääomajärjestelmiin⁴⁹. Tämän valossa OYL:n järjestelmä tuskin voikaan tuottaa ongelmia mahdollisen direktiivin vastaisuutensa vuoksi⁵⁰.

OYL:n valmistelun aikana esitetty arvio siitä, että yleiseurooppalainen kehitys jo lähivuosina veisi kohti aitoa nimellisarovottomuutta⁵¹, näyttää sen sijaan liioitellulta. Pääomadirektiivin edellä mainittu uusiin muutospäätöksiin säilytti 8 artiklan ennallaan. Euroopan unionin muista jäsenmaista aidosti nimellisarovottomaan pääomajärjestelmään siirtymistä on esitetty Ruotsissa sekä Isossa-Britanniassa, mutta molemmissa sen on katsottu olevan pääomadirektiivin vastainen^{52, 53}.

46 Sitä, onko nimellisarovotton pääomajärjestelmä, jossa osakkeen ja osakepääoman yhteys on katkaistu, pääomadirektiivin mukainen vai ei, on eurooppalaisella tasolla pidetty yleisesti epäselvänä, ks. *Werlauff* 2003, s. 302–303 ja Report of the High Level Group, s. 82–83 ja s. 90. Suomalaisessa viimeaikaisessa kirjallisuudessa on, sikäli kuin järjestelmän pääomadirektiivin mukaisuutta ylipäätään on käsitelty, tyydytty viittaamaan lainvalmisteluaineistossa esitettyyn, ks. esimerkiksi *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 85. Poikkeuksena tästä on kuitenkin OYL:n järjestelmää pääomadirektiivin vastaisena pitänyt *Toiviainen* 2006, s. 52 ss.

47 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/68/ETY, annettu 6 päivänä syyskuuta 2006, neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta.

48 Ks. KOM (2003) 284 lopullinen, s. 18 ja Report of the High Level Group, s. 83. Ks. myös *Werlauff* 2003, s. 82.

49 OYL-jatkovalmistelu, s. 4, todetaan, että ”komission kanssa käytyjen alustavien keskustelujen mukaan komissiolla ei ole syytä eikä aikomusta puuttua eri jäsenvaltioiden pääomajärjestelmiin niin kauan kuin osakepääoman pysyvyys on järjestetty [pääoma] direktiivissä esitetyllä tavalla.”

50 Yleisesti Euroopan unionin oikeuden etusijasta sekä sen välittömästä vaikutuksesta ja tulkintavaikutuksesta suhteessa kansalliseen oikeuteen ks. esimerkiksi *Ojanen* 2006, s. 69 ss. Pääomadirektiivin eräillä artikloilla – osakepääoman korottamista koskeva 25 ja osakkeenomistajien etuoikeutta koskeva 29 – on Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen ratkaisukäytännössä katsottu olevan välitön vaikutus, ks. tarkemmin *Dine – Koutsias* 2009, s. 279 sekä *Werlauff* 2003, s. 77 ss.

51 *Airaksinen* 2003, s. 966.

52 Ruotsin osalta, ks. tarkemmin Prop. 2004/05:85, s. 213, vrt. SOU 2001:1, s. 208. Ison-Britannian osalta ks. esimerkiksi *Sheikh* 2008, s. 97 ja s. 618–619.

53 Tässä yhteydessä mainittakoon eräänä esimerkkinä ”yleiseurooppalaisesta kehityksestä” Euroopan unionin uusien keski- ja itäeurooppalaisten jäsenvaltioiden tarpeisiin laadittu malliyhtiölaki, joka perustuu pääomadirektiivin mukaisina selvästi pidettävien nimellisarovon ja alikurssikiellon käyttöön, ks. *Dine – Koutsias – Blecher* 2007, s. 214 ja s. 227–228.

3.2 Vero-oikeudellisen sääntelyn vaikutus

OYL:n tullessa voimaan treasury-osakkeen käyttömahdollisuuksia rajoitettiin voimakkaasti verolainsäädäntö. Jos yrityskauppa, jollaisia silmälläpitäen mahdollisuus treasury-osakkeiden muodostamiseen oli otettu OYL:iin, tuli toteutettavaksi EVL (laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360) 52 f §:ssä tarkoitettuna osakevaihtona⁵⁴ tai EVL 52 d §:ssä tarkoitettuna liiketoimintasiirtona⁵⁵, ei omien osakkeiden käyttö mainittujen lainkohtien sanamuodon mukaan ollut mahdollista. Kaikissa EVL:n mukaisissa yritysjärjestelyissä edellytettiin uusien osakeannissa muodostettavien osakkeiden käyttämistä.⁵⁶ Verolainsäädännöstä johtuen OYL:n tarjoamat uudet toimintamahdollisuudet olivat näin osin ainoastaan näennäisiä. Syntynyt oikeustila oli hyvä esimerkki niin sanotusta lainsäädännön sektorikohtaisuudesta, jolla viitataan kunkin sektorin lainsäädännön pyrkimykseen edistää oman sektorinsa tavoitteita, mistä seuraa ristiriitaisuuksia muuhun lainsäädäntöön nähden⁵⁷.

Tilanne muuttui vasta tammikuun 2009 alusta voimaan tulleen EVL:n muutoksen (L 30.12.2008/1077) myötä, jolla EVL:n tarkoittamissa yritysjärjestelyissä sallittiin uusien osakkeiden ohella myös yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden käyttäminen vastikeosakkeina. Muutoksella pyrittiin joustavoittamaan yritysjärjestelyjen toteuttamista.⁵⁸ Samassa yhteydessä muutettiin muun muassa myös veronalaiseen tuloon kuulumattomia erää säätelevää EVL 6 §:ää siten, ettei yhtiön omien osakkeiden luovutuksesta saama vastike ole yhtiölle veronalaista tuloa. Treasury-osakkeiden luovuttamisen osalta korkein hallinto-oikeus oli jo aiemmin katsonut, ettei niitä luovutettaessa saatavaa vastiketta ole pidettävä yhtiön veronalaisena tulona, vaan yhtiölle verovapaana pääomasijoituksena⁵⁹. Treasury-osakkeiden

54 EVL:n mukaiseen osakevaihtoon ei tule sekoittaa sellaista omistuskauppaa, jossa vastikkeena käytetään ostajayhtiön omia osakkeita, mutta joka ei muutoin täytä EVL 52 f §:n osakevaihdon määritelmää. Tällaista menettelyä voidaan luonnehtia yksityisoikeudelliseksi osakevaihdoksi, kuten *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 557, tai muunlaisiksi osakkeiden vaihtamiseksi, kuten *Immonen – Lindgren* 2006, s. 273. EVL:n mukaisesta osakevaihdosta ks. lähemmin *Immonen* 2008, s. 359 ss.

55 EVL:n mukaisesta liiketoimintasiirrosta lähemmin ks. *Immonen* 2008, s. 317 ss.

56 Ks. esimerkiksi *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 556–558.

57 Ks. *Mähönen – Villa* 2009, s. 170.

58 Ks. HE 176/2008 vp., s. 21–22 ja s. 33.

59 KHO 2007:43. Tätä ennen omien osakkeiden luovuttamisesta saatavaa vastiketta oli pidetty yhtiön verotettavana elinkeinotulona, ks. KHO 2003:19 ja VeroH 6/1997.

ja muiden yhtiön omien osakkeiden luovutuksen kohtelu on näin yhtiön tuloverotuksen kannalta nyt yhdenmukainen.

Nyt mainittu EVL:n muutos ei kuitenkaan merkinnyt samalla muutosta varainsiirtoverotukseen, jossa pääsääntönä on, että luovutuksensaajan on suoritettava varainsiirtovero saamistaan osakkeista myös siinä tapauksessa, että kyse on treasury- tai muiden yhtiön omien osakkeiden saamisesta osakeannissa⁶⁰. Tältä osin uusien osakkeiden ja treasury-osakkeiden antaminen eivät ole edelleenkaan samassa asemassa, vaan verotus voi muodostaa esteen treasury-osakkeiden käytölle.

3.3 Treasury-osakkeiden käyttö osakkeenomistajan kannalta

3.3.1 Osakeoikeudet

Osakkeenomistajien kannalta yhtiölle itselleen suunnattua maksutonta antia on pidetty neutraalina, koska osakkeenomistajien suhteelliset asemat yhtiössä eivät muutu sen seurauksena⁶¹. Yhtiön annissa saamat osakkeet ovat OYL 15 luvussa tarkoitettuja yhtiön omia osakkeita. Annilla ei näin ole vaikutusta liikkeellä eli osakkeenomistajien omistuksessa olevien osakkeiden tuottamiin suhteellisiin taloudellisiin tai hallinnollispitoisiin oikeuksiin. Menettelyn johdosta yhtiöön ei tule lisää varoja, mutta sen varoja ei myöskään jaeta osakkeenomistajille tai muille tahoille.⁶²

Vertailukohtana osakkeiden antamiselle yhtiölle itselleen voidaan esittää muut mahdolliset keinot saada yhtiölle omia osakkeita: hankkiminen ja lunastaminen. Kummassakin näistä on kyse yhtiön varojen jakamisesta, mistä syystä niitä koskevat säännökset on sijoitettu OYL:n varojen jakamista kos-

60 Vastaavasti yhtiö on velvollinen maksamaan varainsiirtoveron hankkimistaan tai lunastamistaan omista osakkeistaan. Poikkeuksena varainsiirtoverovelvollisuuteen ovat arvo-paperipörssissä tapahtuvat luovutukset. Ks. VeroH 6/1997.

61 HE 109/2005 vp., s. 112 ja OikM 2003:4, s. 166 sekä kirjallisuudessa samalla tavoin esimerkiksi *Ainaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 149. Osakkeenomistajien suhteellisten asemien ennallaan säilymisen ja siihen perustuvan suunnattuun antiin muuten liittyvien edellytysten, kuten yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn ja päätöksentekoon liittyvän määräänemmistövaatimuksen, sivuuttamisen johdosta on voitu katsoa, ettei yhtiölle suunnattu anti itse asiassa olisi oikeastaan lainkaan suunnattu anti, *Immonen – Nuolimaa* 2007, s. 154.

62 Ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 150–151 ja s. 257.

kevaan osaan⁶³. Näihin menettelyihin liittyvät osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua koskevat kysymykset vältetään yhtiölle itselleen suunnatussa annissa, jossa yhtiön varoja ei jaeta.

Yhtiölle suunnattua antia voidaankin lähtökohtaisesti pitää yksittäisen osakkeenomistajan osakeoikeuksien kannalta turvallisena menettelynä. Sillä ei ole vaikutusta yksittäisen osakkeen yhtiössä tuottamiin oikeuksiin, ja osakkeenomistajat päättävät sen kautta yhtiölle tulleiden omien osakkeiden edelleen luovuttamisesta samassa järjestyksessä kuin uusien osakkeiden antamisesta osakeannissa. OYL 9 luvusta ilmenevällä tavalla omien osakkeiden luovuttamisessa yhtiön ulkopuolelle on kyse osakeannista aivan samoin kuin uusien osakeannissa muodostettavienkin osakkeiden antamisessa.

Treasury-osakkeiden muodostaminen yhtiön haltuun voi kuitenkin olla riskialtista yksittäisen osakkeenomistajan tai näiden vähemmistön kannalta siinä tapauksessa, että näitä osakkeita annetaan yhtiölle huomattava määrä verrattuna sen jo liikkeellä oleviin osakkeisiin tai että uudet osakkeet poikkeavat oikeuksiltaan merkittävästi aiemmista jo liikkeellä olevista osakkeista. Yksityisessä osakeyhtiössä omien osakkeiden muodostamista yhtiön haltuun ei ole määrällisesti rajoitettu. Lisäksi osakelajille voidaan, toisin kuin vuoden 1978 OYL:n voimassaoloaikana, jolloin osakkeen äänimäärä ei saanut olla suurempi kuin kaksikymmentä kertaa toisen osakkeen äänimäärä⁶⁴, yhtiöjärjestyksessä määrätä toista osakelajia korkeampi äänimäärä vailla mitään määrällistä rajoitusta. Tilanne on nyt tältä osin sama kuin aiemmin vuoden 1895 OYL:n (laki osakeyhtiöistä 2.5.1895/22) aikana.⁶⁵ Osakkeenomistajavähemmistön näkökulmasta treasury-osakkeiden suuri määrä

63 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 II, s. 75–77. Hankkimisessa on aina kyse varojen jakamisesta osakkeenomistajille, lunastamisessa taas siinä tapauksessa, että se tapahtuu vastiketta vastaan.

64 Rajoituksen tarkoituksena oli osakkeenomistajien suojaaminen estämällä yhden vain vähän pääomaa yhtiöön sijoittaneen tahon mahdollisuus hallita yhtiötä täysin moniääniosakkeiden avulla, ks. HE 27/1977 vp., s. 9 ja s. 60.

65 Kirjallisuudessa esitetyistä äänieroja koskevista esimerkeistä ks. *Mähönen – Villa* 2006 III, s. 89–90 sekä *Bernitz* 2006, s. 164. Vuoden 1895 OYL:n aikaista vastaavaan oikeustilaan palaamista on OYL:n esitöissä perusteltu sillä, että ”[s]uurimman mahdollisen äänivaltaeron rajoittamiseen johonkin mielivaltaisesti määräytyvään suhdelukuun, kuten nykyään yhden suhde kahteenkymmeneen, ei ole nähty perusteita”, HE 109/2005 vp., s. 70 ja lähes samanasaisesti OikM 2003:4, s. 121–122. Tätä vastaan voidaan kuitenkin huomauttaa, että yhtä lailla olisi mahdollista pitää kaikkia muitakin osakeyhtiölainsäädännön sisältämiä suhde- tai muun tietyn luvun mukaan määräytyviä rajoituksia tai edellytyksiä ”mielivaltaisina”.

tai niihin liittyvät poikkeukselliset oikeudet voivat muodostaa uhan heidän oikeuksiensa merkittävästä laimenemisesta, jos nämä treasury-osakkeet luovutetaan suunnatussa annissa esimerkiksi jollekin jo enemmistöasemassa olevalle osakkeenomistajalle taikka yhtiön ulkopuoliselle taholle. Niin kauan kuin treasury-osakkeet pysyvät yhtiön hallussa, ei niillä kuitenkaan ole vaikutusta aiemmin liikkeelle laskettujen osakkeiden tuottamiin suhteellisiin oikeuksiin yhtiössä.

Mahdolliset ongelmat vähemmistöosakkeenomistajien kannalta liittyvätkin näin ensi sijassa varsinaisen, yhtiön ulkopuolelle kohdistuvan osakeannin järjestämiseen, eivätkä siihen ovatko annissa emittoitavat osakkeet treasury-osakkeita vai uusia osakeantiosakkeita. Yhtiölle suunnatussa maksuttomassa annissa muodostettavat osakkeet on kuitenkin lähes kaikissa tapauksissa tarkoitus luovuttaa edelleen osakeannissa. Periaatteessa on toki mahdollista, että maksuttomassa annissa yhtiölle tulleet omat osakkeet pidetään yhtiöllä koko sen olemassaoloajan, mutta tämä tuskin koskaan on tarkoituksena osakkeita yhtiölle annettaessa. Treasury-osakkeiden mitätöimiseen voinee puolestaan käytännössä olla tarvetta vain julkisissa osakeyhtiöissä sellaisissa tilanteissa, joissa niitä koskevat omien osakkeiden hallussa pitämistä koskevat määrälliset rajoitukset vaativat tietynmääräistä omien osakkeiden mitätöintiä⁶⁶.

Maksuttomassa annissa yhtiölle tulneiden osakkeiden luovuttaminen edelleen voi vaikuttaa osakkeenomistajien asemaan yhtiössä, sillä tässä tilanteessa niiden tuottamat oikeudet ”heräävät eloon”: ennen luovutusta yhtiön hallusta treasury-osake onkin vasta eräänlainen ”ei-vielä-osake”. Treasury-osakkeiden luovuttaminen yhtiön hallusta vastaa osakkeenomistajien kannalta uusien osakkeiden antamista.⁶⁷ Jos tällaiset osakkeet luovutetaan yhtiön aiemman osakkeenomistajapiirin ulkopuolelle, laimenee aiempien osakkeenomistajien osuus yhtiön osakkeiden tuottamista oikeuksista⁶⁸. Tässäkin jaksossa jo mainitulla tavalla tällaisten osakkeiden luovuttamiseen sovelle-

66 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 257.

67 Ks. HE 109/2005 vp., s. 99 ja s. 112, OikM 2003:4, s. 152–153 ja s. 166, *Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 477 ja s. 532–533 sekä *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 148 ja s. 257–258.

68 Ks. esimerkiksi *Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 486.

taan OYL:n osakeantia koskevia säännöksiä⁶⁹. Siinä tapauksessa, että osakkeet luovutetaan aiempien osakkeenomistajien merkintätuoikeudesta poiketen, mikä on tilanne esimerkiksi käytettäessä tällaisia osakkeita vastikkeena yrityskaupassa, tulevat näin sovellettavaksi aiempien osakkeenomistajien asemaa suojaavat suunnattua antia koskevat muun muassa päätöksenteon määränemmistöä ja yhtiön kannalta olemassa olevaa painavaa taloudellista syytä koskevat säännökset.

Yksittäisen osakkeenomistajan aseman ei voinekaan katsoa olevan treasury-osakkeita luovutettaessa sen huonompi tai parempi kuin uusia osakeanti-osakkeita annettaessa. Oma asiansa onkin sen sijaan kysymys siitä, onko yksittäisen osakkeenomistajan ja osakkeenomistajien vähemmistöjen oikeussuoja otettu riittävällä tavalla huomioon OYL:n osakeantia ja erityisesti suunnattua osakeantia koskevissa sekä niihin vaikuttavissa säännöksissä. Esimerkkeinä tältä kannalta mahdollisesti ongelmallisia piirteitä sisältävistä OYL:n ratkaisuksista voidaan mainita mahdollisuus poiketa osakkeenomistajan merkintätuoikeudesta yksityisessä osakeyhtiössä yhtiöjärjestyksen määräyksellä, mahdollisuus maksuttoman osakeannin suuntaamiseen⁷⁰ sekä jo

69 Tältä kannalta *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 257, toteavat harhaanjohtavasti, että ”[y]htiön haltuun suunnatulla maksuttomalla osakeannilla tulleet osakkeet voidaan luovuttaa osakeannissa maksua vastaan – – [n]e voidaan myös myydä tai tarvittaessa mitätöidä.” Treasury-osakkeiden myyminen eli luovuttaminen maksua vastaan tapahtuu aina maksullista osakeantia koskevien säännösten mukaisesti eli käytännössä maksullisessa osakeannissa; tällaisia osakkeita ei näin voi vain ”myydä” samalla tavoin kuin esimerkiksi yhtiön omistuksessa olevia toisen yhtiön osakkeita tai yhtiön omistuksessa olevia esineitä. Tällainen mahdollisuus merkitsisi käytännössä suunnattua osakeantia koskevien säännösten kiertämistä, jos yhtiö voisi ensin antaa itselleen maksuttomia osakkeita, ja tämän jälkeen yksinkertaisesti ”myydä” ne haluamalleen taholle.

70 Suunnatun maksuttoman osakeannin salliminen sai osakkeen kritiikkiä vielä OYL:n valiokuntakäsittelyn aikana, ks. TaVM 7/2006 vp., s. 5–6. OYL 9 luvun 17 § vertautuu pitkälti vuoden 1895 OYL:n aikaiseen oikeustilaan. Tuolloin suunnattua rahastoantia pidettiin sallittuna, ks. esimerkiksi *Huttunen* 2005, s. 43 ja s. 52.

edellä tässä jaksossa esille tullut erilajisten osakkeiden tuottaman äänimäärän suurinta sallittua eroa koskevasta sääntelystä luopuminen⁷¹.

OYL:n mukainen periaate soveltaa osakeantia koskevia säännöksiä niin yhtiön omien kuin uusienkin osakkeiden luovuttamiseen on yksittäisen osakkeenomistajan aseman kannalta vastaava kuin syyskuun 1997 alusta voimaan tulleesta (L 14.2.1997/145) vuoden 1978 OYL 7 luvun 7 §:stä ilmennyt periaate, jonka mukaan yhtiölle kuuluvien omien osakkeiden luovuttamiseen sovellettiin soveltuvin osin, mitä osakepääoman korotuksesta oli säädetty.

Tilanne osakkeenomistajan aseman kannalta oli heikompi vuoden 1997 uudistusta edeltäneessä vuoden 1978 OYL:ssa. Tuolloin yhtiölle rahastoannissa tulleiden osakkeiden luovuttamisesta ei ollut säännöksiä, jolloin niiden luovuttamisesta päättämisen katsottiin kuuluvan hallituksen toimivaltaan⁷². Huomattava kuitenkin on, ettei omien osakkeiden saaminen osakeannissa vastikkeetta kuulunut vuoden 1978 OYL:n aikana yhtiöiden yleisiin toimintamahdollisuuksiin, vaan saattoi tulla kysymykseen vain rajoitetuissa tilanteissa⁷³. Omien osakkeiden saamista rahastoannissa, joka muistuttaa nykyistä omien osakkeiden saamista yhtiölle suunnatussa maksuttomassa annissa, ei toisaalta kuitenkaan ilmeisesti pidetty mitenkään erityisen ongelmallisena tilanteena⁷⁴.

71 Kirjallisuudessa rajoituksen poistamista onkin myös kritisoitu, ks. *af Schultén* 2006, s. 313 sekä *Toiviainen* 2006, s. 60–61. Osakkeiden erilajistaminen äänimäärän perusteella on ennen muuta pohjoismainen ilmiö, ks. *Bernitz* 2006, s. 161. Tätä taustaa vasten on kiintoisaa havaita, että Ruotsissa toteutetun osakeyhtiölainsäädännön uudistamisen yhteydessä keskustelua on käyty siitä, tuleeko osakkeiden välisiä äänieroja sallia lainkaan, ja lopulta pitäydytty moniääniosakkeiden sallimisessa siten, että yksi osake saa tuottaa toiseen verrattuna enintään kymmenkertaisen äänimäärän, ks. Prop. 2004/05:85, s. 248 sekä *Skog* 2006, s. 130–131. Suomessa harkittiin vielä 1990-luvulla suurimman sallitun äänivaltaeron kaventamista Ruotsissa noudatetun sääntelyn mukaiseksi, ks. KM 1992:32, s. 239–240. Myös vuoden 1978 OYL:n valmisteluvaiheessa suunniteltiin aluksi suurimmaksi sallituksi äänivaltaeroksi yhden suhdetta kymmeneen, ks. KM 1969 A 20, s. 117.

72 Ks. KM 1992:32, s. 252–253.

73 Omien osakkeiden saaminen rahastoannissa lienee ollut mahdollista vuoden 1978 OYL:n aikana lähinnä siinä tapauksessa, että osakkeita on annettu omia osakkeitaan omistavalle yhtiölle merkintätuoikeuden nojalla tai – vuoden 1978 OYL:n sanamuodon mukaan tosin kielletyssä – kaikkien osakkeenomistajien suostumuksin järjestetyssä suunnatussa rahastoannissa.

74 Rahastoanti mainittiin usein vain eräänä tilanteena, jossa yhtiö saattoi vastikkeetta saada haltuunsa omia osakkeitaan, ks. *Kyläkallio – Iivola – Kyläkallio* 2002, s. 517 ja s. 521 sekä KM 1992:32, s. 253.

3.3.2 Osakeomistuksen arvo

Yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin on katsottu olevan neutraali paitsi aiempien osakkeenomistajien osakeoikeuksien, myös näillä olevien osakkeiden arvon kannalta⁷⁵. Osakkeen arvo ei kuitenkaan ole yhtä yksiselitteisesti määriteltävissä kuin osakkeen tuottamat oikeudet. Osakkeen arvolla voidaan tarkoittaa esimerkiksi osakkeen käypää hintaa, jollaisena lähtökohteisesti pidetään osakkeiden markkinoilla määräytyvää markkinahintaa. Se voidaan myös määrittää teoreettisesti tuottoarvona tai substanssiarvona. Paitsi osakkeidensa myyntiä harkitsevalle osakkeenomistajalle, on osakkeen arvolla ja sen määrittämisellä merkitystä yksittäiselle osakkeenomistajalle muun muassa erilaisissa osakkeen lunastustilanteissa. Niistä useissa lunastaminen tapahtuu osakkeen käypään arvoon⁷⁶, mutta esimerkiksi yhtiöjärjestykseen otettuun lunastuslausekkeeseen perustuvassa osakkeiden lunastuksessa käypä hinta lunastushintana on OYL 3 luvun 7 §:n mukaan ainoastaan oletama niitä tilanteita varten, joissa yhtiöjärjestyksessä ei ole määrätty muuta lunastushintaa⁷⁷.

Osakkeen tuottoarvo on koko yhtiön tuottoarvo jaettuna sen osakkeiden lukumäärällä. Sitä laskettaessa ei oteta huomioon yhtiön itsensä omistamia omia osakkeita. Tällaisia osakkeita ei myöskään oteta lukuun laskettaessa osakkeen substanssi- eli likvidaatioarvoa, jolla tarkoitetaan yhtiön nettovallisuuden arvoa jaettuna osakkeiden lukumäärällä.⁷⁸ Verotuksessa käytettäväksi tarkoitettu ArvostamisL:n (laki varojen arvostamisesta verotuksessa 22.12.2005/1142) 2 §:ssä määritelty osakkeen matemaattinen arvo merkitsee osakkeen arvon laskemista substanssiarvona⁷⁹. ArvostamisL:n sanamuodon mukaisesti vain yhtiön lunastamat ja hankkimat omat osakkeet jätetään ottamatta huomioon osakkeen matemaattista arvoa laskettaessa. Sen tulkin-

75 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 150.

76 Näin on OYL:iin perustuvista tilanteista esimerkiksi sulautuvan yhtiön osakkeiden lunastuksessa, jota jakautumisesta vastaa jakautumisvastikkeen lunastaminen, sekä OYL 18 luvun mukaisissa vähemmistöosakkeenomistajien lunastustilanteissa.

77 Kuten *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 134, toteavat, käytännössä esiintyy hyvin monenlaisia määräyksiä lunastushinnan määrittelemisestä. Lunastushinnaksi voidaan näin määrätä esimerkiksi osakkeen matemaattinen arvo tai – nimellisarvoisesa järjestelmässä – osakkeen nimellisarvo taikka yhtiöjärjestykseen otetun laskukaavan avulla määrittyvä arvo.

78 Tarkemmin tuotto- ja substanssiarvon laskemisesta ks. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008, s. 285–287.

79 Ks. tarkemmin esimerkiksi *Mähönen – Villa* 2009, s. 434–436.

naksi on kuitenkin muodostunut, ettei myöskään yhtiölle maksuttomassa annissa tulleita omia osakkeita tällöin oteta huomioon⁸⁰. Tämä sopii yhteen sen OYL:n järjestelmän lähtökohdan kanssa, jonka mukaan yhtiölle maksuttomassa annissa tulleisiin osakkeisiin sovelletaan yhtiön omia osakkeita koskevia sääntöjä. Yhtiölle suunnatulla maksuttomalla osakeannilla ei näin ole vaikutusta sen paremmin osakkeen substanssi- tai matemaattiseen arvoon kuin tuottoarvoonkaan.

Yhtiölle annettavan maksuttoman osakkeen vaikutus tai vaikuttamattomuus yhtiön osakkeen käypään arvoon ei sen sijaan välttämättä ole yhtä helposti osoitettavissa. Yhtiölle itselleen suunnatulla maksuttomalla annilla on todettu voivan olla vaikutusta yhtiön osakekohtaisten tunnuslukujen laskemiseen⁸¹. Sijoittajat saattavat käyttää osakekohtaisesti laskettuja tunnuslukuja sijoituspäätöksensä pohjana, vaikkakin yksittäisten tunnuslukujen voidaan katsoa osoittavan osakkeen arvostusta vain varsin karkeasti⁸². Yhtiölle suunnatulla maksuttomalla annilla saattaisi tältä kannalta olla vaikutusta sen osakkeen arvostukseen. Osakekohtaisten tunnuslukujen kautta välittyvä vaikutus osakkeiden arvoon on ymmärrettävästi relevantti lähinnä julkisesti noteerattujen yhtiöiden osalta, mutta mahdollisena voinee pitää vastaavanlaista vaikutusta osakkeen arvostukseen myös muissa yhtiöissä.

Käytännön esimerkkinä tästä voidaan hahmottaa tilanne, jossa yhtiön vähemmistöosakkeenomistaja on kiinnostunut luopumaan osakeomistuksestaan ja myymään sen yhtiön ulkopuoliselle. Jos yhtiö antaa itselleen omia osakkeitaan, joita voidaan olettaa olevan tarkoitus myöhemmin antaa yhtiön ulkopuolelle suunnatussa annissa, voi mahdollinen yhtiön osakkeista kiinnostunut yhtiön ulkopuolinen ostaja ottaa huomioon yhtiölle maksutta annetut osakkeet, niiden lukumäärän ja niiden tuottamat oikeudet verrattuna aiemmin liikkeelle laskettuihin osakkeisiin sekä niiden yhtiön ulkopuolelle antamisen aiheuttaman suunnattuun antiin muutenkin liittyvän aiempien osakkeiden laimenemisen jo etukäteen ennen yhtiölle maksuttomassa annissa tulleiden osakkeiden antamista yhtiön ulkopuolelle siinä hinnassa, jonka hän on valmis maksamaan yhtiön vähemmistöosakkeista.

80 *Immonen* 2008, s. 311.

81 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 152.

82 Ks. tunnuslukujen merkityksestä sijoittajalle esimerkiksi *Lauriala* 2001, s. 191–192.

Tällaisessa tilanteessa yhtiölle suunnatulla maksuttomalla annilla voisi olla vaikutusta osakkeitaan myyvän vähemmistöosakkeenomistajan osakeomistuksen arvoon ja samalla osaltaan myös vähemmistöosakkeiden tosiasialliseen vaihdettavuuteen⁸³.

Ääritapauksessa on ajateltavissa, että määräävä osakkeenomistaja voisi jopa käyttää väärin maksutonta antia yhtiölle tarkoituksenaan estää vähemmistöosakkeiden luovutus mahdolliselle ostajalle ja pakottaa vähemmistössä oleva osakkeenomistaja luovuttamaan osakkeensa määräävässä asemassa olevalle osakkeenomistajalle alihintaan. Menettelyn tällainen mahdollinen vaikutus osakeomistuksen arvoon ennen osakkeiden luovuttamista edelleen yhtiön hallusta olisi kuitenkin joka tapauksessa ilmeisen tilannesidonnaista sekä vaikeasti määritettävissä⁸⁴.

Treasury-osakkeiden luovuttaminen edelleen yhtiön hallusta vastaa puolestaan myös osakeomistuksen arvossa tapahtuvien muutosten kannalta kokonaan uusien osakkeiden antamista. Siinä tapauksessa, että osakkeet luovutetaan yhtiön hallusta suunnattuna maksuttomana osakeantina, voidaan annin ulkopuolelle jäävien aiempien osakkeenomistajien omistuksen arvon laimennemistä pitää selvänä, mutta vastaava laimennemisvaikutus on mahdollinen myös silloin, jos osakkeet luovutetaan maksullisessa suunnatussa annissa.⁸⁵

Vastaavalla tavalla kuin osakkeisiin liittyvien oikeuksienkin osalta on edellä niitä käsittelevässä jaksossa tullut esille, treasury-osakkeiden luovutukseen liittyvät aiempien osakkeenomistajien omistuksen arvoaakaan koskevat vaikutukset eivät ensi sijassa liity siihen, ovatko osakeannissa annettavat osakkeet juuri yhtiölle maksutta annettuja osakkeita vai uusia osakeannissa muodostettavia osakkeita. Sen sijaan merkityksellistä on, millä tavalla osakkeiden antaminen yleensä on järjestetty ja millaiset säännökset sitä koskevat.

83 Kaikkien osakkeenomistajien yhtäläisen oikeuden luopua osakkeistaan vastikkeellisesti on katsottu olevan osa osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta, ks. *Mäntysaari* 2002, s. 78.

84 Arvonmäärityskysymysten ratkaisu ei useinkaan ole mahdollista vain lainopin keinoin, ks. esimerkiksi *Lauriala* 2001, s. 16–17. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä yhtiölle itselleen suunnatun osakeannin vaikutuksesta osakkeiden arvoon voisi saada käsityksen selvittämällä empiirisesti, millainen vaikutus menettelyllä on sen toteuttavan yhtiön osakkeen kurssiin. Tällä tavoin saatava kuva menettelyn vaikutuksista olisi kuitenkin puutteellinen siinä suhteessa, ettei se kertoisi siitä mitään sellaisten yhtiöiden osalta, joiden osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena.

85 Ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 148.

3.3.3 Osakkeenomistajan oikeussuojakeinoista

Siinä tapauksessa, että määrävä osakkeenomistaja voisi käyttää yhtiölle suunnattua maksutonta antia sellaisenaan vähemmistössä olevan osakkeenomistajan ”näännyttämiseen”, tulisi kyseisen vähemmistöosakkeenomistajan kannalta arvioitavaksi, millä keinoin hän voisi puuttua menettelyyn. Ensisijaisena mahdollisuutena näyttäisi olevan vetoaminen OYL 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteeseen ja yleislausekkeeseen joko siten, että osakeantipäätös katsottaisiin niiden vastaisena pätemättömäksi tai mitätömäksi, tai siten, että osakeantia pidettäisiin yhdenvertaisuusperiaatetta rikkomalla tapahtuneena OYL 23 luvussa tarkoitettuna vaikutusvallan väärinkäyttönä.

Osakkeenomistajien kannalta muodollisesti neutraali menettely, jonka seurauksena osakkeenomistajien omistus- ja valtasuhteet yhtiössä eivät sinänsä muutu, voisi merkitä enemmistöosakkeenomistajalle annettavaa epäoikeutettua etua vähemmistöosakkeenomistajan kustannuksella esimerkiksi siten, että vähemmistöosakkeenomistaja menettää tosiasiallisen mahdollisuutensa luovuttaa osakkeensa yhtiön ulkopuoliselle ostajalle. Käytännössä tällaisen vaikutuksen osoittaminen saattaa kuitenkin olla vaikeaa. Yleensä sellaista päätöstä, joka muodollisesti kohtelee kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, mutta jonka vaikutukset yhtiön ulkopuolisista syistä ovat eri osakkeenomistajien kannalta erilaisia, on pidetty yhdenvertaisuusperiaatteen valossa hyväksyttävänä^{86, 87}.

86 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 28–30, jotka toisaalta oikeuskäytännöstä mainitsevat ratkaisun KKO 1991:46 esimerkkinä siitä, että joissakin tapauksissa myös osakkeenomistajia pintapuolisesti samalla tavoin kohteleva päätös voi tosiasiallisten vaikutustensa takia olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.

87 Vaikka myös vain tosiasiallisesti osakkeenomistajien taloudellista yhdenvertaisuutta loukkaava yhtiökokouksen päätös voisi yksittäistapauksessa olla OYL 1 luvun 7 §:n vastainen, saattaa käytännössä olla, ettei yksittäinen osakkeenomistaja olisi valmis ottamaan kanteen nostamiseen liittyvää riskiä. Yhdenvertaisuusperiaatteeseen vetoamisen menestyksellisyys osalta on voitu huomauttaa, ettei periaate sellaisenaan riittänyt estämään 1980-luvulla sellaisten suunnattujen antien järjestämistä, jotka todellisuudessa tuottivat etua vain joillekin osakkeenomistajatahoille muiden kustannuksella, mikä johti suunnattuja anteja koskeneeseen vuoden 1978 OYL:n uudistukseen (L 12.6.1992/504) 1990-luvun alussa, ks. *af Schultén* 2006, s. 314. Vastaavasti voidaankin yhdenvertaisuusperiaatetta pitää epävarmana osakkeenomistajan suojakeinona myös yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin osalta, jos se käytännössä osoittautuu joissakin tilanteissa ongelmalliseksi yksittäisen osakkeenomistajan kannalta.

Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltuvuuden lisäksi voidaan myös kysyä, voiko poikkeuksellisella tavalla yksittäisen osakkeenomistajan asemaan vaikuttava maksutonta antia yhtiölle koskeva päätös olla soviteltavissa OikTL (laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228) 36 §:n nojalla tai mahdollisesti pidettävissä pätemättömänä OikTL 33 §:n perusteella. OikTL 36 §:n katsotaan nykyisin vakiintuneesti soveltuvan yhtiöjärjestykseen⁸⁸ sekä eräisiin muihinkin yhtiöoikeudellisiin tilanteisiin, kuten yhtiökokouksen päätöksiin⁸⁹. Samoin on OikTL 33 §:n katsottu voivan soveltua sekä yhtiöjärjestykseen⁹⁰ että yhtiökokouksen päätöksiin⁹¹.

Sekä OikTL 36 §:n että 33 §:n soveltamiseen yhtiöoikeudessa on yleensä suhtauduttu hyvin pidättyvästi⁹². Sinänsä voisi olla kuviteltavissa, että osakkeenomistaja, joka menettää mahdollisuutensa osakkeidensa luovuttamiseen yhtiölle suunnattua maksutonta osakeantia koskevan päätöksen – tai jonkin muun toimenpiteen – seurauksena, voisi pitää päätöstä kohtuuttomana niiden perusteltujen taloudellisten odotusten⁹³ valossa, joita hänellä oli hankkiessaan yhtiön osakkeita. Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamista on kuitenkin pidetty yhtiökokouksen päätöksen osalta ensisijaisena niin, ettei sovittelulle sen jälkeen todennäköisesti juurikaan jäisi tilaa⁹⁴.

88 HE 109/2005 vp., s. 41 ja *Mähönen – Villa* 2006 I, s. 166–167.

89 *Savela* 2001, s. 23. Oikeuskäytännöstä ks. KKO 1999:42 ja 1990:171.

90 Ks. HE 109/2005 vp., s. 41.

91 *Savela* 2001, s. 23 alav. 61, joka viittaa oikeuskäytännöstä ratkaisuihin KKO 1978 II 55 ja KKO 1961 II 100. Vanhemmassa kirjallisuudessa esimerkiksi *Raninen* 1959, s. 70–71, katsoi yksiselitteisesti, ettei yhtiökokous saa tehdä kunnianvastaista ja arvotonta ratkaisua mainiten esimerkkinä tilanteen, jossa jotkut osakkeenomistajat epärehellisellä tavalla käyttäisivät hyväkseen toisten osakkeenomistajien tietämättömyyttä ja saisivat aikaan yhtiökokouksen päätöksen, joka olisi epäedullinen näille toisille osakkeenomistajille.

92 HE 109/2005 vp., s. 41, painotetaan sitä, että OikTL 36 §:n soveltamisen on oltava ”hyvin poikkeuksellista”. Ks. myös *Savela* 2001, s. 28–30, joka kiinnittää huomiota sovittelun aiheuttamaan oikeusvarmuuden heikkenemiseen. Osakemerkinnän pätemättömyyteen OikTL 33 §:n nojalla on perinteisesti katsottu voitavan vedota vain ennen yhtiön perustamisen tai osakepääoman korotuksen merkitsemistä kaupparekisteriin, ks. *Caselius – Heikonen – Huttunen* 1974, s. 69 ja *Drockila* 1965, s. 237. Sen valossa lienee katsottava, ettei OikTL 33 §:ään voitaisi vedota yhtiölle suunnattua maksutonta antia koskevan yhtiökokouksen päätöksen osalta sen jälkeen, kun päätöksen mukaan yhtiölle annetut osakkeet on rekisteröity.

93 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 28 alav. 35, esittävät yhdenvertaisuusperiaatteen osalta, että enemmistöosakkeenomistajan ja johdon päätösvallan rajoja voitaisiin arvioida niiden oikeutettujen odotusten kautta, joita tyypillisesti vähemmistön muodostavilla osakkeenomistajilla on.

94 *Savela* 2001, s. 23. Ks. myös *Toivainen* 2006, s. 61, joka toteaa kohtuuttomuuteen vetoamista pidetyn yleensä teoreettisena ja jopa yleislausekkeisiin vetoamista vaikeampana.

Kaikkiaan voidaan todeta, että siinä tapauksessa, että maksuttomien osakkeiden antamista yhtiölle voitaisiin poikkeuksellisesti käyttää toisen osakkeenomistajan kannalta epälojaalilla tavalla tämän osakeomistuksen arvon kannalta, ovat menettelyn kohteeksi joutuneen osakkeenomistajan mahdollisuudet puuttua asiaan suhteellisen heikot. Mikäli tällaisia tilanteita esiintyisi käytännössä, voitaisiin siihen puuttua todennäköisesti tehokkaimmin ottamalla OYL:iin kaikkia yhtiöitä koskeva rajoitus siitä, kuinka paljon omia osakkeita yhtiön haltuun voidaan OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa maksuttomassa annissa muodostaa.

3.4 Treasury-osakkeiden käyttö yhtiön velkojien kannalta

Osakkeiden antaminen maksutta yhtiölle itselleen ei itsessään heikennä yhtiön velkojien asemaa. Yhtiön varoja ei tällöin jaeta, sillä yhtiö ei maksa osakkeista mitään. Tällöin ei luonnollisestikaan ole tarvetta OYL:n varojenjakotestien – OYL 13 luvun 5 §:stä ilmenevä *tasetesti*, jonka mukaan yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat, ja OYL 13 luvun 2 §:stä ilmenevä *maksukykyisyystesti*, jonka mukaan veroja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden – soveltamiseen.⁹⁵ Tästä syystä maksuttomien osakkeiden antamista yhtiölle voidaan pitää velkojien näkökulmasta omien osakkeiden hankkimiseen tai lunastamiseen verrattuna ongelmattomana tapana saada yhtiön käyttöön omia osakkeita.

Toisaalta velkojien asema ei menettelyn seurauksena myöskään vahvistu, sillä yhtiö ei saa osakkeista mitään uutta varallisuutta eikä yhtiön sidottuun omaan pääomaan siirretä uusia varoja. Yhtiölle annettuja osakkeita ei, toisin kuin yhtiölle lunastettuja tai hankittuja osakkeita, merkitä lainkaan taseeseen, koska niillä ei ole hankintamenoa, joka vähentäisi vapaata omaa pääomaa.⁹⁶

Ensimmäinen varsinainen yhtiölle itselleen annettuja osakkeita koskeva tasekirjaus tapahtuu vasta, kun osakkeita luovutetaan yhtiön hallusta vastiketta vastaan eli maksullisissa osakeannissa. Tällöin yhtiö saa varoja, jotka ta-

⁹⁵ Mähönen – Villa 2006 II, s. 150–151 ja Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 359.

⁹⁶ Mähönen – Villa 2006 II, s. 150–151.

seessa merkitään lähtökohtaisesti vapaan oman pääoman lisäykseksi. Yhtiön luovuttamista omista osakkeista maksettava määrä merkitään OYL 9 luvun 6 §:n 2 momentin mukaan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon, jollei sitä osakeantipäätöksessä ole määrätty merkittäväksi kokonaan tai osittain osakepääomaan taikka KPL:ssa (kirjanpitolaki 30.12.1997/1336) toisin säädetä. Olettama on päinvastainen kuin uusia osakkeita annettaessa, jolloin osakkeista maksettava määrä merkitään OYL 9 luvun 6 §:n 1 momentin nojalla lähtökohtaisesti osakepääomaan. Olettama perustuu siihen, että yhtiökäytännössä on arvioitu ensisijaisesti haluttavan jatkaa vuoden 1978 OYL:n aikana totuttua käytäntöä⁹⁷. Jos treasury-osakkeita luovutetaan maksuttomassa osakeannissa, yhtiön taseasemassa ei sen sijaan tapahdu muutoksia.⁹⁸

Velkojen aseman voisi lähtökohtaisesti katsoa vahvistuvan treasury-osakkeiden maksullisen luovutuksen myötä. Yhtiö saa tällöin uusia varoja, mikä seurauksena sen maksukyvyyn voi olettaa paranevan. Sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston jakokelpoisuuden vuoksi treasury-osakkeiden maksullinen luovutus merkitsee kuitenkin uusien osakkeiden antamiseen verrattuna pääsääntöisesti vähemmän varmaa yhtiön maksukykyisyyden paranemista. Kyseisen rahaston palauttamisen yhteydessä ei tarvitse soveltaa osakepääoman alentamisen kohdalla edellytettyä OYL 14 luvun mukaista velkojien suojaamennettelyä, vaan sen jakaminen osakkeenomistajille vastaa osingonjakoa esimerkiksi päätöksentekotapansa sekä jaettavaa määrää koskevien säännösten osalta. Jakopäätöksessä on kuitenkin aina mainittava, onko kyse osingonjaosta vai vapaan oman pääoman jakamisesta vaiko molemmista samanaikaisesti. Kummassakin tapauksessa sovellettavaksi tulevat sekä tase- että maksukykyisyystesti.⁹⁹

Velkojen kannalta OYL:n myötä tapahtunutta maksukykyisyystestin käyttöönottoa voi pitää merkityksellisenä muun muassa juuri treasury-osakkei-

97 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 503–504. Vuoden 1978 OYL:n mukaan osakkeen merkintähinta merkittiin kuitenkin aina sidottuun omaan pääomaan (osakepääomaan ja ylikurssirahastoon).

98 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 147 ja s. 151. Vrt. *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 360–361, jotka katsovat, että omia osakkeita maksullisessa osakeannissa luovutettaessa niistä maksettu merkintähinta tulisi merkitä tilikauden voitto-tilille eikä sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon.

99 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 437–439 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 322–324.

den vastikkeellisen luovuttamisen kannalta. Ilman kyseistä testiä riski tällaisten osakkeiden luovuttamisesta saadun sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon merkityn vastikkeen jakamisesta osakkeenomistajille yhtiön ja velkojien etujen vastaisesti voisi olla suurempi¹⁰⁰.

Maksukykyisyydesti ja sen tulkinta on kuitenkin herättänyt jonkin verran keskustelua kirjallisuudessa. Testin keskeisenä ongelmana on pidetty sitä, ettei OYL:ssa tai sen valmisteluaineistossa ole tarkemmin määritelty sitä, mitä maksukykyisyydellä tarkoitetaan¹⁰¹. Käsitteen tarkemman sisällön määrittäminen on jätetty vastaisen oikeuskäytännön varaan. OYL:n maksukykyisyydedellytystä onkin voitu pitää kritiikille alttiina.¹⁰² Käytännössä sen tulkinnanvaraisuus on koettu ongelmalliseksi erityisesti tilintarkastusalalla¹⁰³.

Treasury-osakkeiden käytön kannalta on mahdollista hahmottaa maksukykyisyydestiin liittyviin ongelmiin ja tulkinnanvaraisuuteen pohjautuva tilanne, jossa tällaiset osakkeet luovutetaan maksullisessa osakeannissa, mutta näin saatuja sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon merkittyjä varoja ei käytetäkään yhtiön toiminnan rahoittamiseen, vaan jaetaan osakkeenomistajille, vaikka jako siitä huolimatta, ettei siitä ainakaan lyhyellä aikavälillä seuraisi yhtiön maksukyvyttömyys, olisi yhtiön vakavaraisuuden ja toiminnan jatkumisen kannalta pitkällä tähtäimellä yhtiön kannalta kielteisiin seurauksiin johtava ja näin myös velkojien¹⁰⁴ edun vastainen¹⁰⁵. Tällaisten tilanteiden mahdollisuus riippuu osaltaan siitä, millaiseksi maksukykyisyydestin tulkinta oikeuskäytännössä muodostuu.

100 Yhtiön maksukykyyn ylittävä varojenjakoa ei kuitenkaan ole ollut sallittua myöskään ennen OYL:n voimaantuloa, vaan sitä on pidetty yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuuden vastaisena, ks. HE 109/2005 vp., s. 125.

101 Ks. HE 109/2005 vp., s. 125–126. Ks. myös OikM 2003:4, s. 180–181 ja s. 317, jossa varojenjaon edellytykseksi oli ehdotettu sitä, ettei jaon seurauksena yhtiötä uhkaisi maksukyvyttömyys. OikM 2003:4, s. 180, todettiin nimenomaisesti, että ehdotetun ”uhkaavan maksukyvyttömyyden” käsitteen tarkka sisältö tulisi määräytymään oikeuskäytännössä.

102 Ks. *Jokinen* 2008, s. 239 ja *Villa* 2007, s. 155.

103 *Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 239.

104 Jos anti on suunnattu ja erityisestikin jos treasury-osakkeilla on muita osakkeita heikompi oikeus jaettaviin varoihin, voi tällaista menettelyä arvioida myös osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta.

105 *Toiviainen* 2006, s. 55–57, on yleisesti arvioinut voitonjakokelpoisten varojen piiriin laajenemisen ja OYL 13 luvun 2 ja 3 §:n voivan yhdessä johtaa siihen, että varojen jakaminen on käytännössä mahdollista siten, että yhtiön kannattavuus ja vakavaraisuus kärsivät siitä jopa lyhyehkölläkin aikavälillä.

Maksukykyisyydestä voidaan pitää velkojien kannalta myönteisenä pyrki-
myksenä kehittää osakeyhtiöiden varojenjako sääntöä sekä velkojiensuo-
jaa yleisestikin. Testin tulkinvaraisuuden sekä muun muassa juuri sijoit-
tetun vapaan oman pääoman rahaston jakokelpoisuuden ja siitä johtuvan
pääsääntöisen luovutetuista treasury-osakkeista maksetun pääomapanoksen
palauttamismahdollisuuden¹⁰⁶ takia on silti perusteltua pyrkiä selvittämään
myös *de lege ferenda* sitä, onko velkojien ja samalla muidenkin sidosryhmi-
en suoja niiden etujen vastaista varojenjako vastaan mahdollista tehostaa
edelleen joko nykyisen maksukykyisyydestin tulkinvaraisuutta vähen-
tämällä taikka muilla tavoin. Tavoiteltavana voitaneen pitää sisällöltään
mahdollisimman yksiselitteisten ja jakopäätökseen nähden etukäteisten
varojenjaon edellytysten kehittämistä. Yhtiön tultua maksukyvyttömäksi ja
mahdollisesti asetetuksi konkurssiin voi olla vaikeaa osoittaa, että yhtiön
hallituksen tai osakkeenomistajien olisi pitänyt tietää ennen yhtiön mak-
sukyvyttömyyden toteamista tapahtuneen varojenjaon aiheuttavan yhtiön
maksukyvyttömyyden. Maksukykyisyydestin noudattamisen arviointi ei
ymmärrettävästi voi olla jälkikäteistä eikä vain se, että yhtiöstä tulee mak-
sukyvytön lyhyehkön ajan kuluessa varojen jakamisesta, sellaisenaan osoita
säännöstä rikotun¹⁰⁷.

Kirjallisuudessa OYL:n maksukykyisyydestä on esitetty voitavan tulkita sa-
mantyyppisesti kuin Ruotsin ABL (aktiebolagslag 2005:551) 17 luvun 3 §:n
2 momentista ilmenevää niin sanottua varovaisuussääntöä¹⁰⁸ ja yhdysvalta-
laisen MBCA 6.40(c) §:n mukaista kaksiosaista maksukykyisyydestä, jossa
maksukyvyyn lisäksi arvioitavaksi tulee myös mahdollinen ylivelkaisuus¹⁰⁹.
Arvioinnin lähtökohtana olisi tällöin vahvistettu ja tilintarkastettu tilinpää-

106 Kysymys ei liity yksin tähän, vaan myös yleisesti OYL:sta ja kansainvälisistä tilinpää-
tösstandardeista johtuvaan sidotun oman pääoman laajuuden supistumiseen ja vastaa-
vaan jakokelpoisten varojen määrän lisääntymiseen.

107 HE 109/2005 vp., s. 125 ja OikM 2003:4, s. 181. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006
II, s. 317.

108 Lähemmin varovaisuussäännön sisällöstä ja tulkinnasta ks. Prop. 2004/5:85, s. 383–
384 ja s. 751–752. Varovaisuussäännön sisältöä on voitu kuitenkin pitää melko epä-
täsmällisenä, ks. *Skog* 2006, s. 90. Vrt. *Toiviainen* 2006, s. 57, joka puolestaan pitää
sääntöä pelkän maksukyvyyn arvioimista tehokkaampana suojakeinona yhtiön ja sen
velkojien etujen vastaista varojenjako vastaan.

109 Ks. MBCA 2007, s. 6-41–6-49 sekä *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 318–319 ja OikM
2003:4, s. 61. Ks. myös *Villa* 2007, s. 146, jonka esittämästä Suomen ja Uuden-See-
lannin maksukykyisyydestien vertailusta käy ilmi jälkimmäisen muistuttavan paljon
MBCA:n testiä. Suomessa omaksuttua yksityiskohtaisempi kaksiosainen maksukyky-
systeemi ei ole näin ainoastaan yhdysvaltalainen ilmiö.

tös, mutta koska tilinpäätöksessä ei ole yksittäistä maksukykyä kuvaavaa kohtaa, arvioitaisiin yhtiön maksukykyisyyttä myös Ruotsin varovaisuussäännön tulkinnassa käytettävien maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta sekä tulo-rahituksen riittävyttä kuvaavien tunnuslukujen valossa, minkä lisäksi merkitystä annettaisiin myös ylivelkaisuuskriteereille.¹¹⁰ Tällaista tulkintaa voitaneen sinänsä pitää perusteltuna, sillä se muun muassa voisi vähentää riskiä siitä, että esimerkiksi juuri maksua vastaan osakeannissa luovutetuista treasury-osakkeista yhtiöön saadut varat palautettaisiin osakkeenomistajille yhtiön ja sen velkojien edun vastaisesti. Kirjallisuudessa esitettyä tulkintaa ei kuitenkaan sellaisenaan ole mahdollista vaatia noudatettavaksi, joten se ei sellaisenaan voisi ratkaista mahdollisia maksukykyisyydestin ongelmia.

Jos maksukykyisyydestin tulkinta käytännössä uhkasi muodostua hyvin suppeaksi ja lyhyen aikavälin maksuvalmiuteen keskittyväksi, todennäköisesti tehokkain tapa turvata yhtiön toiminnan jatkuvuus ja velkojien intressit voisi olla maksukykyisyydestin täsmentäminen OYL:n säännösten tasolla esimerkiksi siten, että se sisältäisi myös vakavaraisuuden säilymistä ja ylivelkaisuutta koskevat kriteerit¹¹¹.

4 Lopuksi

Yhtiölle suunnattua maksutonta osakeantia voidaan pitää hyvänä esimerkkinä OYL:n tavoitteena olleesta yhtiöiden toimintamahdollisuuksien laajentamisesta. Vaikka yhtiöiden menettelyllä saavuttamat edut liittyvätkin ensi sijassa siihen, että annettaessa sen kautta saatuja osakkeita osakeannissa niiden tuottamat osakeoikeudet ovat osakkeen saajien käytössä lähtökoh-

110 Ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 319–321, jotka pitävät KPL 3 luvun 1 §:n 1 momentin 3 kohdassa tarkoitettua rahoituslaskelmaa erityisen merkityksellisenä arvioitaessa yhtiön kykyä suoriutua velvoitteistaan niiden erääntyessä, joskin ongelmaksi sen suhteen he myöntävät paitsi sen, että rahoituslaskelma muun tilinpäätösinformaation tavoin antaa tietoa vain menneisyydestä, myös sen, ettei kaikkien yhtiöiden tarvitse laatia rahoituslaskelmaa. Käytännössä rahoituslaskelman käyttöön perustuva tulkintatapa ei sellaisenaan voine de lege lata muodostua vallitsevaksi, sillä kuten *Aivaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 II, s. 23, toteavat, OYL 13 luvun 2 § ”ei sisällä hallitukselle tai yhtiökokoukselle velvollisuutta laatia jaon tueksi esimerkiksi tulevia kassavirtoja koskevaa rahoituslaskelmaa, jollei tällaiseen ole erityistä perustetta”.

111 *De lege ferenda* -suosituksena on kirjallisuudessa jo esitetty, että OYL:iin voitaisiin lisätä vaatimus hallituksen varojenjaon yhteydessä antamasta maksukykyisyydestin läpäisyä koskevasta todistuksesta tai vakuutuksesta, jossa selvitettäisiin, mihin informaation hallituksen käsitys maksukykyyn säilymisestä varojenjaon jälkeen perustuu, ks. *Villa* 2007, s. 165–169 ja *Jokinen* 2008, s. 251.

taisesti heti, kun osakkeesta suoritettava vastike on maksettu, voidaan sen avulla luotavia omia osakkeita kuitenkin käyttää mitä erilaisimpiin tarkoituksiin. Erityisesti menettelyn käyttöalaa on nyttemmin laajentanut se, että EVL:n yritysjärjestelysäännökset sallivat myös omien osakkeiden käytön. Varainsiirtoverotuksen vuoksi omien osakkeiden antaminen ei silti edelleenkään ole verotuksen kannalta tasaveroisessa asemassa uusien osakeannissa muodostettavien osakkeiden antamiseen nähden.

Yksittäisen osakkeenomistajan sekä velkojien kannalta yhtiölle suunnattu maksuton anti tarjoaa eräitä etuja verrattuna omien osakkeiden saamiseen yhtiölle niitä hankkimalla tai lunastamalla, sillä se ei merkitse varojen jakamista osakkeenomistajille tai varojen siirtymistä yhtiön ulkopuolelle muulla tavalla. Osakkeenomistajan kannalta menettely on myös siinä suhteessa neutraali, että osakkeen antaminen maksutta yhtiölle ei sellaisenaan merkitse osakkeenomistajien oikeuksien tai omistuksen laimenemista. Tällainen vaikutus voi aktualisoitua vasta, kun osakkeet luovutetaan osakeannissa yhtiöltä eteenpäin. Toisaalta on kuitenkin ajateltavissa, että osakkeiden antaminen maksutta yhtiölle voisi poikkeuksellisesti vaikuttaa osakkeenomistajan asemaan osakkeen käyvän arvon ja tosiasiallisen luovutettavuuden kannalta. Tältä kannalta menettely ei osakeomistuksen arvon kannalta välttämättä ole niin neutraali, kuin OYL:ia koskevassa kirjallisuudessa yleensä on haluttu esittää. Käytännössä menettelyn tällainen vaikutus osakeomistuksen arvoon voinee kuitenkin toteutua varsin poikkeuksellisesti. Kokonaan oma kysymyksensä sen sijaan on, onko vähemmistö- ja yksittäisen osakkeenomistajan asema otettu riittävällä tavalla huomioon niissä OYL:n ratkaisuihin, jotka liittyvät osakkeiden – joko uusien tai treasury-osakkeiden – luovuttamiseen osakeannissa yhtiön ulkopuolelle. Olennaista merkitystä ei sitä vastoin ole sillä, ovatko osakeannissa annettavat osakkeet juuri yhtiölle maksuttomassa annissa tulleita omia osakkeita vai uusia osakkeita.

Velkojan kannalta yhtiölle maksutta annetun osakkeen luovuttamisen osalta merkillepantavaa on, että siitä saatu vastike merkitään lähtökohtaisesti sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon, joka voidaan jakaa osakkeenomistajille. Velkojien kannalta onkin merkityksellistä, millaisin edellytyksin tällaisen osakkeen luovuttamisella yhtiöön saatu pääoma voidaan palauttaa osakkeenomistajille. Laajemmin kysymys liittyy laajentuneista mahdolli-

suuksista merkitä osakkeesta saatu merkintähinta jakokelpoiseen sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon johtuvaan jakokelpoisten varojen lisääntymiseen, johon OYL:ssa on vastattu ottamalla maksukyvyyn säilyminen varojenjaon edellytykseksi. Vaikka OYL:n maksukykyisyydestä voidaankin pitää osaltaan myönteisenä velkojiensuojan kehittämisenä, voidaan sitä myös kritisoida tulkinnanvaraisuutensa vuoksi.

Siinä tapauksessa, että maksutonta osakeantia yhtiölle voitaisiin sellaisenaan käyttää osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukkaavalla tavalla, olisi tähän mahdollista puuttua esimerkiksi rajoittamalla kaikissa yhtiöissä sitä, kuinka suuri määrä osakkeita yhtiön haltuun OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa menettelyssä voidaan muodostaa. Kysymys ei kuitenkaan liene käytännön tasolla ajankohtainen. Maksuttomassa annissa yhtiölle tulleiden osakkeiden luovuttamiseen osakeannissa yhtiön ulkopuolelle mahdollisesti havaittavat ongelmat ovat sen sijaan yhteydessä osakkeiden antamiseen yleensä liittyviin säännöksiin ja siihen, miten hyvin osakkeenomistajien asema niissä on otettu huomioon. Velkojien suojaa voitaisiin *de lege ferenda* puolestaan tehostaa maksukykyisyydestä täsmentämällä. Asia ei kuitenkaan ensi sijassa ole kytköksissä maksuttomien osakkeiden antamiseen yhtiölle, vaan näistä osakkeista osakeannissa maksettavan vastikkeen merkitsemiseen yhtiön jakokelpoisiin varoihin.

Yhtiöiden toiminnan ja toimintamahdollisuuksien näkökulmasta keskeisimmäksi käytännön kannalta merkitykselliseksi havainnoksi nousee se, miten yhteisö- ja verolainsäädännön eritahtiset muutokset voivat vaikeuttaa yritysten toimintaan liittyvää suunnittelua. Tulevaisuuden kannalta toivottavana voitaneen pitää, että yhteisö- ja verolainsäädännön muutoksia pyrittäisiin valmistelevaan aiempaa suuremmassa määrin yhteensopivalla tavalla ja tietoisesti estämään lainvalmistelun sektorikohtaisuudesta aiheutuvia haittoja. Yhtiölainsäädäntöön otettu uusi toimintamahdollisuus on todellinen toimintamahdollisuus vasta, jos myös verolainsäädäntö sen sallii.

Lähteet

Kirjallisuus

Airaksinen 2003 *Airaksinen, Manne*: Osakeyhtiölakityöryhmän aitoon nimellisarovottomuuteen perustuvaa pääomajärjestelmää koskevat ehdotukset. Lakimies 2003, s. 944–966.

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Talentum. Helsinki 2007.

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. Talentum. Helsinki 2007.

Berle – Means 1982 *Berle, Adolf A., Jr. – Means, Gardiner C.*: The Modern Corporation and Private Property. [Macmillan. New York 1932.] Reprint edition. William S. Hein & Co. Buffalo, New York 1982.

Bernitz 2006 *Bernitz, Ulf*: The Attack on the Nordic Multiple Voting Rights Model: Is There a Future under EU Law? Teoksessa Bernitz, Ulf (red.): Modern Company Law for a European Economy. Ways and Means. Nordstedts Juridik. Stockholm 2006, s. 157–176.

Caselius – Heikonen – Huttunen 1974

Caselius, Ilmari – Heikonen, A.R. – Huttunen, Allan: Osakeyhtiö. Edellinen osa. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 40. Viides, muutettu painos, toimittanut Allan Huttunen. WSOY. Porvoo 1974.

Dine – Koutsias 2009 *Dine, Janet – Koutsias, Marios*: Company Law. Seventh edition. Palgrave Macmillan. Basingstoke 2009.

Dine – Koutsias – Blecher 2007

Dine, Janet – Koutsias, Marios – Blecher, Michael: Company Law in the New Europe. The EU Acquis, Comparative Methodology and Model Law. Edward Elgar. Cheltenham – Northampton, MA 2007.

Drockila 1965 *Drockila, Lauri*: Osakepääoman korottamisesta erityisesti silmällä pitäen pääoman pysyvyyttä. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 121. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Vammala 1965.

Huttunen 2005 *Huttunen, Allan*: Suunnatun annin perusteesta. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia V. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksitysoikeuden sarja A:113 (toim. Ari Saarnilehto). Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 2005.

Häyrynen 2006 *Häyrynen, Janne*: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 271. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Vammala 2006.

Immonen 2008 *Immonen, Raimo*: Yritysjärjestelyt. 4., uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2008.

Immonen – Lindgren 2006 *Immonen, Raimo – Lindgren, Juha*: Onnistunut sukupolvenvaihdos. 2., uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2006.

Immonen – Nuolimaa 2007 *Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto*: Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Talentum. Jyväskylä 2007.

Jokinen 2008 *Jokinen, Juha*: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus ja osakeyhtiölain maksukykyisyydestin taloudelliset osatekijät. Defensor Legis 2008, s. 239–254.

Kaarenoja – Suontausta 2007 *Kaarenoja, Ahti – Suontausta, Seppo*: Maksukyvyttömyys ja osakeyhtiön varojenjako. Defensor Legis 2007, s. 239–256.

Kaisanlahti 1999 *Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Edita. Helsinki 1999.

Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002

Kyläkallio, Jubani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita. Helsinki 2002.

Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008

Kyläkallio, Jubani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita. Helsinki 2008.

Lauriala 2001 *Lauriala, Jari*: Kontrolli, riski ja informaatio. Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista ja liiketoimintariskeistä sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä. Kauppakaari. Saarijärvi 2001.

MBCA 2007 Model Business Corporation Act. Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References. Revised through December 2007. American Bar Association. Chicago 2008.

Mähönen – Villa 2006 I *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOYpro. Porvoo 2006.

Mähönen – Villa 2006 II *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. WSOYpro. Porvoo 2006.

Mähönen – Villa 2006 III *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö III. Corporate governance. WSOYpro. Porvoo 2006.

Mähönen – Villa 2009 *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö IV. Osakeyhtiö ja verotus. WSOYpro. Juva 2009.

Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo: Osakeyhtiölaki käytännössä. WSOYpro. Juva 2006.

Mäntysaari 2002 *Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto. Porvoo 2002.

Ojanen 2006 *Ojanen, Tuomas*: EU-oikeuden perusteita. Edita. Helsinki 2006.

Raninen 1959 *Raninen, Huugo*: Osakeyhtiön yhtiökokous ja siihen liittyviä kysymyksiä Suomen oikeuden mukaan. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 97. WSOY. Porvoo 1959.

Savela 2001 *Savela, Ari*: Oikeustoimilain 36 § ja osakeyhtiöoikeus. Lakimies 2001, s. 3–30.

af Schultén 2006 *af Schultén, Gerhard*: Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 2006, s. 309–318.

Sheikh 2008 *Sheikh, Saleem*: A Guide to the Companies Act 2006. Routledge-Cavendish. London and New York 2008.

Skog 2006 *Skog, Rolf*: Rodhes Aktiebolagsrätt. Tjugoförsta upplagan. Nordstedts Juridik. Stockholm 2006.

Toiviainen 2006 *Toiviainen, Heikki*: Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä? Teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): Business Law Forum 2006. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos ja Edita. Helsinki 2006, s. 25–67.

Werlauff 2003 *Werlauff, Erik*: EU Company Law. Common business law of 28 states. 2nd edition. Translated by Hanne Grøn. DJØF Publishing. Copenhagen 2003.

Villa 2007 *Villa, Seppo*: Maksukykyisyys- ja tasetesti osakeyhtiölain ja Uuden-Seelannin yhtiölain mukaan. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia VI. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden sarja A:120. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 2007, s. 137–169.

Virallislähteet

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys (27/1977 vp.) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 11/1992 vp. Hallituksen esitys (11/1992 vp.) Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta.

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys (109/2005 vp.) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 176/2008 vp. Hallituksen esitys (176/2008 vp.) Eduskunnalle laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain sekä tuloverolain 45 §:n muuttamisesta.

KM 1969 A 20 Komiteanmietintö 1969: A 20. Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi. Osakeyhtiölakikomitean mietintö ja pohjoismaiset rinnakkais ehdotukset.

KM 1990:44 Komiteanmietintö 1990:44. Suunnattu osakeanti. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n osamietintö.

KM 1992:32 Komiteanmietintö 1992:32. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö.

KOM(2003) 284 lopullinen Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle. Yhtiöoikeuden uudistaminen ja omistajaohjauksen (corporate governance) parantaminen Euroopan unionissa – etenemissuunnitelma. KOM(2003) 284 lopullinen. Bryssel 21.5.2003.

KOM(2004) 703 lopullinen Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta. KOM(2004) 730 lopullinen. Bryssel 29.10.2004.

OikM 2003:4 Oikeusministeriön työryhmämietintöjä 2003:4. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö.

OYL-jatkovalmistelu Osakeyhtiölain jatkovalmistelu. Manne Airaksinen 12.1.2004. Saatavilla <<http://www.om.fi/uploads/3nt86.pdf>> 5.10.2005.

Prop. 2004/05:85 Regeringens proposition 2004/05:85. Ny aktiebolagslag. [Ruotsi]

Report of the High Level Group

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels, 4 November 2002.

SOU 2001:1 Statens offentliga utredningar 2001:1. Ny aktiebolagslag. [Ruotsi]

TaVM 7/2006 vp. Talousvaliokunnan mietintö 7/2006 vp. Hallituksen esitys uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

VeroH 6/1997 Verohallinnon ohjeita. Omien osakkeiden hankkiminen verotuksessa. Tiedote 6/1997, 4.9.1997. Saatavilla <http://www.vero.fi/default.asp?path=5,40,87&article=456&domain=VERO_MAIN> 4.9.2009.

The Finnish Poison Pill: Buyout Obligation Triggered by Acquisition of Shares

Paul Raade

English Abstract

In Finland, the term poison pill (Finnish: myrkkypilleri) refers to a clause in a company's articles of association, obligating any shareholder whose share of the stock or the voting rights in the company reaches or exceeds a certain level, to buy out the other shareholders if they so demand. The motivation for the adoption of such a clause is that it, ex ante, hinders takeover attempts by way of raising the price of control, and, ex post, secures a viable exit for the remaining shareholders after a shift in control. Thus, the Finnish poison pill is effectively and terminologically vastly different from the poison pill defensive measures used in the US.

The validity of said clauses has been debated particularly in the last decade of the twentieth century. Arguments in favor of validity include the discretionary nature of the Limited Liability Companies Act, the amelioration of minority shareholder protection, certain opinions expressed in the travaux préparatoires of the LLC Act, and the importance of efficiency in the equities market. The most prominent argument against the validity of such clauses is that they would be in breach of the principle of transferability of shares. The Act provides, exhaustively, only two possible transfer restrictions to be adopted in the articles of association: the redemption clause and the consent clause. It has been argued that both systematic reasons and the wording of the Act show that the so-called poison pill clauses inflict restrictions to the transferability of shares that cannot be adopted in the articles of association. In Sweden, where statutory law also enumerates the lawful transfer restrictions in a very similar way, it has been accepted that a clause of this type is clearly in breach of the law.

In the case KKO:2005:122, the Finnish Supreme Court found that such clauses are not in breach of the Act by nature. According to the Court's decision, while the clauses do not, in the Court's view, impose legal restrictions on the purchase

of shares, their validity should be assessed case by case. In the case at hand the so-called poison pill clauses were exceptionally strict. The Court concluded that the provisions the company had adopted imposed an effective limitation on the acquisition of shares in the company. On these grounds, the court found that the clauses were in casu invalid.

In conclusion, the validity of so-called poison pill clauses remains unclear. The aforementioned Supreme Court case does not outline the rules that should be taken into consideration when assessing the validity of the clauses. On this basis, the article tries to establish grounds for the assessment of the validity of so-called poison pill clauses as well as suggest legislative changes to mitigate the difficulties arising from the uncertain validity of a key anti-takeover provision.

Full Article in Finnish

Suomalainen myrkkypilleri eli omistusosuuteen kytketty lunastusvelvollisuus osakeyhtiössä

Asiasanat: osakeyhtiö, yhtiöjärjestys, myrkkypilleri, lunastusvelvollisuus

1 Artikkelin aihe ja rajaus

Myrkkypilleri eli lunastusvelvollisuusrajaa alentava yhtiöjärjestysmääräys on ollut varsin kiivaan keskustelun kohteena Suomessa. Myrkkypillerillä tarkoitetaan Suomessa osakeyhtiön, niin yksityisen kuin julkisenkin, yhtiöjärjestykseen otettuja määräyksiä, joiden perusteella osakkeenomistaja velvoitetaan tarjoutumaan ostamaan yhtiön kaikki osakkeet hänen omistusosuutensa tai äänimääränsä saavuttaessa yhtiöjärjestyksessä säädetyn, lakisääteistä alemman rajan.¹ Myrkkypillerin tarkoitus on hankaloittaa määräysvalta-aseman hankkimista yhtiössä korottamalla määräysvallan saavuttamiseksi tarvittavien osakkeiden suhteellista osuutta ja toisaalta tarjota osakkeenomistajille ulospääsymahdollisuus yhtiöstä, jossa määräysvalta on vaihtunut tai johon on muodostunut merkittävä vähemmistö. Koska myrk-

¹ Mähönen *et al.* 2006, s. 284.

kypillerin ottaa käyttöön yhtiöjärjestysmuutoksella omistajakunta, palvelee myrkkypilleri lähtökohtaisesti heidän oletettua etuaan.²

Käsitteenä myrkkypilleri on pidettävä erillään Yhdysvalloissa käytetyistä *poison pill* -järjestelyistä. *Poison pill* -menetelmät ovat tyypillisesti jo valtauksen alettua käynnistyviä, yrityksen toimivan johdon käyttämiä valtauksen torjuntakeinoja.³ *Poison pill* -järjestelyjen tarkoitus on tehdä määräysvalta-aseman hankkimisesta huomattavasti hankalampaa valtaajan omistuksen dilutoitumiseen johtavalla suunnatulla osakeannilla.⁴ Toisin kuin myrkkypilleri, erilaiset *poison pill* -menetelmät tekevät määräysvallan hankkimisen käytännössä mahdottomaksi⁵, eivätkä ne välttämättä tarjoa osakkeenomistajille keinoja irrottautua yhtiöstä, mikä taas on myrkkypillerilausekkeen keskeinen funktio.

Artikkelin peruskysymys on, ovatko myrkkypillerit laillisia ja jos ovat, millaisin ehdoin. Käytetty metodi on siis lainopillinen eli oikeusdogmaattinen. Myrkkypillerin lainmukaisuuden arvioinnissa käytän vertailukohtana Ruotsin oikeustilaa.

2 Lakisääteinen lunastusvelvollisuus ja myrkkypillerin käytön syyt

2.1 Lakisääteinen lunastusvelvollisuus

Myrkkypillerissä on pohjimmiltaan kysymys lakisääteisen lunastusvelvollisuusrajan alentamisesta. Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624, OYL) sisältää kaikkia osakeyhtiöitä koskevan lunastusvelvollisuuden. OYL 18:1.1:ssä säädetään osakkeenomistajalle, jonka omistusosuus ylittää 9/10 yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, velvollisuus lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet käyvästä hinnasta. Vähemmistöosakkailla on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Säännös on luonteeltaan vähemmistön-

2 Tai ainakin yhtiöjärjestyksen muuttamista kannattaneen enemmistön etua heidän oman oletuksensa mukaan. On toki mahdollista keskustella *ad infinitum* siitä, onko omistajakunnalla olemassakaan yhteistä etua ja mikä tämä yhteinen etu olisi.

3 Dawson *et al.* 1987, s. 423.

4 Pönkä 2008, s. 752.

5 Bebchuk *et al.* 2002, s. 905.

suojasäännös⁶: sen on tarkoitus taata vähemmistöosakkaille ulospääsy yhtiöstä, jossa he eivät voi yhdessäkään käyttää 1/10 ääniosuuteen kytkettyjä vähemmistönsuojakeinoja, kuten OYL 13:7:ssä annettua oikeutta vaatia vähemmistöosinkoa. Hallituksen esityksen mukaan säännöksestä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa vähemmistönsuojaa loukaten. Edelleen tämä tarkoittaa hallituksen esityksen mukaan sitä, ettei esimerkiksi lunastusoikeuden synnyttävää osake- ja äänimäärää voida alentaa, eikä lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa osake- ja äänitenemmistöä koroteta.⁷

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeenomistajia koskee arvopaperimarkkinalain (26.5.1989/495, AML) 6:10:ssä säädetty velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous. Ostotarjousvelvollisuus syntyy, kun osakkeenomistajan osuus yhtiön osakkeiden äänimäärästä ylittää 30 prosenttia tai 50 prosenttia sen jälkeen, kun yhtiö on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Äänimäärää laskettaessa otetaan huomioon eräät osakkeenomistajan läheiset. Rajaa, jonka ylittäminen aiheuttaa velvollisuuden tehdä julkinen ostotarjous alennettiin vuonna 2006⁸, jota ennen raja oli 2/3 yhtiön osakkeiden tuottamista äänistä⁹.

Rajan alentaminen johtui ostotarjousdirektiivin¹⁰ implementoinnista, sillä direktiivin 5 artiklassa asetetaan jäsenvaltioille velvollisuus varmistaa, että määräysvallan saavuttaneella osakkeenomistajalla on velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous muiden osakkaiden osakkeista. Määräysvaltaa ei ole direktiivissä määritelty ja tarjousvelvollisuuden aiheuttavan äänimäärän valinta sekä laskentatapa on jätetty kansallisen sääntelyn varaan (5.3 art.). Tosiasiallinen määräysvalta katsotaan voitavan aina saavuttaa yksinkertaisella enemmistöllä. Toisaalta omistuksen hajautumisen ja mahdollisesti epäaktiivisten omistajien vuoksi tosiasialliseen määräysvaltaan riittää usein pienempikin äänimäärä, minkä vuoksi lakiin valittiin tarjousvelvollisuuden rajaksi 30 prosenttia äänistä. Lisäksi lakiin haluttiin ottaa 50 prosentin tarjousvelvollisuusraja osakkeenomistajien suojaamiseksi niissä yhtiöissä, joissa on jo yli

6 HE 109/2005 vp., s. 169.

7 *Ibid.*

8 Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 442/2006 tuli voimaan 1.7.2006.

9 Ennen lainmuutosta ostotarjousvelvollisuudesta säädettiin AML 6:6:ssa.

10 Euroopan Parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista, Celex 32004L0025. Säädosmuutoksen taustoista ks. HE 6/2006 vp.

30 prosenttia omistava vähemmistöomistaja, koska muuten vähemmistön-suoja olisi saattanut käytännössä heikentyä lainmuutoksen myötä.¹¹

Koska tosiasiallinen määräysvalta on ollut mahdollista saavuttaa jo huomattavasti 2/3 äänimäärää pienemmällä ääniosuudella, on vähemmistöosakkaiden suojan määräysvallan keskittyessä katsottu olleen puutteellinen.¹² Myrkkypilleriä onkin käytetty erityisesti AML:ssa aiemmin säädetyn 2/3 rajan alentamiseen. Tarve myrkkypillerin käytölle on siten vähentynyt lainmuutoksen myötä. Toisaalta myrkkypillerin lainmukaisuuskysymys on edelleen relevantti, sillä myrkkypillerilausekkeita ei ole listayhtiöiden yhtiöjärjestyksistä välttämättä poistettu. Listaamattomien yhtiöiden tilanne ei ole AML:n muutoksella muuttunut, koska AML:ia sovelletaan lain 1:1:n mukaan vain yleiseen liikkeeseen saatettuihin arvopapereihin. Sillanpää on pitänyt lakisääteisen tarjousvelvollisuusrajan laskemista (silloisesta 2/3 kaikista äänistä) myrkkypillerillä vähemmistösuojaan laajentamisena.¹³ Timonen on katsonut, että lunastusvelvollisuuden tiukentaminen vaikuttaa eri tavoilla *ex ante* ja *ex post* -näkökulmista: valtausyritykset tulevat epätodennäköisemmiksi, mutta toisaalta valtauksen alettua tai toteuduttua tiukentaminen parantaa muiden kuin osakkeensa jo myyneiden asemaa. Vain jälkimmäisessä tapauksessa lunastusvelvollisuussäännöstä voitaisiin pitää vähemmistösuoja-säännöksenä.¹⁴

2.2 Syyt myrkkypillerin käyttöön

Myrkkypillerit ovat yksityisissä yhtiöissä harvinaisia.¹⁵ Julkisesti noteerautuista yhtiöistä 30,9 prosenttia oli ottanut myrkkypillerin käyttöön vuonna 2002.¹⁶ Julkisesti noteeratussa yhtiössä myrkkypillerin tarkoitus on vaikeuttaa yritysvaltauksia ja turvata erityisesti suurosakkaiden asemaa.¹⁷ Myrkkypilleri parantaa suurosakkaan – samoin kuin pienosakkaankin – asemaa yhtiössä turvaamalla mahdollisuuden irrottautua yhtiöstä, jos määräysvalta

11 HE 6/2006 vp., s. 43.

12 *Ibid.*, s. 22.

13 Sillanpää 1994, s. 131.

14 Timonen 1997, s. 298.

15 Mähönen *et al.* 2006, s. 285.

16 Ks. Helminen 2006, s. 283 ja 286. Vuonna 2002 AML:n mukainen raja velvollisuudelle tehdä julkinen ostotarjous oli 2/3 yhtiön osakkeiden äänimäärästä, joten myrkkypillerilausekkeen käytölle voi katsoa aiemmin olleen enemmän tarvetta.

17 Timonen 1997, s. 297.

yrityksessä vaihtuu tai yritykseen muodostuu päätöksentekoon merkittävästi vaikuttava vähemmistö. Toisaalta myrkkypilleri vähentää suurosakkaan osakkeiden mahdollisia ostajia ja heikentää hänen omistuksensa likviditeettiä, sillä ostajaehdokkaana tulevat kyseeseen – koko osakekannan ostamisesta kiinnostuneiden lisäksi – vain ne, joiden omat osakkeet yhdessä ostettavien osakkeiden kanssa eivät ylitä lunastusrajaa. Pienosakkeenomistaja ei tosin joudu kärsimään merkittävästi likviditeetin heikkenemisestä, sillä hänen osakkeidensa hankkiminen ei yleensä aiheuttaisi lunastusvelvollisuusrajan ylittymistä.¹⁸

Sekä AML:n mukainen velvollisuus tehdä ostotarjous että yhtiöjärjestykseen otettu myrkkypilleri vaikuttavat lunastukseen oikeutetun kannalta samalla tavalla: hänellä on oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lunastusvelvollisen kannalta AML:n säännös on hieman ankarampi, koska lunastusvelvollinen joutuu tekemään ostotarjouksen lunastukseen oikeutettujen osakkeista, eikä vain odottamaan lunastukseen oikeutettujen lunastusvaatimuksia. Koska tarkoituksenani on käsitellä lunastusvelvollisuutta yhtiön itsensä käyttönottamana valtauksentorjuntamenetelmänä, sivuutan pohdinnan lakiin säädetyn ostotarjousvelvollisuuden tarpeellisuudesta ja mahdollisesta oikeasta lunastusvelvollisuusrajasta.

3 Myrkkypillerin lainmukaisuudesta esitetyt näkemykset

3.1 Argumentit lainmukaisuuden puolesta

OYL 18:1.1:ssä säädetään lunastusvelvollisuus osakkeenomistajalle, jonka osuus yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä ylittää 9/10. Vastaavasti vähemmistöön kuuluvilla osakkeenomistajilla on oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Hallituksen esityksen mukaan yhtiöjärjestyksessä ei voida poiketa säännöksestä vähemmistönsuojaa heikentäen, esimerkiksi korottamalla lunastusvelvollisuuden aiheuttavaa rajaa tai alentamalla lunastusoikeuden tuottavaa osake- ja ääntenenemmistöä.¹⁹ Mähönen *et al.* ovat katsooneet hallituksen esityksen antavan sen käsityksen, että rajoja voitaisiin muuttaa toiseen suuntaan.²⁰ Toisin sanoen lunastusvelvollisuusrajaa voitaisiin alentaa

18 Vrt. *ibid.*, s. 292–294.

19 HE 109/2005 vp., s. 169.

20 Mähönen *et al.* 2006, s. 286.

esimerkiksi 85 prosenttiin ja lunastusoikeuden suovaa rajaa korottaa esimerkiksi 95 prosenttiin²¹.

OYL 1:9:ssä säädetään mahdolliseksi määrätä yhtiöjärjestyksessä yhtiön toiminnasta. Säännöksen mukaan yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräyksiä, jotka ovat lain, muun pakottavan säännöksen tai hyvän tavan vastaisia. Hallituksen esityksessä säännöstä luonnehditaan ”pääasiallisesti informatiiviseksi”.²² Myös edellisen osakeyhtiölain (29.9.1978/734, EOYL) aikana on ollut mahdollista ottaa yhtiöjärjestykseen määräyksiä, joilla poiketaan lain niistä säännöksistä, jotka eivät ole pakottavia. Lisäksi yhtiöjärjestykseen on voitu ottaa muita määräyksiä, jotka eivät ole lainvastaisia. Siitä, että osa EOYL:n säännöksistä oli kirjoitettu niin, että niissä nimenomaisesti mainittiin mahdollisuudesta ottaa yhtiöjärjestykseen tiukempi määräys, ei voida päätellä, että vain kyseisten säännösten kohdalla olisi yhtiöjärjestyksessä voitu poiketa lain säännöksistä.²³ Muunlaisen määräyksen sallittavuutta arvioitaessa olisi kiinnitettävä huomio käsillä olevaan asiaan mahdollisesti liittyvän OYL:n säännöksen ja OYL:n yleisten periaatteiden kannalta.²⁴ Tältä pohjalta Sillanpää katsoo, että lunastusvelvollisuusrajan alentaminen olisi sallittua, sillä se hänen mukaansa merkitsee vähemmistönsuojan laajentamista.²⁵

Sillanpään mukaan yhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeen vapaa luovutettavuus, josta on katsottu voitavan poiketa vain lain säännöksellä tai lain sallimilla yhtiöjärjestyksen määräyksillä. Lunastusvelvollisuusrajan alentaminen ei rajoittaisi osakkeen luovutettavuutta, koska osakkeen voi edelleen luovuttaa kenelle hyvänsä. Sillanpään mukaan se ei rajoita osakkeen luovutettavuutta, sillä ”kyseessä on säännös, joka periaatteessa on sijoittajaa suojaava, jollainen osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatekin on”. Kolmantena argumenttinaan Sillanpää esittää lunastusvelvollisuuden perustuvan sopimusvapauden periaatteelle. Sopimusmääräysten sallittavuutta arvioitaessa olisi kiinnitettävä erityistä huomiota [arvopaperi]markkinoiden toimivuuteen.²⁶

21 Mähönen – Villa 2006, s. 543.

22 HE 109/2005 vp., s. 41.

23 Sillanpää 1994, s. 293.

24 *Ibid.*, s. 130.

25 *Ibid.*, s. 131.

26 *Ibid.*, s. 131–132.

3.2 Argumentit lainmukaisuutta vastaan

EOYL 3:2:ssa säädettiin sallituista rajoituksista osakkeen luovutettavuuteen.²⁷ Säännöksen mukaan osake voitiin rajoituksetta luovuttaa ja hankkia, ellei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta johtunut. Oikeutta luovuttaa ja hankkia osake voitiin rajoittaa vain luvun 3 ja 4 pykälän mukaisesti, eli ottamalla yhtiöjärjestykseen lunastus- tai suostumuslauseke. OYL 3:6:ssa säädetään asiasta vastaavalla tavalla: yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake vain luvun 7 pykälän (lunastuslauseke) ja 8 pykälän (suostumuslauseke) mukaisesti. OYL 3:6:n on tarkoitus vastata EOYL 3:2:ää. Hallituksen esityksen mukaan tarkoituksena on ollut säilyttää luovutus- ja hankintarajoitusten tyyppipakkoperiaate, koska nämä merkitsevät poikkeusta OYL 1:4:ssä säädettävään osakkeiden vapaan luovutettavuuden periaatteeseen.²⁸

Myrkkypillerin lainvastaisuutta voidaan ensinnäkin perustella lain sanamuodolla. Luovutusrajoitusten suhteen vallitsee siis tyyppipakkoperiaate: yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa esimerkiksi henkilö- tai etuostolauseketta. Huttusen mukaan tämä koskee myös myrkkypilleriä, jonka hän katsoo olevan huomattavasti laissa sallittuja rajoituksia ja kielletyistä rajoituksista esimerkkeinä mainittuja henkilö- ja etuostolausekkeitä ankarampi.²⁹

Kuten edellä todettiin, Sillanpää on perustellut lunastusvelvollisuusrajan alentamisen sallittavuutta mahdollisuudella laajentaa vähemmistönsuojaa, sopimusvapaudella ja markkinoiden toimivuudella. Lisäksi hänen mukaansa lunastusvelvollisuutta ei voida pitää luovutusrajoituksena, sillä se on osakkeiden vapaan luovutettavuuden tavoin sijoittajaa suojaava säännös.³⁰ Määräysvallan vaihtumis- tai vahvistumistilanteissa lunastusvelvollisuus-säännös vaikuttaa vähemmistön eduksi ja olisi siten lähtökohtaisesti sallittu.

27 Yksityiskohtana mainittakoon, että osakeyhtiölain voimaantulosta annetun lain (21.7.2006/625) 5.3 §:n mukaan ennen EOYL:n voimaantuloa 1.3.1978 yhtiöjärjestykseen otettuihin luovutusrajoituksiin sovelletaan edelleen osakeyhtiöistä annettua lakia (2.5.1895/22). Vuoden 1895 laki ei periaatteessa rajoittanut luovutusrajoitusten käyttöönottoa (ks. 32.1 §) ja vanhat luovutusrajoitukset ovatkin päteviä riippumatta siitä, pidetäänkö niitä OYL:n mukaan pätevinä vai ei.

28 Perusteluiksi mainitaan selkeys ja pyrkimys tulkintavaikeuksien välttämiseen, ks. HE 109/2005 vp., s. 54.

29 Huttunen 2005, s. 2 ja Huttunen 2006, s. 457.

30 Sillanpää 1994, s. 131–132.

Säännöksen vähemmistönsuojaluonne ei kuitenkaan ole hankinta- ja luovutusvapauksien kannalta relevantti.³¹ Vastaväittäjän lausunnossaan Nuolimaa huomauttaa ensinnäkin, että kysymys ei ole siitä, rajoittaako lunastusvelvollisuusrajan alentaminen osakkeiden vapaata luovuttamista, vaan sen rinnakkaisvapaudesta, vapaudesta hankkia osakkeita. Osakkeen hankkimisen vapaus sisältää myös vapauden olla hankkimatta osakkeita, mutta lunastusvelvollisuus merkitsee hankkimisvelvollisuutta.³²

Timosen mukaan lunastuslausekkeen merkitystä hankinnan ja luovutuksen vapauden kannalta voidaan arvioida sanamuotoon perustuvalla tai järjestelmätulkinnalla. Sanamuotoon perustuva tulkinta lähtisi siitä, että erotettaisiin omistusoikeuden siirtyminen ja omistusoikeuteen liittyvät oikeudet ja velvollisuudet. Lunastusvelvollisuus ei rajoittaisi omistusoikeuden siirtymistä eli osakkeen hankkimista tai luovuttamista. Koska EOYL 3:2:ssä säädetyn osakkeen vapaan vaihdannan voitaisiin katsoa koskevan vain omistusoikeuden siirtymistä, se ei näin ollen sanamuotonsa puolesta rajoittaisi lunastusvelvollisuusrajan alentamista. Järjestelmätulkinta sen sijaan painottaisi osakkeiden vaihdannan vapautta osakeyhtiöoikeuden keskeisenä periaatteena. Koska lunastusvelvollisuusrajan laskeminen tosiasiallisesti heikentää mahdollisuuksia hankkia osake, se olisi järjestelmätulkinnan perusteella lainvastainen. Timosen kannan mukaan osakkeiden vaihdannan vapautta olisi pidettävä niin painavana yhtiöoikeudellisena periaatteena, että kaikkia sitä tosiasiallisesti rajoittavia yhtiöjärjestysmääräyksiä olisi pidettävä EOYL 3:2:n vastaisina.³³ Sitten Timonen on muuttanut mieltään ja katsoo OYL:n virallisperusteluiden ja uudemman oikeuskäytännön osoittavan, että lunastusvelvollisuuden tiukentaminen on mahdollista.³⁴

Sillanpään mukaan markkinoiden toimivuus olisi huomioitava, sillä sopimukset vaikuttavat arvopaperin arvonnäärityksessä ja arvopaperimarkkinoille olisi kohtalokasta, jos sopimukseen ei voitaisikaan luottaa.³⁵ Sopimusvapautta ja markkinoiden toimivuutta ei kuitenkaan voida rinnastaa, sillä ongelmassa on kysymys sopimusvapauden ulottuvuudesta, eli siitä, sallitaan-

31 Timonen 1997, s. 301.

32 Nuolimaa 1994, s. 1162.

33 Timonen 1997, s. 301–303.

34 Timonen 2006, s. 319, ks. HE 109/2005 vp., s. 169 ja KKO:2005:122.

35 Sillanpää 1994, s. 132.

ko yhtiöoikeudessa tällaiset järjestelyt. Näin ollen lunastusvelvollisuusrajan alentamista ei voida arvioida tarkoituksenmukaisuuskysymyksenä, koska se on laillisuuskysymys.³⁶

EOYL:n, samoin kuin OYL:n, 9/10 lunastusvelvollisuusraja perustui siihen, ettei yhtiössä ollut enää määrävähemmistöoikeuksien käyttämiseen oikeutettua vähemmistöä. Määrävähemmistöoikeuksien käyttöön oikeutetun vähemmistön katoamisen aiheuttama lunastusvelvollisuus oli siten vähemmistönsuojasäännös, eikä EOYL:sta tai AML:sta lainvalmisteluaineistoinen ollut saatavissa tukea mahdollisuudelle korottaa lunastusvelvollisuusrajaa. Toisaalta ilman lainsäädännön rajan laskemiselle antamaa tukea olisi rajaa tullut Nuolimaan mielestä pitää osana pakottavaa oikeutta. Lunastusvelvollisuusrajaa olisi tullut pitää indispositiivisena, sillä ”lunastusvelvollisuus asettaa poikkeuksellisen velvollisuuden enemmistöosakkaalle”.³⁷

Sanottu koski EOYL:n aikaista tilannetta. Vaikka OYL:n ja EOYL:n säännökset ovat tältä osin hyvin samankaltaisia, pidetään OYL:n virallisperusteluissa lunastusvelvollisuusrajan alentamista vähemmistönsuojan parantamiseksi mahdollisena.³⁸ Oikeuslähdehierarkian kannalta virallisperusteluista luettavissa oleva kanta vaikuttaa ensi alkuun ongelmalliselta esimerkiksi lain säätämisestä perusteluissa. Koska OYL kuitenkin on lähtökohtaisesti tahdonvaltaista oikeutta (OYL 1:9) ja säännösten pakottavuus on lain vaitessa tulkittava säännöksen tarkoituksen perusteella³⁹, voitaneen vähemmistönsuojanormin luonteista OYL 18:1:ää tulkita siten kuin virallisperusteluissa esitetään. Timosen mukaan lunastusvelvollisuuden asettaminen 1/10 määrävähemmistön katoamiseen johtuu siitä, että lunastusvelvollisuutta on pidetty tällaisessa tilanteessa välttämättömänä, eikä niinkään siitä, ettei sitä olisi pidetty muissa tilanteissa mahdollisena. Niinpä lakisääteisen lunastusvelvollisuuden kytkeminen määrävähemmistön puuttumiseen ei vielä tämänkään takia tarkoittaisi, ettei rajaa voitaisi laskea.⁴⁰

36 Timonen 1997, s. 301.

37 Nuolimaa 1994, s. 1163.

38 HE 109/2005 vp., s. 169. Ongelmallinen kohta kuuluu: ”Lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevista säännöksistä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa siltä osin kuin säännösten tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia. Niinpä yhtiöjärjestyksessä ei esimerkiksi voida määrätä lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa osake- ja ääntenenemmistöä korkeammaksi, kuin laissa säädetään.”

39 HE 109/2005 vp., s. 41.

40 Timonen 1997, s. 303.

3.3 Myrkkypilleri Ruotsin oikeuden mukaan

Ruotsissa luovutusrajoituksista säädetään hyvin samankaltaisesti kuin Suomessa. Myös Ruotsissa kaikkia osakeyhtiöitä koskee määrävähemmistöoikeuksien käyttöön oikeutetun vähemmistön katoamiseen kytketty lunastusvelvollisuus ja vähemmistöosakkeenomistajien oikeus vaatia lunastusta.⁴¹ Enemmistöosakkeenomistaja, jonka omistusosuus yhtiön osakkeista ylittää 9/10, on Ruotsin osakeyhtiölain (aktiebolagslag 2005:551, ABL) mukaan oikeutettu lunastamaan jäljellä olevat osakkeet (ABL 22:1). ABL sallii kolme vaihdannanrajoituslauseketta, jotka ovat suostumuslauseke (ABL 4:8–17), etuostolauseke (4:18–26) ja lunastuslauseke (4:27–36).⁴² Asiallisesti ottaen molempien lakien mukaan luovutus- ja hankinnanrajoitusten suhteen vallitsee tyyppipakkoperiaate: vain lainsäädännöksessä mainitut luovutus- ja hankinnanrajoitukset ovat sallittuja. Suomessa oikeustilaa myrkkypillerin sallittavuuden suhteen on pidetty epäselvänä. Ruotsissa sen sijaan on otettu samankaltaisesta sääntelystä huolimatta hallituksen esityksessä voimakas tulkintakannanotto lunastusvelvollisuusrajan alentamista, tai tarkemmin sanottuna, tarjousvelvollisuutta (*erbjudandeplikt*) vastaan. Esityksessä todetaan yksiselitteisesti, ettei yhtiöjärjestykseen voida ilman lain tukea ottaa määräyksiä tarjousvelvollisuudesta tietyn ääniosuuden saavuttaneelle osakkaalle.⁴³

Ruotsin hallituksen esityksessä todetaan, että oikeustieteessä on torjuttu mahdollisuus ottaa tarjousvelvollisuuslauseke yhtiöjärjestykseen ilman lain tukea.⁴⁴ Esityksen mukaan hallitus jakaa tämän näkemyksen, sillä tarjousvelvollisuuslauseke *tosiasiassa* rajoittaa osakkeiden vapaata luovutettavuut-

41 Säännöksen perusteluista tarkemmin Prop. 2004/05:85, s. 437.

42 Ks. ABL 4:7, joka kuuluu ”Aktier kan överlätas och förvärvas fritt, om inte annat följer av ett sådant förbehåll i bolagsordningen som anges i 8, 18 eller 27 § eller annars av lag. Finns det flera förbehåll i bolagsordningen som inskränker aktiers överlåtbarhet, skall de anges var för sig.” ABL:n tuntemista sallituista hankinnan- ja vaihdannanrajoituksista ks. esim. Rolf Skog: Rodhes aktiebolagsrätt, Upplaga 21:1, Stockholm, Norstedts Juridik 2006, s. 157–161. Huomautettakoon, että ABL:n tuntema etuostolauseke ei ole Suomessa OYL 3:6:n mukaan sallittu.

43 Prop. 2004/05:85, s. 272. Komiteanmietintö on todetusti, *ibid.* s. 273, samalla kannalla, ks. Aktiebolagskommittén 1997, s. 207.

44 Prop. 2004/05:85, s. 273 viitataan Hellner 1999, s. 266, jossa todetaan: ”[Även om det inte uttryckligen framgår av lagtexten,] får överlåtelsefriheten också anses medföra, att aktieägare inte kan åläggas att förvärva flera aktier i bolaget utan stöd av lag.”

ta.⁴⁵ Suomessa osakkeiden vapaan luovutettavuuden tosiasiallista rajoitusta ei ole yleisesti hyväksytty perusteeksi myrkkypillerin lainvastaisuudelle.

Ruotsissa arvopaperimarkkinalainsäädännön alaan kuuluva pakollinen ostotarjous ei ole herättänyt innostusta.⁴⁶ Säännökset listayhtiöiden osakkeisiin kohdistuvasta pakollisesta ostotarjouksesta onkin Ruotsissa otettu lakiin vasta niin sanotun ostotarjousdirektiivin vaatimuksesta.⁴⁷ Ruotsissa velvollisuus tehdä ostotarjous muiden osakkeenomistajien osakkeista on kytketty 30 prosentin ääniosuuden saavuttamiseen.⁴⁸

4 Korkeimman oikeuden ratkaisu KKO:2005:122

4.1 Tapauksen tausta

Tapauksessa Jakobstadsnejdens Telefon Ab:n (jälj. JT Ab) yhtiökokous oli päättänyt muuttaa yhtiöjärjestystä ja korottaa osakepääomaa rahastoannilla. Yksi yhtiöjärjestykseen tehdyistä muutoksista oli myrkkypillerin käyttöönotto. Yhtiöjärjestysmääräyksen mukaan osakkeenomistaja, jonka osuus yhtiön kaikista osakkeista tai niiden tuottamista äänistä saavutti tai ylitti 10, 33 1/3, 50 tai 66 2/3 prosenttia, oli velvollinen muiden osakkeenomistajien vaatimuksesta lunastamaan näiden omistamat osakkeet.⁴⁹ Lunastushintaa koskeva ehto oli erittäin ankara ja olisi käytännössä aina aiheuttanut osakkeiden käypää hintaa korkeamman lunastushinnan. Yhtiöjärjestysmääräykseen oli sisällytetty neljä erilaista tapaa laskea lunastushinta, joista korkein olisi valittava lunastustilanteessa. Voitaneen sanoa, että mikä tahansa neljästä sovellettavasta laskentatavasta olisi jo yksin antanut käypää hintaa korkeamman lunastushinnan.

JT Ab:n yhtiöjärjestykseen tehtyjen muutosten motiivina oli torjua jo alkunut yritysvaltaus, eikä myrkkypillerin käyttöönotto ollut ainoa toimi, jolla asiassa kantajana esiintyneen osakkeenomistajan aloittamaa yritysvaltausta

45 Prop. 2004/05:85, s. 273: ”Vi delar uppfattningen att förbehåll av detta slag i praktiken begränsar aktiernas överlåtbarhet.” Kursivointi tässä.

46 Käydystä keskustelusta ks. Rolf Skog; Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? – A Critical Analysis, Stockholm, Juristförlaget 1995, s. 37–40.

47 Sääntelytarpeesta ja lainmuutoksen taustoista ks. SOU 2005:58.

48 Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden 3:1.

49 KKO:2005:122, tuomion 8. kohta.

pyrittiin hankaloittamaan. JT Ab oli paikallinen puhelintoimintaa harjoittava osakeyhtiö, jossa haluttiin yhtiöjärjestysmääräyksin kytkeä liittymäasiakkuus ja äänivalta toisiinsa tavalla, joka on tyypillinen puhelinyhdistyksille ja puhelinosuuskunnille, mutta tavallisesti osake ja ääni -periaatteelle rakentuville osakeyhtiöille epätyypillinen.⁵⁰

4.2 Korkeimman oikeuden ratkaisun perustelut ja niitä vastaan kohdistetut argumentit

Kantaja Väinö Communications Oy omisti 0,3 prosenttia JT Ab:n osakkeista yhtiökokouksen aikaan 25.4.2002.⁵¹ Kantaja katsoi, että yhtiökokouksen päätös ottaa yhtiöjärjestykseen edellä kuvattu myrkkypilleri ei nauttinut lain tukea, vaan rikkoi EOYL 3:2:stä ilmenevää osakkeiden vapaan luovutettavuuden periaatetta. Kantajan mukaan yhtiökokouksen päätöstä olisi siksi pidettävä pätemättömänä.⁵²

Korkein oikeus toteaa ratkaisussaan ensinnäkin osakkeiden vapaan luovutettavuuden olevan keskeinen osakeyhtiöoikeudellinen periaate. Tuomioistuimen mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan siten rajoittaa osakkeiden luovutettavuutta vain lain sallimilla tavoilla.⁵³ Vaikka yhtiöjärjestyksen lunastusvelvollisuuslauseke saattaa tosiasiaissa haitata osakkeiden hankintaa ja luovutettavuutta, ei sen ole korkeimman oikeuden mielestä katsottava muodostavan ”oikeudellista estettä hankinnalle”.⁵⁴ Perusteluissa todetaan, ettei EOYL:ssa tai sen valmisteluaineistossa ollut ohjetta siitä, miten 3:2:ää tuli tulkita.⁵⁵ Tältä pohjalta tuomioistuin katsoi ensinnäkin säännöksen sanamuodon osoittavan, että se koskee lähinnä rajoituksia osakkeen *hankintaan*.⁵⁶ Koska yhtiöjärjestysmääräys ei korkeimman oikeuden mukaan muodostanut osakkeiden hankinnalle oikeudellista estettä, oli tuomioistuimen mukaan ratkaisevaa se, tuleeko pelkästään sitä seikkaa, että osakkeita hankkinut joutuisi muiden osakkeenomistajien vaatimuksesta hankkimaan lisää osakkeita, pitää oikeudellisena rajoituksena hankinnalle.⁵⁷

50 Timonen 2006, s. 319.

51 KKO:2005:122, tuomion 1. kohta.

52 KKO:2005:122, tuomion 9. kohta.

53 KKO:2005:122, tuomion 10. kohta.

54 KKO:2005:122, tuomion 13. kohta. *SuomennoS tässä*.

55 KKO:2005:122, tuomion 16. kohta.

56 KKO:2005:122, tuomion 17. kohta.

57 *Ibid.*

Korkein oikeus katsoi, ettei säännökselle voida antaa sellaista yleistä ja abstraktia tulkintaa, että tarjous- tai lunastusvelvollisuus olisi jo tyypinsä takia lainvastainen rajoitus osakkeiden hankinnalle.⁵⁸ Sen sijaan tuomioistuimen näkemyksen mukaan yhtiöjärjestysmääräyksen lainvastaisuus olisi – selkeän lainsäädännön puuttuessa – selvitetävä tapauskohtaisesti ottaen huomioon kunkin yksittäistapauksen erityispiirteet.⁵⁹ Erityispiirteinä korkeimman oikeuden ratkaisussa mainitaan muun muassa yrityksen koko. Pienissä yrityksissä saattaa olla legitiimejä ja luonnollisia syitä pitää omistajakunta verraten vakaana. Korkeimman oikeuden perustelujen mukaan se, että laissa ylipäättään sallitaan suostumus- ja lunastuslauseke, ilmentää sitä, ettei osakkeiden vapaa luovutettavuus ole mikään ehdoton intressi osakeyhtiölaissa.⁶⁰

Huttunen on katsonut, että korkeimman oikeuden näkemys siitä, että myrkkypilleri ei aiheuta oikeudellista rajoitusta oikeuteen hankkia osakkeita, on väärä, samoin kuin se tulkinta, ettei EOYL 3:2:ää voitaisi tulkita yleisesti ja abstraktisti siten, että lunastusvelvollisuus olisi tyypiltään lainvastainen. Ratkaisevaa ei hänen mukaansa ole yksin se, rajoittaako lauseke hankintaa, vaan myös se, mikä seuraus omistusosuusrajan ylittämiseen on kytketty. Huttunen katsoo tämän ilmenevän säännöksen toisesta virkkeestä, joka kuului: ”[y]htiöjärjestyksessä näitä oikeuksia voidaan rajoittaa vain 3 ja 4 §:n mukaisesti.”⁶¹ Hallituksen esityksessä on katsottu EOYL 3:3:n ja 3:4:n sisältävän vain osakkeiden hankkimista koskevia rajoituksia.⁶² Lunastuslauseketta pidettiin siis hankintarajoituksena, vaikka se ei rajoita lunastusta edeltävää luovuttamista. Saman Huttunen katsoo koskevan suostumuslauseketta, koska sillä voi asettaa rajoituksia vain hallinnoimisoikeuksien, ei omistusoikeuden, siirtymiselle. Näin ollen myrkkypillerin sallittavuutta ei Huttunen mukaan voida perustella sillä, ettei se rajoittaisi osakkeiden hankintaa, ellei katsota myös muiden toisen vaiheen rajoituksen sisältävien määräysten olevan sallittuja. Toisen vaiheen rajoituksella tarkoitetaan tässä osakkeen luovutuksen toteutumisesta seuraavaa rajoitusta, kuten lunas-

58 *Ibid.*

59 *Ibid.*

60 KKO:2005:122, tuomion 18. kohta.

61 Huttunen 2005, s. 3 ja Huttunen 2006, s. 458.

62 HE 27/1977 vp., s. 29.

tuslausekkeen osakekaupan seurauksena synnyttämää ostajan hankkimiin osakkeisiin kohdistuvaa lunastusoikeutta.⁶³

EOYL 3:2:n sanamuoto sen paremmin kuin systemaattisetkaan syyt eivät korkeimman oikeuden mukaan puolla sitä kantaa, että tarjous- tai lunastusvelvollisuuslauseke olisi kielletty rajoitus osakkeiden hankinnalle. Lauseke voi kuitenkin tosiasiaassa muodostaa rajoituksen osakkeiden hankinnalle. Näin ollen se, onko lunastusvelvollisuus- tai tarjousvelvollisuuslauseke EOYL 3:2:n vastainen, ratkeaa korkeimman oikeuden mukaan tapauskohtaisella lausekkeen sisältöön perustuvalla harkinnalla.⁶⁴

Huttusen mukaan jo EOYL 3:2:n sanamuoto kieltää myrkkypillerin käyttöönoton. Hänen mukaansa osakkeiden luovuttamisen ja hankkimisen vapautteen kuuluu oikeus määrätä luovutuksen ehdoista. Myrkkypilleri sen sijaan merkitsee lunastamisen nimistä pakkokauppaa, jossa ostaja ei voi vaikuttaa kaupan ehtoihin, eikä siihen, tekeekö hän ylipäättään kauppaa. Hänen mukaansa myrkkypilleri on sallittuja hankintarajoituksia, so. lunastus- ja suostumuslauseketta, kuin myös selvästi kiellettyinä pidettyjä etuosto- ja henkilölausekkeita, ankarampi.⁶⁵ Hän katsoo myös systemaattisten syiden tukevan myrkkypillerin lainvastaisuutta: EOYL salli kaksi luovutusrajoitustyyppiä, eikä myrkkypilleri ole kumpikaan niistä.⁶⁶ Myös Kyläkallio *et al.* ovat sanamuotoon tukeutuen suhtautuneet kielteisesti lunastusvelvollisuusrajan alentamiseen⁶⁷, myös korkeimman oikeuden ratkaisun jälkeen⁶⁸.

OYL:n peruseriaatteisiin kuuluu, ettei osakkeenomistaja ole velvollinen osakkeiden merkintähinnan lisäksi maksamaan maksuja yhtiölle. Poikkeuksena tähän OYL 1:2:n mukaan yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa määräys osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle, jotka käytännössä lienevät yleensä vastiketta yhtiön osakkeenomistajilleen tarjoamista palveluista (esim. golfosakeyhtiön yhtiövastikkeet). Määräys voidaan ottaa yhtiöjärjestykseen vain sen osakkeenomistajan suostumuksella, ketä

63 Huttunen 2005, s. 3–4 ja Huttunen 2006, s. 459.

64 KKO:2005:122, tuomion 19. kohta.

65 Huttunen 2005, s. 2 ja Huttunen 2006, s. 457.

66 Huttunen 2005, s. 4 ja Huttunen 2006, s. 460.

67 Kyläkallio *et al.* 2002, s. 195.

68 Ks. saman teoksen uudempi painos Kyläkallio *et al.* 2008, s. 71, jossa kirjoittajat katsovat tapaukseen KKO:2005:122 viitaten, että aiempi tulkinta on edelleen oikea.

päätös koskee (OYL 5:29.1,2, samoin EOYL 9:15.1,2). Erityisen säännöksen puuttumisesta ei voida tehdä sitä johtopäätöstä, että osakkeenomistaja voitaisiin velvoittaa suorittamaan maksuja myös muille kuin yhtiölle. Kyläkallion mukaan myrkkypillereitä voitaisiin ilmeisesti pitää tällaisena määräykseenä, koska tilannetta ei hänen mukaansa muuta se, että osakkeenomistaja saa maksustaan vastikkeen, jota hän ei halua.⁶⁹

Tapauksessa lunastusvelvollisuusraja oli asetettu alimmillaan 10 prosenttiin. Myös yhtiöjärjestysmääräyksen mukaan laskettu lunastushinta olisi lunastustilanteessa noussut selvästi käypää hintaa korkeammaksi. Koska *tämänkaltainen* lunastusvelvollisuuslauseke olisi kyseisessä tapauksessa muodostanut *tehokkaan rajoituksen osakkeiden hankinnalle*⁷⁰, korkein oikeus katsoi yhtiöjärjestyksen lunastusvelvollisuuslausekkeen olevan EOYL 3:2:n vastainen ja siten pätemätön. Käytetystä ilmaisusta ei voida tehdä sellaista päätelmää, ettei käytännössä tehokas myrkkypillerilauseke voisi olla sallittu. Esimerkiksi 30 prosentin osuuteen osakkeista sidottu velvollisuus ostaa loput osakkeet käypään hintaan saattaa hyvinkin olla tehokas taloudellinen rajoitus hankinnalle, koska sanotun vähemmistöosuuden hankkiminen voi johtaa velvollisuuteen lunastaa yhtiön kaikki osakkeet. Näin vähemmistöosuudesta kiinnostuneiden piiri kapenee niihin, jotka ovat halukkaita ja taloudellisesti valmiita ostamaan koko yhtiön, mutta tämä ei sinänsä tee osuuden hankkimista kannattamattomaksi. Sen sijaan korkeimman oikeuden ennakkoratkaisun tapauksessa jo 10 prosentin osuuden hankkiminen olisi ollut sekä lunastettaviksi jäävien osakkeiden suuren suhteellisen osuuden että niiden selvästi käyvän arvon ylittävän lunastushinnan vuoksi epärationaalista, vaikkakin mahdollista.

4.3 Ratkaisun ennakkotapausarvo

Oikeustila myrkkypillerin sallittavuuden suhteen on korkeimman oikeuden ratkaisun jälkeen edelleen epäselvä. Epäselvyyttä ei ole omiaan vähentämään valittu tulkinta, jonka mukaan sallittavuuden arvioinnissa olisi käytettävä tapauskohtaista harkintaa. Tapauskohtaisen harkinnan vaatimus heikentää oikeusvarmuutta käytännön oikeuselämässä, sillä lisättäessä myrkkypilleri

⁶⁹ Kyläkallio 2007, s. 90.

⁷⁰ KKO:2005:122, tuomion 20. kohta.

yhtiöjärjestykseen tai myrkkypillerimääräyksen tullessa sovellettavaksi voi olla vaikea tietää, onko määräys lainmukainen vai ei. Epävarmasta oikeustilasta kärsii ensinnäkin osakkeita hankkinut osakkeenomistaja, joka ei voi olla varma velvollisuudestaan lunastaa muut osakkeenomistajat ulos yhtiöstä. Samaten kärsivät lunastukseen mahdollisesti oikeutetut, jotka eivät voi olla varmoja omista oikeuksistaan jonkun osakkeenomistajan omistussuuden ylittäessä lunastusvelvollisuusrajan.

Korkeimman oikeuden ratkaisu on ehkä helpompi hyväksyä OYL:n aikana, koska sinänsä lunastusvelvollisuusrajan alentaminen on ilmeisesti nykyään mahdollista.⁷¹ JT Ab:n yhtiöjärjestyksessä alin lunastusvelvollisuusraja oli kuitenkin asetettu varsin alas, yhteen kymmenesosaan osakkeista tai niiden tuottamista äänistä. Ratkaisusta ei ilmene, olisiko esimerkiksi toiseksi alin JT Ab:n yhtiöjärjestykseen otettu raja, 33 1/3 prosenttia, ollut sallittu. Ratkaisua lienee kuitenkin luettava niin, ettei ole mitään ehdotonta rajaa, joka yksin aiheuttaisi OYL:n vastaisuuden.⁷² Yleistävästi voitaneen sanoa vain, että matalampi raja on vähemmän hyväksyttävä. Epäselväksi jää myös se, millä perusteilla rajan hyväksyttävyyttä arvioidaan. Olisiko esimerkiksi määräysvallan saavuttaminen hyväksyttävä raja yhtiöjärjestyksestä johtuvalle lunastusvelvollisuudelle? Ja tulisiko silloin ottaa yksittäistapauksessa yrityksen omistuksen hajautumisen aste lähtökohdaksi määräysvaltaan tarvittavan äänimäärän harkitsemisessa?

Toisaalta tuomiosta ei ole luettavissa, miten lunastushinta tulisi määrittää. Yhtäältä käyvän hinnan ylittävä lunastushinta asettaa rajoituksen osakkeiden vapaalle hankinnalle. Toisaalta käyvän hinnan alittava lunastushinta on myrkkypillerin tarkoituksen vastainen, sillä alihintainen lunastus ei tarjoaisi houkuttelevaa mahdollisuutta irrottautua yhtiöstä. Näin ollen myrkkypillerilauseke lienee syytä muotoilla siten, että lunastushinta vastaa vähintään käypää hintaa, mutta ei ainakaan merkittävästi ylitä sitä. Jos lunastushinta vastaa käypää hintaa, typistyy myrkkypillerin sallittavuusarviointi yksittäistapauksessa siihen, rajoittaako valittu lunastusvelvollisuusraja osakkeiden vapaata hankintaa.

71 Timonen 2006, s. 319, HE 109/2005 vp., s. 169 ja edellä jakson 3.2. viimeinen kappale sekä alaviite 39.

72 Kyläkallio 2007, s. 88.

Toinen huomionarvoinen seikka on, että JT Ab:n yhtiöjärjestyksen mukaan lunastusvelvollisuuden aiheutti mistä syystä tahansa tapahtunut omistus- tai äänimäärärajan ylitys. Omistusosuus saattaa ylittää rajan jopa osakkeenomistajan sitä tarkoittamatta, jos hän osakeannissa merkitsee osakkeita osan osakkeista jäädessä merkitsemättä. Koska kantaja vetosi yhtiöjärjestysmääräyksen lainvastaisuuteen ja korkeimman oikeuden ratkaisu on tarkoitettu ennakkoratkaisuksi, voidaan sitä lukea niin, että ratkaisussa mainitsematta jätettyjä seikkoja on pidettävä lainmukaisina.⁷³ Näin ratkaisusta voi ainakin saada sen vaikutelman, että myrkkypilleri olisi sallittu muutenkin kuin luovutukseen perustavana.

5 Lopuksi

5.1 Kokoavia näkökulmia

Oikeustila myrkkypillerin lainmukaisuuden suhteen on siis epäselvä. Miten oikeustieteessä ja oikeuskäytännössä esitettyihin argumentteihin tulisi siten suhtautua? Myrkkypilleriä voidaan tarkastella kahdesta näkökulmasta: yhtäältä se laajentaa vähemmistönsuojaa, toisaalta tosiasiasa kaventaa osakkeen hankinta- ja luovutusvapautta. Lain vähemmistönsuojasäännöksistä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa vähemmistönsuojaa heikentäen. Vaikka vähemmistönsuojasäännökset ovat vähimmäisnormeja, se ei tarkoita, että niiden alaa voitaisiin laajentaa miten tahansa tai miten paljon tahansa. Koska myrkkypilleri rajoittaa osakkeiden vapaata luovutettavuutta, ei pelkkä vähemmistönsuojan laajeneminen tee sitä sallituksi.

Samaten väite siitä, että myrkkypillerilausekkeiden tulisi olla lainmukaisia, koska sopimusten pitävyys on arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden kannalta tärkeää, on lainsoveltamisen kannalta irrelevantti. Kysymys on sopimusvapauden ulottuvuudesta. Lunastusvelvollisuuden alentamisen sallittavuus ei siis ole tarkoituksenmukaisuus- vaan laillisuuskysymys.⁷⁴ Eri asia on, että lainsäätäjän lienee syytä kiinnittää huomiota myrkkypillerin sallittavuuteen myös arvopaperimarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta.

⁷³ Kyläkallio 2007, s. 86–87.

⁷⁴ Ks. yllä kappale 3.2 ja Timonen 1997, s. 301.

Myrkkypillerin lainvastaisuutta on vakuuttavasti perusteltu paitsi lain sanamuodolla, myös systemaattisilla syillä. Nähdäkseni hylkäävä kanta on hyväksyvää huomattavasti paremmin perusteltu. Korkein oikeus on kuitenkin pitänyt myrkkypillerilauseketta mahdollisena, vaikka se tosiasiaa rajoittaa osakkeen hankintaa. Korkeimman oikeuden kannan mukaan myrkkypilleri ei aseta osakkeen hankinnalle *oikeudellista estettä*.⁷⁵ Ajatus oikeudellisen esteen puuttumisesta perustuu mielestäni keinotekoiselle tavalle hahmottaa vain omistusoikeuden siirtymisen estyminen oikeudelliseksi esteeksi hankinnalle.⁷⁶ On syytä muistaa, että osake ei osakkeenomistajan näkökulmasta ole esine, vaan sen tuottamien oikeuksien kokonaisuus. Näin ollen oikeudellinen este, joka estää osakkeen hankkinutta nauttimasta osakkeen tuottamista oikeuksista, on oikeudellinen este osakkeen hankinnalle. Voidaan puhua myös ensimmäisen ja toisen vaiheen rajoituksista. Myöskään lunastus- ja suostumuslauseke eivät rajoita omistusoikeuden siirtymistä. Tästä huolimatta niissäkin on kiistatta kyse oikeudellisesta esteestä osakkeiden hankinnalle.⁷⁷

Ainoassa ennakkotapauksessa yhtiöjärjestysmääräys katsottiin periaatteessa myönteisestä kannasta huolimatta lainvastaiseksi, sillä se muodosti *tehokkaan rajoituksen osakkeiden hankinnalle*.⁷⁸ Ilmi ei kuitenkaan käy, muodostuiko tehokas rajoitus alhaisesta lunastusvelvollisuusrajasta, korkeasta lunastushinnasta vai näiden yhteisvaikutuksesta. Nähdäkseni ankara lunastushinta asettaa selvemmän rajoituksen osakkeen hankinnalle: hankinnasta tulee irrationaalinen sellaisellekin ostajalle, joka olisi valmis ostamaan yhtiön kaikki osakkeet käypään hintaan. Korkeimman oikeuden ennakkotapauksesta ei kuitenkaan ole mahdollista lukea suuntaviivoja sille, kuinka korkeaksi lunastushinta saa muodostua. Toisaalta myöskään sallittavasta lunastusvelvollisuusrajasta ei liene mahdollista tehdä pitävää arviota tapauksen erikoislaatuisuuden vuoksi. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisu jättää muitakin kysymyksiä vaille vastausta. Epäselvää on esimerkiksi se, voiko myrkkypillerin laukaista muukin omistusoikeuden siirtyminen kuin luovutus.

75 KKO:2005:122, tuomion 13. kohta.

76 Timonen 1997, s. 301–302.

77 Huttunen 2005, s. 3–4 ja Huttunen 2006, s. 459.

78 KKO:2005:122, tuomion 20. kohta.

Miten yhtiökokousten tulisi sitten suhtautua ehdotuksiin ottaa yhtiöjärjestykseen myrkkypillerilauseke? Paradoksisesti, liian tehokas myrkkypilleri muuttuu tehottomaksi. Kun suuntaviivat sallittavuuden arvioimiselle ovat ohuet, on hyvin hankalaa formuloida ankarin sallittu myrkkypillerilauseke. Korkeimman oikeuden mukaan yrityksissä voi olla legitiimejä syitä pitää omistajakunta verraten vakaana.⁷⁹ Ei kuitenkaan liene mahdollista ajatella, että olisi legitiimejä syitä pitää yhtiöjärjestysmääräyksellä omistajakunta muuttumattomana. Myrkkypillerin laukaiseva lunastusvelvollisuusraja lie-nee järkevää pyrkiä sijoittamaan määräysvaltaan riittävän äänivallan kohdalle. Näin myrkkypilleri *ex ante* hillitsisi yrityksiä saavuttaa määräysvalta olematta epäsuhtaisen ankara. Toisaalta lunastushintaa koskeva määräys lienee syytä pitää maltillisena. Velvollisuus hankkia enemmistö yhtiön osakkeista selkeään ylihintaan muodostaa nimittäin kiistattomasti rajoituksen osakkeiden hankinnalle. Myrkkypilleri suojaa osakkeenomistajia määräysvallan siirtymisen vaikutuksilta *ex post* tarjoamalla mahdollisuuden irrottautua yhtiöstä järkevään hintaan. Yhtiössä, jossa määräysvalta on keskittynyt yhdelle osakkeenomistajalle muiden osakkeenomistajien omistuksen arvo ja likviditeetti heikkenevät. Niinpä liian ankara ja siten lainvastainen mitätön myrkkypilleri ei suojaa osakkeenomistajia määräysvallan jo siirryttyä.

Sanotaan, että laki on niin kuin se luetaan. Onkin mielenkiintoista huomata, että Ruotsissa samalla tavalla kirjoitettua lakia luetaan eri tavalla.⁸⁰ Ruotsissa osakeyhtiölakiuudistuksen lainvalmistelun ajallinen kesto ja esitöiden laajuus ovat olleet huomattavasti Suomea suuremmat. Siinä suhteessa ei ole yllättävää, että OYL:n noin 220-sivuiset virallisperustelut eivät tarjoa lain-tulkinnan avuksi yhtä kattavaa pohdintaa kuin ABL:n valmisteluaineisto. OYL on ollut tätä kirjoitettaessa, syksyllä 2009, voimassa hieman yli kolme vuotta. Niinpä uuden OYL:n aikaista soveltamiskäytäntöä on vielä niukalti. Soveltamiskäytännön selkeytyminen myrkkypillerin osalta tulevissa korkeimman oikeuden ratkaisuisissa olisi toivottavaa, sillä nykytilannetta voi tuskin pitää tyydyttävänä.

Yleisten periaatteiden painottamisen toimivuus uudessa OYL:ssä jää nähtäväksi. Periaatteisiin tukeutuminen edellyttäisi tuomioistuimilta kykyä luoda

⁷⁹ KKO:2005:122, tuomion 18. kohta.

⁸⁰ Ks. yllä jakso 3.3.

ennakkoratkaisuilla tulkintasääntöjä. Suomessa tuomioistuimet eivät kuitenkaan voi luoda oikeusnormeja, eikä niillä ole kattavaan laajojen periaatteiden tulkintaan välttämättä valmiuksiakaan.⁸¹ Lisäksi tapausten volyyymi saattaa hyvinkin olla riittämätön oikeuskäytännön luomiseen.

5.2 Katse tulevaisuuteen

Juhani Kyläkallio on *de lege ferenda* katsonut, että myrkkypilleri olisi kiellettävä yksityisissä ja sallittava julkisissa osakeyhtiöissä laissa säädettäväksi jäävin puittein, tai kiellettävä molemmissa ja jätettävä asia AML:n varaan.⁸² Kyläkallio ei kuitenkaan juuri avaa näkemystään. Mielestäni tarve oikeustilan selventämiselle on suuri molempien yhtiötyyppien osalta. Nähdäkseni myrkkypillerin ei pitäisi olla sallittu ainakaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä. Kun AML:n muutoksen jälkeen lakisääteinen ostotarjousvelvollisuus toteuttaa sitä tarkoitusta, jota varten myrkkypillerilausekkeet yhtiöjärjestykseen yleensä otetaan, ei liene syytä sallia pelkkää epävarmuutta luovia yhtiöjärjestyksen myrkkypillerilausekkeitä. Yksityisissä yhtiöissä saattaa todetusti olla halua pitää omistajakunta vakaana, mutta tarvitaanko omistajakunnan vakauttamiseen yhtiöjärjestykseen otettua myrkkypilleriä, vai riittäisivätkö lain jo nyt tuntemat lunastus- ja suostumuslausekkeet? Jos vastaus lainsäädäntötarpeeseen on myrkkypillerin salliminen laissa, olisi lakiin hyvä ottaa selkeät määräykset sallituista ehdoista. Muuten vaikeasta tulkintatilanteesta ei päästä lainsäätäjän toimin ulos. Ellei lainsäätäjä kiinnitä ongelmaan huomiota, jäävät myrkkypillerin sallittavuuden arviointikriteerit vastaisen korkeimman oikeuden käytännön varaan.

81 OYL:n lainsäädäntöratkaisujen kritiikistä ks. esim. Toivainen 2006, *passim*, erityisesti s. 30.

82 Kyläkallio 2007, s. 90.

Lähteet

Kirjallisuus

Bebchuk, Lucian A – Coates IV, John – Subramanian, Guhan, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy. Vol. 54, Issue 5, Stanford Law Review, 2002, s. 887–951. (Bebchuk *et al.* 2002)

Dawson, Suzanne S. – Pence, Robert J. – Stone, David S., Poison Pill Defensive Measures. Vol. 42, No. 2, Business Lawyer (ABA), 1987, s. 423–439. (Dawson *et al.* 1987)

Hellner, Jan, Aktiebolagsrätt och avtalsrätt. Teoksessa Festskrift till Gunnar Karnell, Stockholm, Carlsson Law Network 1999, s. 257–277.

Helminen, Sakari, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Helsinki, Talentum 2006. (Helminen 2006)

Huttunen, Allan, Lyhyt kommentti ratkaisuun KKO 2005:122. Oikeustieto 6/2005, s. 2–4. (Huttunen 2005)

Huttunen, Allan, Ratkaisu KKO 2005:122 niin sanotun myrkkypillerin osalta. Lakimies 3/2006, s. 455–480. (Huttunen 2006)

Kyläkallio, Juhani, Myrkkypilleri. Teoksessa [toimittaja tuntematon]: With Wisdom. Helsinki, Waselius & Wist 2007, s. 78–90. (Kyläkallio 2007)

Kyläkallio, Juhani – Iiro, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö. Helsinki, Edita 2002. (Kyläkallio *et al.* 2002)

Kyläkallio, Juhani – Iiro, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö. Helsinki, Edita 2008. (Kyläkallio *et al.* 2008)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki, WS-OYpro 2006. (Mähönen – Villa: 2006)

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo, Osakeyhtiölaki käytännössä. Helsinki, WSOYpro 2006. (Mähönen *et al.* 2006)

Nuolimaa, R. O., Virallisen vastaväittäjän professori R. O. Nuolimaan Turun yliopiston oikeustieteelliselle tiedekunnalle antama 27.9.1994 päivätty lausunto [Matti J. Sillanpään teoksesta Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1994]. Lakimies 8/1994, s. 1150–1169. (Nuolimaa 1994)

Pönkä, Ville, Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis 5/2008, s. 737–758. (Pönkä 2008)

Sillanpää, Matti J., Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki, Suomalainen lakimiesyhdistys 1994. (Sillanpää 1994)

Timonen, Pekka, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima – Julkisesti noteeratun yrityksen määätysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Helsinki, Lakimiesliiton kustannus 1997. (Timonen 1997)

Timonen, Pekka, KKO:2005:122 – Yhtiöjärjestykseen otetun lunastuslausekkeen pätevyys ja yhtiökokouspäätöksen moite. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): KKO:n ratkaisut kommentein II 2005. Helsinki, Talentum 2006, s. 317–319. (Timonen 2006)

Toiviainen, Heikki, Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä? Teoksessa Esa Kolehmainen (toim.): Business Law Forum 2006, s. 25–67. Helsinki, Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos ja Edita 2006. (Toiviainen 2006)

Oikeustapaukset

KKO:2005:122

Virallislähteet

Hallituksen esitys n:o 27 (1977 vp.) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 29/1977 vp.)

Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp.) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp.)

Hallituksen esitys n:o 6 (2006 vp.) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta (HE 6/2006 vp.)

Regeringens proposition 2004/05:85, Ny aktiebolagslag. Saatavilla osoitteessa <<http://regeringen.se/sb/d/108/a/40814>>, vierailtu 9.10.2009. (Prop. 2004/05:85)

SOU 1997:22. Aktiebolagskommittén: Aktiebolagets kapital – Delbetänkande av Aktiebolagskommittén. Stockholm 1997. (Aktiebolagskommittén 1997)

Cooperative Mankala-companies – The Acceptability of the Company Form in EC Competition Law

Keywords: Competition Law, Energy Law, Mankala, Cooperative

Ilkka Puikkonen

Abstract

Due to economic necessities, a unique ownership model for energy production companies, the so-called Mankala-companies, has been developed in Finland. The purpose of the Mankala-companies is to produce affordable energy for their owners. Since the owners of the companies answer respectively for the production costs of the produced energy, they have not been considered to gain taxable profit, although the companies produce electricity at a price lower than the market price.

The Mankala-model has been seen as very important for the Finnish industry and has thus been allowed so far. However, due to the European Commission's efforts to increase competition within the energy market and its unfavorable statements on similar arrangements with anticompetitive potential, there might be a need for reassessment of the acceptance of the model. On this account, the article tries to open the conversation around the issue although leaving the resolutions open for future evaluation.

Full Article

1 Introduction¹

The energy markets are highly concentrated in Europe. Despite efforts, competition has not increased in a desirable way in this field. The European Commission has not been satisfied with the development of competition in the markets, and with the fact that the energy market seems to be limited

¹ This article is based on the author's article Cooperative Mankala-companies published in OGEL 3/2009.

to a few major players.² The EU-area is increasingly dependent on imported energy.³ In particular, the need for Russian oil and gas has continued to increase, and the market mechanisms creating new production capacity are still lacking within the EU.

Finland and the Nordic Countries, excluding Iceland, form their own united market area where a large portion of electricity trade is organized through the Nord Pool exchange.⁴ At the moment about 70 % of the electricity is traded through this exchange.⁵ Within the EU the Nordic market area has often been given as an example of a functional energy market.⁶ Despite this, competition in the markets in Finland and in the Nordic Countries is not comprehensive. Despite there being approximately 120 producers and 400 power plants in Finland, energy production can be seen to focus on two companies: Fortum, with a market share of 40 % of all production forms in Finland, and the industry-owned Nordic Power Ltd. with a market share of 20 %. Other producers are retailers and large-scale industry as well as to a growing degree overseas companies such as Vattenfall and E. On.⁷

As an exception to Europe, in Finland there has developed a unique ownership model of energy production companies: the cooperative, so-called Mankala-companies⁸. The Mankala-principle denotes a company where the joint owners are obligated to answer for the costs in proportion to their ownership in the company, and the ownership gives the joint owners the right to the produced electricity.⁹ This means that the shares don't equal dividend. Instead of making a profit, the purpose of the company is to produce affordable energy for the owners.

2 Kroes, Neelie (SPEECH/07/574).

3 Liuhto 2008, p. 39.

4 For more information see: <www.nordpool.com>.

5 Commission Report 2008: The share of Finland's trade has grown from 5 % in 1998 to about 45 % in 2007.

6 Commission Report 2005.

7 The Finnish Energy Market Authority homepages. Available in www-format: <<http://www.energiatarkkinnavirasto.fi/data.asp?articleid=107&pgid=38>>.

8 The name of the company form arises from The Finnish Supreme Administrative Courts decision 1963: B I 5 that handled an energy company located in Mankala area in Järvenpää city.

9 Kaarresalo 2007, p. 180.

Due to the characteristics of the Mankala-companies, the cooperation has some problematic features when it comes to EU competition law. The purpose of this work is to consider the acceptability of the Mankala-companies from a competition law point of view, and to perceive the possible effects of the cooperation for the competition in Finland and the Nordic countries. The aim of this review is to bring up the critical as well as the positive aspects of the cooperation model as a base for discussion.

2 Mankala-companies

2.1 History and Background

The Mankala-model can be seen to result from the Finnish forest industry's need for energy. They consumed vast amounts of electricity in their production but didn't have the capacity to execute large power plant investments individually. Consequently these companies established Nordic Power Ltd in 1943 to secure affordable electricity and better wherewithal for the companies. Later other industry companies and local retailers have joined the cooperation.

Nowadays the Mankala-model is a common ownership arrangement in the electricity production companies of the Nordic countries.¹⁰ In Finland, for example, Teollisuuden Voima Oyj, owned by Fortum and Nordic Power, and in Sweden nuclear power plants in Forsmark and Oskarshamn, cross owned by Vattenfall, Sydkraft and Fortum are organized in this way.¹¹

2.2 Purpose

The purpose of the Mankala-companies is to produce electricity for the joint owners at the lowest possible cost. This can be achieved by producing the energy by themselves or by functioning as a procurement company and buying the energy from associated companies.¹² The owners gain electricity in proportion to their ownership at a cost price. The owners can use the

¹⁰ See the report from Nordic competition authorities 1/2007.

¹¹ See Oskarshamns home pages <www.okg.se> and Forsmarks home pages <www.vattenfall.se>.

¹² For example Etelä-Pohjanmaan Voima Oy functions as a clear procurement company.

electricity in their own production or sell it on through the exchange or bilaterally.¹³

As was mentioned earlier, the purpose of the company-model is not to make a profit for the owners and therefore the purpose differs from the presumption in the Finnish Limited Liability Companies Act.¹⁴ This means that the differing purpose has to be mentioned in the articles of association.¹⁵ When the purpose is to produce affordable, tax-free electricity for the owners instead of making profit, the joint owners have to answer for the production costs in proportion to their ownership in the company.¹⁶

The profit distribution is organized reversely compared to dividend. The joint owners get the profit through low procurement costs. This profit can be called other earning from the company. This other earning is tax free, which is one of the main benefits of the model. According to The Supreme Administrative Court's decision in 1963 the joint owners were not considered to get taxable profit when the company produced them electricity at a lower price than the market price.¹⁷

The company can deliver cost price electricity to the owners only in proportion with each owner's ownership, not more than the owning share, because the overstepping amount would probably be handled as taxable profit.¹⁸ Selling goods at a price lower than the market price has often been handled as distinguished payment of dividend.¹⁹

The other earning or right to the produced electricity is defined in the articles of association of the production company. The baseline is that the joint owners get electricity in proportion to their ownership. Through the

13 The Market Court decision: 123/08 Case number 209/06/KR, 14.3.2008. The generality of the owner's are connected to the Nordic grid.

14 Chapter 1 paragraph 5. Available in English online <<http://www.finlex.fi/en/laki/kaannokset/2006/en20060624>>.

15 Airaksinen & Co. 2006, p. 47-48.

16 Kaarresalo 2007, p. 180.

17 The Supreme Administrative Court, case number 1963: B I 5.

18 The joint owner doesn't answer for the production costs of this overstepping share. This means that the margin between the cheap electricity and market price electricity formulates a profit that can be compared to dividend. From a taxation point of view the joint owner is seen to produce the electricity itself up to its proportional share of the ownership.

19 Romppainen & Co. 2000, p. 132.

series of shares it is possible to define exactly how much and from which production form each company gets electricity. The shares can provide the right to electricity from a certain production form or from a certain power plant. There are often more series' of shares, even dozens more, than in the example below.²⁰ By combining the shares and production forms the owners can mix their gaining portfolio to match their needs.

An example of the use of series of shares could be as follows. The owners of A shares have the right to available electricity provided by X Ltd. or from elsewhere, mainly produced with water power or its substitute, in proportion to their ownership of A shares in the company. The owners of A shares are obligated to answer for the production costs of this production form in proportion to their ownership of A shares. The owners have the obligation regardless of whether they have used their right to the capacity or not.

The owners of B shares have the right to available electricity provided by X Ltd's power plant 1 or 2 or from elsewhere, mainly produced with nuclear power or its substitute, in proportion to their ownership of B shares in the company. The owners of B shares are obligated to answer for the company's fixed production costs in proportion to their ownership of B shares regardless of whether they have used their right to the capacity or not, and obligated to answer for the company's variable production costs in proportion to the gained amount, observing the variable costs of each form of electricity production.

2.3 The Joint Owners and the Partnership

The owners of Mankala-companies consist mostly of wholesalers and retailers and on the other hand of companies with large energy consumption, such as large industrial companies.²¹ This means that there are both electricity sellers and buyers in the partnership. In the articles of association and in the shareholders agreement there are set mechanisms that make it possible to control the transfer of the shares, as well as to ensure that the demands set for the joint owners are fulfilled.

²⁰ For example the articles of association in Nordic Power Ltd. (3-4 §).

²¹ See list of Nordic Power's shareholders: http://www.pohjolanvoima.fi/fi/pohjolan_voima/osakkaat/?id=7728.

Firstly, only the aforementioned companies that sell the gained electricity on to end users or use it in their own production are accepted into the partnership. Secondly, the companies have to be capable of meeting the production costs that the desired share requires. In practice, this is ensured by the articles of association, as it gives the owners the right to reclaim the transferred shares and sets the board's approval as a prerequisite for the transfer. The approval is given only if the new company underwrites to fulfill the shareholder's obligations and is capable of answering for the costs.²²

The Mankala-model can be described as a long, and in principle a forever-lasting contract, in which the companies bind themselves to the obligations of the joint owners, which in turn leads to the fact that new companies' entry to the partnership is hindered. Despite the articles of association making it possible to enter the partnership in principle, in practice it is almost impossible, because the reclaiming right and the requirements of approval make it possible for the owners and the board to thwart the attempt. This leads to a closed production and retail unit that has a stable position and which is independent from the markets.

2.4 Shareholder Agreement

Because the ownership model and the purpose of the company differs from normal, it is in practice essential to consummate a shareholder agreement and other agreements – such as different cooperation agreements – that organize and govern the activity. This is because the governance of a cooperative company may become more challenging than normal. A shareholder agreement is therefore a prerequisite for the cooperation.²³

The shareholder agreement in a cooperative company relates – besides the above mentioned access possibilities – in particular to the distribution of profits or other earning from the company, and on the other hand to the distribution of the costs.²⁴ The other earning from the company is defined by including detailed and often very technical regulations in the agreement for the determination of the selling price of energy. The costs are distributed

²² For example articles of association of Nordic Power Ltd.

²³ Hannula – Kari 2007, p. 59.

²⁴ Hannula – Kari 2007, p. 91.

as expressed in the example above in point 2.2. in proportion to the ownership of each production form.

The regulations of the shareholder agreement can be included in their entirety in the articles of association. In this case they cannot, however, contradict the Limited Liability Companies Act.²⁵ Also from a practical point of view this may be unfeasible due to their extent and elaborateness. Because the shareholder agreement only binds its parties, it is an instrument used to specify the regulations of the articles of association that bind also the company.²⁶

3. Mankala-companies and Competition Law

3.1 The Ground for Evaluation – EC Article 81

Agreements, cooperations and standardized procedures restricting competition horizontally are forbidden in both the Treaty on European Union and the Treaty establishing European Community and in the Finnish legislation.²⁷ On the community level the injunction is defined in EC 81 article. On the national level the regulation is based on 4.1 § in the Act on Competition Restrictions (480/1992).

The challenge for the enforcement of the regulations is that there are both acceptable and unacceptable collaborations that fit within the phrasing of the articles.²⁸ This is why it cannot directly be said whether a form of collaboration is forbidden or not. Furthermore, even if a collaboration is found to be forbidden, it can still be accepted if it is seen to benefit consumers through more effective production or technical or economic development.²⁹

The choice between national or community legislation depends on whether the collaboration may have an impact on trade between the member states.³⁰ Because the national regulation is to be interpreted in the spirit of the EC

25 Helminen 2006, p. 97.

26 Hannula – Kari 2007, p. 13.

27 Kuoppamäki 2006, p. 22.

28 Ojala 2005, p. 105.

29 Jones – Sufrin 2008, p. 271.

30 Jones – Sufrin 2008, p. 199.

legislation, and because the enforcement of these two would without exception lead to the same result, only the EC article 81 is discussed about.³¹

The article 81 consists of 3 paragraphs. The first paragraph specifies the forms of forbidden collaboration including a non-comprehensive list of the most harmful collaborations. The second paragraph decrees the consequence of automatic invalidity on the forms of collaboration in paragraph 1. In the third paragraph is described the possibility of exceptions to the automatic invalidity because of benefit to consumers.³²

3.2 Collaboration Between the Shareholders – a Horizontal Review

From a competition law perspective, Mankala-companies can be firstly handled as horizontal collaboration as the joint owners are mostly on the same production level.³³ In this case rival companies on the same level are committing horizontal collaboration by agreeing on the production and selling price to the owners. Second, the cooperation can also be seen as vertical collaboration where buyers and retailers are integrated with production.

The majority of the joint owners in Mankala-companies have their own retail activities.³⁴ The main characteristic for vertical collaboration is that the consortium is governed by a company on a higher level, which controls the retailers.³⁵ In the Mankala-companies the governing level consists of buyers and retailers, in other words, companies that would normally form the lower levels, and therefore the commands are given by a group of companies to the production company.³⁶ This means, that even though the collaboration may be considered to include vertical collaboration and vertical restrictions of competition, when taking into account the collaboration between the joint owners and their ability to govern the production company, the form

31 Kuoppamäki 2006, p. 40-42.

32 Jones – Sufirin 2008, p. 124.

33 The estimation of the nature in the cooperation in Teollisuuden Sähkömyynti Oy, The Finnish Competition Authority: Case number 27/67/96.

34 See the list of owners in The Nordic Power Ltd. <http://www.pohjolanvoima.fi/fi/pohjolan_voima/osakkaat/?id=7728>.

35 Commission Notice 2000.

36 The board is nominated by the owners in the general meeting and in this way is lacking independency.

of collaboration is to be considered horizontal. Hence the evaluation is to be done under EC article 81.

3.3 Mankala-companies – Forbidden Collaboration?

Due to the above characteristics of the Mankala-model – as described in section 2 above – the competition issues and the acceptability of the collaboration have to be examined in detail. The examination shows that there are facts that contribute to different directions in this evaluation.

In the evaluation of competition issues of production agreements it should firstly be decided whether the collaboration falls under article 81 restrictions. The main purpose of a Mankala-company is not to restrict competition, which merits – instead of automatic invalidity – a further examination of the effects.³⁷

Firstly, production agreements where the parties do not compete with each other don't have a restricting effect on competition.³⁸ The owners of Mankala-companies consist mostly of retailers and industrial companies. Although not all of the joint owners compete with each other, the majority of the Mankala-companies have an ownership where the companies compete amongst themselves. Therefore the collaboration may have restricting effects on competition.

Secondly, agreements defining prices, restricting production or sharing markets are forbidden. When the collaboration does not clearly belong to any of the above groups, further examination of the effects has to be done.³⁹ The production collaboration within a Mankala-company does not easily belong to any of these groups.

Thirdly, the collaborating companies have to have enough market power to be classified as forbidden under the 81 article. Even if the collaboration could lead to a restriction of competition it is allowed if the total market share of the collaborating companies is less than 20%. Furthermore, due

37 Jones – Sufrin 2008, p. 220.

38 Commission Notice 2001, point 24.

39 Commission Notice 2001, point 26.

to the concentration of the markets the collaboration may be allowed even if this percentage is exceeded.⁴⁰ In several Mankala-companies the owner companies have market power of this amount.⁴¹

In the following chapters, I will discuss the problematical competition issues of the Mankala-cooperation with the aim of highlighting the most relevant facts for the evaluation. The discussion is not based on any concrete company but on the principle itself. Later, in section 3.4, the benefits of the cooperation in light of paragraph 3 in EC article 81 will be discussed.

3.3.1 Obstacles to Increasing Competition in the Energy Markets

A study by the Nordic competition authorities shows that competition in the energy markets is not yet at the desired level. Furthermore, the Finnish National Competition Authority has conducted a study on the energy markets in order to evaluate whether there are disadvantages that require Authority action. Both studies sent a clear message: the ownership of production should not become more centralized. In addition, increasing the amount of investments and ensuring that all market parties, including new companies, have equal opportunities to invest in production and to join larger production plant investments were seen as the most important objectives in the studies.⁴²

Relating to the future of Mankala-companies, an important fact in the Nordic study was that the joint ownership and cross-ownership of production was seen as one reason for the centralization of production in the Nordic markets. The study also pointed out that joint ownership of production inevitably increases the risk of non-competitive behavior, and an extensive joint ownership may also affect the market price on the Nordic markets.⁴³ The risk of non-competitive behavior often actualizes through information sharing between the owner companies.⁴⁴

40 Commission Notice 2001, point 96.

41 In the Nordic Countries, for example Fortum Plc or Vattenfall Plc taking part in the cooperation leads to a situation where the limit is exceeded.

42 See the Report from the Nordic Competition Authorities 2007 and the Report from the Finnish Competition Authority 23/13.9.2007.

43 Report from the Nordic Competition Authorities 2007, p. 16.

44 Report from the Nordic Competition Authorities 2007, p. 17.

The study shows that the joint ownership of production has not changed significantly since 2003. Joint ownership is very common within water-power in Norway⁴⁵ and within nuclear power in Sweden.⁴⁶

The European Commission has in some contexts stated that arrangements similar to the Mankala-model may be anticompetitive. It is likely that the Commission will take the question up for closer examination in the future.⁴⁷ The Commission has already started procedures against Gas de France and the Belgian Electrabel after suspecting that the companies were restricting competition in their native countries. The examination concentrates on long term supply agreements between several large industries and leading companies. The Commission pointed out that, considering the market power of the suppliers and the amount as well as the length of the contracts, the agreements may hinder the accessibility of the markets and so restrict competition by taking the buyer companies off the markets.⁴⁸

The procedures may relate to Mankala-companies through the fact that the supply contracts in the Mankala-companies last indefinitely, and thereby result in the above situations: they bind the potential buyers to the company and this way take them off the market. Although the cases pertain to agreements with individual buyers⁴⁹ it may be seen that the Mankala-model in reality also has similar restricting effects. A large amount of the joint owners are major electricity consumers, and the supply agreements are only replaced with the special company model (see section 2). It should be noted, however, that the supply companies in the above cases have a monopoly position, which is not the case with Mankala-companies.

3.3.2 Accessibility of Production Plants

Building new production capacity is very inconvenient in Finland. Water power is already in full use, nuclear power demands huge investments and a lengthy permission process, coal-fired power plants are victims of the emis-

45 In Norway the share is about 30%.

46 The building of new nuclear and waterpower plants is forbidden in Sweden. This has led to a growth of the cooperated nuclear power, Report from the Nordic Competition Authorities 2007, p. 16.

47 Talus 2008, p. 651.

48 Commission Report 2007.

49 Cf. the description above of the Mankala-companies as not self-reliant.

sion trade and the renewable production sources are dependent on supporting politics. The competition authorities have stressed that no more obstacles should be placed on production investments.⁵⁰

When the articles of association and the shareholder agreement in a Mankala-company give ownership in the company as a condition for sale, it means that an outsider company⁵¹ has no ability to buy electricity from production companies owned in a Mankala way. This in turn makes new retailers dependent on the Nord Pool spot price, and as the market price is often below the Nord Pool spot price this further decreases the accessibility of the markets.⁵² The building of new production capacity has hereby been made inconvenient, and as the Mankala-companies bind a large amount of the production to the owners, entry on to the markets is difficult.

3.3.3 Independence of the Companies as a Base

The main principle of the European Court of Justice is that every player individually defines their actions on the markets, and that arrangements restricting this are restrictive of competition.⁵³ The production company should itself define its actions, pricing and customers. This prerequisite is not realized in the Mankala-companies. The joint owners steer the company in accordance with their own goals.⁵⁴ Hence the cooperation can be seen as limiting and controlling production in the way article 81(1)(c) forbids. The Mankala-company can be seen as a production plant as indicated in article 81(1)(c), whose production the joint owners are steering with agreements.

3.3.4 Information-Sharing Within the Cooperation

Rival companies owning production jointly increases the risk of non-competitive behavior between the companies. One main risk is information-sharing between the owners.⁵⁵ The degree of non-competitive behavior is dependent on how the administration and governance of the company is

50 Finnish Competition Authority Yearbook 2007, p. 27.

51 For example a local retailer.

52 Report from the Nordic Competition Authorities 2007, p. 76.

53 European Court of Justice: Case C-49/92 P.

54 See the estimation of the nature in the cooperation in Teollisuuden Sähkömyynti Oy, The Finnish Competition Authority: Case number 27/67/96.

55 Report from the Nordic Competition Authorities 2007, p. 16-17.

organized. The risk can be reduced by developing governing procedures, and concretely by minimizing the communication between the owners.⁵⁶

In Finland, the Market Court has claimed that cooperation in a Mankala-company doesn't give the joint owners any specific information about other owners, and that the cooperation doesn't lead to a possibility to interact with other companies' activity on the markets. According to the Court, the owners get only commonly available information about the rival companies' market activities through the cooperation.⁵⁷

3.3.5 Price Adjusting

The price of other earning from the company is defined in the shareholder and other agreements and is the same for all owners within the different production forms. This does not mean that the retail prices would be intentionally horizontally adjusted and agreed on by the joint owners. The arrangement can, however, in real terms lead to a situation where the retail price is naturally adjusted, when the retailer owners have exactly the same acquisition costs and, consequently, are all in the same position. Besides, the companies know the acquisition costs of the other owners. When the companies have a multiplicity of collective costs and when they have the same end product, the companies have a chance to adjust their competitive behavior.⁵⁸ One can therefore wonder, whether true competition really can develop between these owners, or whether the cooperation does in fact also adjust the retail prices.

3.4 The Benefits

3.4.1 The Prerequisites for the Acceptance of Restricting Cooperation

The prerequisites for the acceptance of restricting cooperation are defined in article 81 paragraph 3. When the cooperation fulfills the prerequisites, the arrangement can be accepted even though it has otherwise been classified as forbidden. The prerequisites are cumulative, which means that the

56 Report from the Nordic Competition Authorities 2007, p. 23.

57 Market Court: 123/08 case number 209/06/KR, 14.3.2008.

58 Ojala 2005, p. 236.

cooperation has to fulfill them all to be accepted.⁵⁹ In order to be accepted, the restricting cooperation has to improve the production or distribution of goods, or promote technical or economic progress, allowing consumers a fair share of the resulting benefits. However, the restrictions have to be absolute and the arrangement must not lead to elimination of competition in the markets.⁶⁰

The Mankala-companies can be seen to have effects that improve production efficiency. These can be found mostly in the scale advantages that a larger production unit has compared to a situation where all the owners would drive their own production. The cooperation may lead to a rational reorganization through the withdrawal of overlapping organizations.⁶¹ A larger unit also has more potential to improve technical development and innovations. In the case of energy production this can mean developing new production technology or increasing the effectiveness of the existing capacity. For example, Nordic Power Ltd. has together with its joint owners invested over 14 billion Euros in research into renewable production forms since 1990.⁶²

A fair share of the above mentioned benefits have to end up with the customers, which in the EC law means natural persons. It is conceivable that the cooperation could have enough benefits of this kind to fulfill the requirements of acceptance. The bulk of the owners, the industrialists for example, use the gained electricity themselves and only a minority of the produced electricity reaches customers. The benefactors are therefore mainly companies instead of consumers. The benefit through retail-owners depends on the procurement alternatives of the retailers and on the circumstances in the field.⁶³ One should also compare whether the possible benefits gained through the retailers are bigger than the benefits lost through the restrictive

59 Commission Notice 2004.

60 Jones — Sufrin 2008, p. 124.

61 Cf. the estimation of effectiveness through cooperation, The Finnish Competition Authority, case number 27/67/96, 23.12.1997.

62 See more from the homepages of Nordic Power Ltd.

< http://www.pohjolanvoima.fi/en/projects/biofuel_programme/?id=7687>.

63 The fact that the spot price has often been below the market price gives actors in Mankala-companies an advantage towards an actor dependent from the Nord Pool electricity.

effects. The increasing of competition through the possible dissolving of the company form could affect the prices at least the same amount.

About the indispensability of the restrictions is to be said that the company model is based on the restrictions and they are in this way indispensable in the way article 81 requires. The cooperation must not eliminate competition in the markets, and it can quite clearly be found – especially if cooperation between the largest players is avoided – that the cooperation doesn't have this affect.

3.4.2 Large-scale Benefits

Besides the benefits listed above, the cooperation can be found to have also other, larger-scale benefits, such as production security of energy and self-sufficiency. The competitiveness of the Finnish industry through affordable electricity is also an important benefit to the state economy.⁶⁴

One of the unquestioned benefits of the model is that it has shown itself to be an excellent way to execute new investments. The model is an expedient way to share the costs and risks of a new plant investment between several actors. The model has been seen to be very important to the Finnish industry on the one hand, and on the other hand it has proven to be the only way for new investments in the current situation.⁶⁵ The EU Directorate General of energy DGTRE has shown interest in the model as a solution for investment passivity.⁶⁶ The nuclear power plants Olkiluoto-3 under construction and Olkiluoto-4 in the planning stage owned by TVO and the nuclear power plant project of Fennovoima are examples of the model's positive effects.⁶⁷

Because the model enables investments it can be argued that the model may, through vertical integration, even increase competition on the production

⁶⁴ Kara 2005, p. 102.

⁶⁵ Kara 2005, p. 102.

⁶⁶ Interview of Timo Rajala (Kauppalehti 21.10.2004, p. 12. Available in www-format <www.kauppalehti.fi>).

⁶⁷ More on the projects: <<http://www.tvo.fi/www/page/ol3projekti/>> and <<http://www.fennovoima.fi/hanke/>> .

level through a decrease in the market share of the leading companies.⁶⁸ This way the model increases the pressure of competition in the field.⁶⁹

4 Overall Examination and the Future of the Model

The examination of competition issues of Mankala-companies is no easy task. Firstly the form of the collaboration is unclear and it is open to interpretations of how the collaboration is placed in the structure of article 81. The fact that there can be found both vertical and horizontal aspects of the collaboration makes the evaluation even harder. The social importance of energy and the relatively undeveloped situation of the energy markets also affect the evaluation and broaden the examination, stretching it outside the article 81. So the evaluation of the acceptability of the company model is to be based, among the prerequisites of the 81 article, on a general evaluation of the effects where all the aspects are weighed in their entirety.

The acceptability of the company model is also dependent on the development of the market and on the historical situation in which the acceptability is examined. At the time when the production cooperation was started the model constituted an important and definitely acceptable production model. The markets were non-competitive and the national production was remote. Now the situation is very different. The trade through the Nord Pool exchange has been continually growing and it can be presupposed in the light of the reports and goals of the Nordic competition authorities and EU Commission that the development will go towards ownership unbundling and individuality of production units, resulting in a Nord Pool driven trade. An opposing argument is presented in a report by Mikko Kara, in which he states that production cooperation is essential in the current situation.⁷⁰ And the fact that there are three cooperative nuclear power plant projects running at the moment proves that the model is at least a solution to investment passivity.

68 Kara 2005, p. 101-102.

69 Market Court 123/08 case number 209/06/KR, 14.3.2008.

70 Kara 2005, p. 102.

Bibliography

Literature

Airaksinen, Manne, Pulkkinen, Pekka and Rasinaho, Vesa, *Osakeyhtiölaki 1*. Helsinki, Talentum 2006. (Airaksinen & Co. 2006)

Hannula, Antti and Kari, Matti, *Osakassopimuksista*. Juva, WSOY pro 2007. (Hannula – Kari 2007)

Helminen, Sakari, *Osakeyhtiön yhtiöjärjestys*. Helsinki, Talentum 2006. (Helminen 2006)

Jones, Alison and Sufrin, Brenda, *EC Competition Law. Text, Cases and Materials*. Third edition. Oxford University Press 2008. (Jones – Sufrin 2008)

Kaarresalo, Toni, *Kilpailuttamisvelvollisuus julkisissa hankinnoissa*. Helsinki, Edita 2007. (Kaarresalo 2007)

Kuoppamäki, Petri, *Uusi kilpailuoikeus*. Helsinki, WSOY 2006. (Kuoppamäki 2006)

Ojala, Marjo, *EU- kilpailuoikeus*. Helsinki, Edita 2005. (Ojala 2005)

Romppainen Leena, Raunio Merja, Kotiranta Kare and Ukkola Outi, *Osakeyhtiön varojen jakaminen ja verotus*. Jyväskylä, Gummerus Kirjapaino Oy 2000. (Romppainen & Co. 2000)

Authority Reports

Commission Notice, Guidelines on the Application of Article 81(3) of the EC Treaty (2004/C 101/08). (Commission Notice 2004)

Commission Notice, Guidelines on the Applicability of Article 81 of the EC Treaty to Horizontal Cooperation Agreements, OJ 2001 C3/02, published 6/1/2001. (Commission Notice 2001)

Commission Notice, Guidelines on Vertical Restraints (2000/C 291/01). (Commission Notice 2000)

Commission Report, Report on Progress in Creating the Internal Gas and Electricity Market. (15.11.2005 COM(2005) 568 final) (Commission Report 2005)

Commission Report, Commission initiates formal proceedings against Electrabel and EDF for suspected foreclosure of the Belgian and French electricity markets (MEMO/07/313 Brussels, 26 July 2007). (Commission Report 2007)

Commission Report, The National Report 2008 to the European Commission. Available in www-format <http://ec.europa.eu/energy/electricity/benchmarking/index_en.htm> 4.1.2009 (Commission Report 2008)

Kara, Mikko, VTT Report: Päästökaupan vaikutus pohjoismaiseen sähkökauppaan. Ehdotus Suomen strategiaksi. Helsinki, Edita Prima Oy 2005. (Kara 2005)

Report from the Finnish Competition Authority, A Level Playing Field Precondition for Sound Electricity Markets. 13.9.2007. Available in [www-format <www.kilpailuvirasto.fi>](http://www.kilpailuvirasto.fi) (>news) 20.12.2008. (Report from the Finnish Competition Authority 23/13.9.2007)

Finnish Competition Authority Yearbook 2007. Available in [www-format <http://www.kilpailuvirasto.fi/tiedostot/vuosikirja-2007-englanti.pdf >](http://www.kilpailuvirasto.fi/tiedostot/vuosikirja-2007-englanti.pdf) 11.1.2009 (Finnish Competition Authority Yearbook)

Report from the Nordic Competition Authorities 2007, Capacity for Competition Investing for an Efficient Nordic Electricity Market. Available in [www-format <http://www.kilpailuvirasto.fi/tiedostot/Capacity-for-competition.pdf >](http://www.kilpailuvirasto.fi/tiedostot/Capacity-for-competition.pdf) 6.1.2009 (Report from the Nordic Competition Authorities 2007)

Articles and Publications

Kari Liuhto, EU's Growing Energy Import Dependency a Major Risk. Expert article 254 Baltic Rim Economies, 31.10. 2008 Bimonthly Review 5/2008. Available in [www-format < http://www.tse.fi>](http://www.tse.fi) (Erillislaitokset>Pan-Eurooppa Instituutti>Baltic Rim Economies) 20.12.2008. (Liuhto 2008)

Kroes, Neelie, European Commissioner for Competition Policy: Improving competition in European energy markets through effective unbundling (SPEECH/07/574) Available in [www-format <http://europa.eu>](http://europa.eu) (European Commission>Commissioners>Neelie Kroes>My speeches)

Talus, Kim, EY-energiaoikeus – kilpailuoikeutta ja sektorikohtaista lainsäädäntöä. Defensor Legis 4/2008. (Talus 2008)

Formal Sources and Legal Praxis

Act on Competition Restrictions (27.5.1992/480)

European Court of Justice: C-49/92 P.

EC Treaty (EYVL C 325 24.12.2002).

Limited Liability Companies Act (624/2006)

The Finnish Supreme Administrative Court's Decision: 1963: B I 5.

The Finnish Competition Authority: Case number 27/67/96, 23.12.1997.

The Market Court Decision: 14.3.2008 number 123/2008, Case number 209/06/KR

Kirjallisuutta

Tietosuoja sähköisessä liiketoiminnassa

Salminen, Markus

Talentum, Helsinki 2009. 153 sivua.

Antti Salonen

Kaikkialla kaiken aikaa tapahtuva tietojenkäsittely on tullut osaksi arjen tietoyhteiskuntaa (*ubiquitous computing*). Uusi tekniikka on tuonut mukanaan uusia mahdollisuuksia yrityksille, mutta toisaalta se luo tietojen käsittelyyn ja kuluttajien yksityisyydensuojaan ja tiedolliseen itsemääräämisoikeuteen liittyviä riskejä ja uhkia. Uuden ajattelutavan mukaan yritysten hyvin hoidettu tietosuoja kasvattaa hitaasti mutta varmasti kuluttajien luottamusta, joka taas voi realisoitua kilpailuetuna. Toisaalta tietosuojan laiminlyönti voi romahduttaa kuluttajaluottamuksen tavalla, jota on vaikea korjata jälkikäteen.

Tietosuojaan erikoistuneen ja konsulttina toimivan OTM, KTM Markus Salmisen tavoitteena on tarjota ensimmäinen suomalainen yleisesitys tietosuojasta sähköisessä liiketoiminnassa etenkin kuluttajaliiketoiminnallisesta näkökulmasta. Hänen mukaansa teos on suunnattu ”sähköisessä liiketoiminnassa toimivalle yritysjohdolle ja asiantuntijoille, jotka käytännössä vastaavat henkilötietojen käsittelystä tai käsittelevät itse henkilötietoja” (s. 9). Teos tosin täyttää tiedontarpeita myös yleisemmin, sillä Salminen lähestyy aihetta hänen omienkin sanojensa mukaan tarkoituksellisen yksinkertaistavasti mutta kuitenkin kokonaisvaltaisesti. Yksinkertaistamisen tavoitteena on, että teos ei edellytä lukijaltaan aiempaa asiantuntemusta sen enempää tietotekniikan, liikkeenjohdon kuin juridiikan alueelta.

Teoksessa tarkastellaan sähköisiä henkilörekistereitä pitävän yrityksen vastuuta aina asiakastietojen keruusta niiden hyödyntämiseen asti esimerkiksi markkinoinnissa. Suomalaisessa tiedekirjallisuudessa aihetta on sivuttu ainakin teoksissa Tietosuoja sähköisessä liiketoiminnassa (Docendo, 2006) ja Sähköisen viestinnän tietosuoja (Talentum, 2009). Nimenomaisesti ku-

luttajaliiketoimintaan keskittyvänä esityksenä Salmisen teos on kuitenkin ensimmäinen laatuaan Suomessa.

Teosta ei ole kirjoitettu akateemiseksi tutkimukseksi, vaan se on suunnattu asiantuntijoille, jotka ovat työnsä puolesta tekemisissä tietosuojaa koskevien kysymysten kanssa. Lähtökohta on korostuneen käytännönläheinen, joka näkyy muun muassa kirjan sivumäärässä (153 sivua) ja lähdeviitteiden puuttumisena. Tekstin lomassa on myös paljon havainnollistavia taulukointa, jotka helpottavat abstraktin perustiedon kytkemistä käytännölliseen tietoon. Erillinen kirjallisuusluettelo antaa kuitenkin lukijalle lähtökohdan lisätiedon etsimiselle.

Teos jakaantuu kahdeksaan lukuun. Kolme ensimmäistä lukua (yhteensä 28 sivua) toimivat johdatuksena tietosuojatoimintaan. Luvuissa kuvataan tietosuojalainsäädännön kehitystrendejä ja käydään läpi keskeinen tietotekninen ammattisanasto sekä tietojärjestelmien rakenteita. Ratkaisu on varmasti omiaan helpottamaan eri koulutustaustan omaavien henkilöiden yhteistyötä tietosuojan suunnittelussa. Erityisesti tietotekniikassa termistö tuntuu usein olevan englanninkielen hallitsemaa, mutta teoksessa avainkäsitteet ovat kääntyneet luontevasti myös suomeksi.

Neljännessä luvussa (8 sivua) kuvataan tietosuojan lainsäädäntöympäristöä. Kirjoittaja nostaa esiin erityisesti oikeudenkäyntipaikkaa koskevan sääntelykentän. Tämä on perusteltu ratkaisu, koska esimerkiksi portaalien toimintaympäristö on jo perusluonteeltaan kansainvälinen. Useaan Euroopan unionin jäsenvaltioon sijoittautunut yritys voikin joutua tilanteeseen, jossa sen sovellettavaksi tulee yhtäaikaaisesti usean maan tietosuojalainsäädännöt vaihtelevine viranomaiskäytäntöineen. Varsinaisia ratkaisuja kirjoittaja ei kuitenkaan tarjoa näihin ongelmiin, vaan hän tyytyy nostamaan niitä pelkästään esille.

Viidennessä luvussa (21 sivua) käydään läpi henkilötietolain yleisiä oikeusperiaatteita. Kuten kirjoittaja toteaa, henkilötietolaissa painottuvat yleiset oikeusperiaatteet, mikä tekee siitä pitkälti riippumattoman teknologisesta kehityksestä. Avoimen lainsäädännön seurauksena laki on kuitenkin tulkinanvarainen, mikä entisestään korostaa yritysten vastuuta ja viranomaisten

luottamusta niiden itseohjautuvuuteen. Tekninen näkökulma havainnollistaa oikeusperiaatteiden sisällöllistä tulkintaa. Tässä yhteydessä Salminen tarjoaa myös käytännöllisiä vinkkejä tietosuojaprosessien suunnitteluun (s. 53–54).

Selvästi laajemmassa kuudennessa luvussa (44 sivua) keskiöön nousevat henkilötietolain vaatimukset, jotka koskevat arkaluonteisten tietojen keräämistä, säilyttämistä ja tuhoamista. Asiakastietojen kerääminen, hallinnointi ja hyödyntäminen muodostavat kukin oman asiakokonaisuutensa, jotka Salminen esittelee kategorisesti. Esimerkiksi suoramarkkinointia koskevat osuudet ovat varmasti laajempaakin yleisöä kiinnostava aihe internetin yhteisöpalveluiden suosion myötä. Näiden lisäksi Salminen perehdyttää lukijan myös henkilötietojen käsittelystä sopimiseen esimerkiksi tilanteessa, jossa tietojärjestelmien ylläpito ulkoistetaan toimeksiantosopimuksella. Erittäin tärkeää on, että sopimuksen laatija ymmärtää myös teknisen toimintaympäristön asettamat vaatimukset, jotka Salminen käy seikkaperäisesti sopimuskohdittain läpi. Luvussa on myös yleisluontoinen kuvaus tietojen luovuttamisesta EU/ETA-alueen ulkopuolelle. Tämä on asianmukainen ratkaisu, sillä tietojärjestelmien ulkoistamisen kohdemaat löytyvät usein esimerkiksi Aasiasta.

Seitsemännessä luvussa (8 sivua) Salminen esittelee tietosuojavaltuutetun toimintaa ja henkilötietolain säännösten rikkomisen keskeisimpiä oikeudellisia seuraamuksia. Tietosuojatyön organisointiprosessia koskevassa kahdeksannessa luvussa (7 sivua) korostuu liikkeenjohdollinen näkökulma. Tämä valinta antaa varmasti valmiuksia tietosuojatyön organisoinnille ja johtamiselle. Vastuukysymysten määräytymisestä yrityksen sisällä olisi mieluusti lukenut tässä yhteydessä enemmänkin. Esimerkiksi tietosuojaliitännäisen oikeuskäytännön esittely olisi syventänyt teosta sen yleisesityksellisyyden siitä kärsimättä.

Kokonaisuutena teos pääsee mielestäni tavoitteeseensa kiitos Salmisen mutkattoman esitystyylin, tekstin helppolukuisuuden ja eri alojen ammatinaston välttämisen. Lukujen keskinäistä epätasapainoa en voi tässä yhteydessä katsoa teosta heikentäväksi, sillä aiheiden eriyttäminen omiin pieniin kokonaisuuksiinsa palvelee teoksen hakuteosmaisuuutta. Erillistä

asiasanahakemistoakaan en jäänyt tästä syystä kaipaamaan. Mikä tärkeintä, liikkeenjohdolliset, tekniset ja juridiset näkökohdat lomittuvat tekstissä onnistuneesti. Yleisesityksenä teos sopii laajemmallekin yleisölle, esimerkiksi oikeusinformatiikasta täydentäviä tai syventäviä opintoja harkitsevalle oikeustieteen opiskelijalle. Akateemisempaa tutkimusotetta kaipaavan täytyy kuitenkin kääntää katseensa muiden teosten suuntaan.

The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach

Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward

New York: Oxford University Press, 2009. Second Edition. 315 sivua.

Annina Järvinen

1 Yleistä

The Anatomy of Corporate Law on vertaileva esitys yhtiöoikeuden ulottuvuuksista ja sääntelymekanismeista. Teoksen kirjoittamiseen on osallistunut yhdeksän arvostettua kirjoittajaa huippuyliopistoista kuudesta eri maasta. Teoksen ensimmäinen painos julkaistiin vuonna 2004, jolloin arvostelijat luonnehtivat sitä jopa vuosikymmenen tärkeimmäksi yhtiöoikeutta käsitteleväksi teokseksi. Uusittu toinen painos vuodelta 2009 jatkaa rakenteellaan ensimmäisen linjalla, ja uutena painotuksena kirjassa käsitellään yhtiöoikeuden käytännön toimeenpanoa pelkän kirjoitetun oikeuden sijaan sekä insolvenssioikeutta siltä osin, kuin sillä on merkitystä yhtiöoikeudellisten agenttisuhteiden näkökulmasta.

Tarkastelun keskiöön on valittu kuusi maata: Ranska, Saksa, Italia, Iso-Britannia, Japani ja Yhdysvallat, mutta teos tarjoaa analyyttisen viitekehyksen yhtiöoikeuden tarkastelulle muissakin oikeusjärjestyksissä. Kirjoittajien tarkoituksena on valottaa taloudellista logiikkaa yhtiöoikeuden takana. Esipuheen kirjoittaja *Reinier Kraakman* toteaa yhtiöoikeuden palvelevan liiketoi-

minnan harjoittamista, joten sitä pitää tarkastella ja arvioida siitä lähtien, mitä liiketoiminnallista tarkoitusta se palvelee. Teos pyrkii siten olemaan funktionaalinen yleisesitys yhtiöoikeudesta ja palvelemaan yleiskuvan saamista yhtiöoikeuden soveltamisesta kansainvälisessä kontekstissa.

Opiskelijan näkökulmasta teos tarjoaa tiiviin (315 sivua) ja valaisevan johdatuksen yhtiöoikeuden instituutioihin sitomalla sääntelyn ympäröivään taloudelliseen todellisuuteen ja yhteiskunnallisiin suhteisiin. Oikeusvertaillevana tutkimuksena teos tarjoaa samalla tietoa kansainvälisen yhtiöoikeuden integraatiosta, joka lisääntyy koko ajan muun muassa kansainvälisten yhtiöoikeudellisten transaktioiden kasvun seurauksena. Oikeusvertailu tarjoaa myös mahdollisuuden kokonaisvaltaisemman kuvan saamiseen yhtiöoikeudellisista ongelmista sekä tarjoaa raamit kansallisen yhtiöoikeuden uudentalaiselle arvioinnille.

2 Teoksen sisällöstä ja systematiikasta

Kirjoittajat lähtevät liikkeelle määrittelemällä osakeyhtiön ominaispiirteet, jotka ovat yhteisiä sekä kaikille oikeusjärjestyksille että lähes kaikille suurimmille toimiville yrityksille: oikeushenkilöllisyys, rajoitettu vastuu, vaihdantakelpoiset osakkeet, delegoitu johto ja sijoittajaomistus. Kirjan tärkeimmäksi tavoitteeksi nimitään yhtiöoikeuden anatomian analysointi siitä näkökulmasta, miten mainitut yhtiömuodon elementit vähentävät liiketoiminnan järjestämisen kustannuksia. Yhtiön eri osapuolten väliset suhteet ovat suurimmaksi osaksi sopimuksenvaraisia. Tarkoituksenmukainen lainsäädäntö tarjoaa osapuolille valmiin standardin, johon liittyminen on edullisempää kuin kaikkien asioiden huomioiminen osapuolten välisin neuvotteluin.

Kirjoittajat tuovat selkeästi esiin, miten eri maiden omistusrakenteet ja rahoitusmarkkinoiden järjestelmä vaikuttavat yhtiöoikeuteen ja eri sääntelystrategioiden valintaan. Yritysomistuksen hajaantuneisuus tai keskittyneisyys tulee esille tärkeimpänä yhtiöoikeutta muokkaavana tekijänä. Tärkeänä seikkana pidetään myös sitä, hallitseeko yritysten rahoitusta ulkopuolinen pankkeihin nojautuva velkarahoitus vai pääomamarkkinat. Tämän lisäksi analyysistä on nähtävissä, miten yhtiöoikeuden muotoutumiseen vaikuttaa

myös sijaintivaltion poliittinen historia, yrityskulttuuri ja erityisesti työnte-
kijöiden käyttämä valta.

Toisessa luvussa esitellään koko teoksen kysymyksenasettelun taustana toi-
mivat yhtiön osapuolten väliset agentuuriongelmat. Yritystoiminnassa int-
ressikonflikteja ilmenee ainakin osakkeenomistajien ja johdon, enemmistö-
ja vähemmistöosakkeenomistajien sekä osakkeenomistajien ja muiden
sidosryhmien, kuten velkojien, välisissä suhteissa. Yhtiöoikeus pyrkii monin
tavoin hillitsemään yrityksen eri osapuolten intressikonflikteista johtuvia
kustannuksia, mistä esitellään useita eri vaihtoehtoja. Kirjoittajat jakavat
käytössä olevat strategiat kahteen pääryhmään: säädännäisiin (*regulatory*) ja
hallinnollisiin (*governance*). Säädännäisiä strategioita ovat agentin toimin-
nan sääntelyyn liittyvät lait ja standardit (*constraints*), sekä agenttien yhtiöön
liittymistä ja siitä eroamista koskevat säännökset (*affiliation*). Hallinnollisiksi
strategioiksi nimitään nimitysoikeuksien (*appointment rights*), päätösoi-
keuksien (*decision rights*) ja erilaisten kannustimien (*incentives, trusteeship*)
käyttö. Kirjan luvut 3–10 keskittyvätkin analysoimaan sitä, miten näitä eri-
laisia strategioita käytetään erilaisissa yhtiöoikeudellisissa konteksteissa.

Kolmannessa luvussa esitellään osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välistä
suhdetta. Omistajien intressinä on, että yritysjohto toimii tavalla, joka mak-
simoi osakkeenomistajan taloudellisia etuja. Johtoon kuuluva voi kuitenkin
toimia opportunistisesti omistajien intressejä vahingoittaen. Näitä intressi-
konflikteja pyritään välttämään kaikissa kirjassa käsitellyissä oikeusjärjestyk-
sissä pitkälti samoilla tavoilla käyttämällä hyväksi osakkeenomistajien valtaa
nimittää hallituksen jäsenet, sekä erityisesti valtaa valita hallitukseen *itse-
näisiä* jäseniä, jotka toimivat osakkeenomistajien edunvalvojina. Muitakin
strategioita käytetään laajasti: Hallitukseen ja yrityksen toimivaan johtoon
sovelletaan useita lain ja standardin taseoisia huolellisuusveloitteita, joiden
toteutuminen voi tulla tuomioistuimen harkittavaksi. Lisäksi heidän toi-
mintaansa ohjataan erilaisilla kannustimilla. Johdon tiedonantovelvollisuus
puolestaan auttaa osakkeenomistajia arvioimaan heidän suoriutumista teh-
tävässään. Neljännessä luvussa käsitellään enemmistö- ja vähemmistöosak-
keenomistajien välisiä konflikteja, joiden sääntely eri oikeusjärjestyksissä
poikkeaa enemmän toisistaan kuin johdon ja osakkeenomistajien välisessä
päämies-agenttisuhteessa. Luvun lopussa analysoidaan sitä, miten sääntelyn

katsotaan toimivan käytännön tasolla. Tämä onkin antoisa lähestymistapa, joka auttaa lukijaa huomaamaan, miten kirjoitettu lainsäädäntö ei vielä kerro kaikkea siitä, miten vähemmistöosakkeenomistajan suoja yhtiössä toteutuu.

Viidennessä luvussa eritellään osakkeenomistajien suhteita velkoihin. Tarkastelluista oikeusjärjestyksistä Saksa ja Italia luottavat eniten sääntelystrategiaan velkoihin kohdistuvien intressikonfliktien ohjaamisessa. Tästä esimerkkinä mainitaan velkojaa suosivat tilinpäätössäännökset ja oman pääoman pysyvyyttä koskevat määräykset, jotka juontuvat kirjoittajien mukaan yritysrahoituksen pankkikeskeisyydestä ja omistusrakenteiden keskittyneisyydestä. Sitä vastoin erityisesti Yhdysvallat luottaa markkinaehtoiseen ohjautumiseen: tilinpäätösinformaation laadun ja pääomavaatimusten määrittäminen tapahtuu markkinoiden tarpeesta käsin, ja markkinoilla toimiva velkoja hyötyy laajoista tiedonantovelvollisuuksista. Tässä velkojasuhteita koskevassa luvussa olisi ollut mielenkiintoista lukea enemmän myös yhtiön vastuusta muille sidosryhmille maksukyvyttömyyteen johtaneissa tilanteissa. Yhtiön konkurssista aiheutuu työntekijöille, valtiolle ja kunnalle erilaisia vahinkoja. Mistään ei luonnollisesti suoranaisesti seuraa, että näitä kysymyksiä olisi säänneltävä nimenomaisesti yhtiöoikeudessa. Olisi kuitenkin mielenkiintoista pohtia, millaisia voisivat olla hallintomekanismit, joilla voitaisiin linjata yhtiön intressejä laajemmin yhteiskunnan etuihin.

Kuudennessa luvussa käsitellään yhtiön läheisten liiketoimia. Tässä lukija haastetaan pohtimaan, minkä vuoksi tiettyä liiketoiminnan alaa ylipäätään säännellään: miksi esimerkiksi lähipiirin kaupat ovat yleensäkin sallittuja? Vastaus löytyy liiketaloudellisista peruseriaateista ja yksinkertaisesti mallisjärjestä: yhtiön läheiset tuntevat yhtiön ja siihen liittyvät riskit parhaiten ja siksi toisinaan ovat myös ainoita, joiden kanssa yhtiö pystyy solmimaan kannattavia sopimuksia. Kirjoittavat analysoivat eri maiden suhtautumista lähipiiritransaktioihin nostoen Yhdysvaltojen osalta esiin mielenkiintoisen kysymyksen siitä, minkä takia julkisesti noteeratun yhtiön johtajilleen myöntämät henkilökohtaiset lainat on vastikään kielletty kokonaan. Syy kieltoon löytyy 2000-luvun alun Enron-skandaalista, mikä osoittaa yksittäisten tapahtumien merkityksen sääntelystrategioiden muutoksissa. Olenaista lähipiiritransaktioidenkin kohtelussa on se, miten sääntely viime

sijassa toimeenpannaan. Erityisesti Yhdysvalloissa johto ja määräävät osakkeenomistajat kohtaavat suuremman riskin joutua tuomioistuimeen vastamaan liiketoimistaan yhtiön kanssa.

Seitsemännessä luvussa käsitellään yhtiöoikeudellista sääntelyä merkittävisissä transaktioissa ja analysoidaan, miksi hallitus ei voi yksin tehdä päätöstä esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttamisesta. Toimet, jotka muuttavat tai voivat olennaisesti muuttaa vallanjakoa yhtiössä, vaativat osakkeenomistajien suostumuksen. Kahdeksannessa luvussa analysoidaan määräysvaltamarkkinoita erittelemällä julkisten ostotarjouksien säätelyä, päätöksentekoa ja yritysvaaltausten torjumista. Yhdeksännessä luvussa tarkastellaan vielä erikseen sijoittajien suojaa ja arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä, jossa erityisesti tiedonantovelvollisuuksilla on tärkeä asema.

3 Johtopäätökset

Teoksen suurin ansio on yhtiön agenttisuhteiden ja sääntelystrategioiden luokittelussa, mikä tarjoaa kohtuullisen yksinkertaisen tavan vertailla eri maiden yhtiöoikeusjärjestysten ja *corporate governance*'n sisältöä. Teos ei kuvaa aineellista oikeutta yksityiskohtaisten säännösten tasolla eikä siten sovellu käytettäväksi käsikirjana eri oikeusjärjestysten yhtiöoikeudellisia ongelmia ratkottaessa. Teos auttaa ymmärtämään yhtiöoikeudessa käytettäviä strategioita ja käytäntöjä, jotka kumpuavat kunkin maan taloudellisesta todellisuudesta. Teoksen tarkoituksena on palvella yhtiöoikeudesta kiinnostuneen opiskelijan ja opettajan tiedontarvetta, missä se onnistuuakin erinomaisesti yhdistämällä lainsäädännön, sopimustoiminnan ja käytännön talouselämän toiminnan tutkimuksen.

Erityisenä ansiona on vielä mainittava kattavat kirjallisuusviitteet kansainväliseen yhtiöoikeutta käsittelevään kirjallisuuteen. Mukana on paljon ajankohtaista empiiristä ja oikeustaloustieteellistä kirjallisuutta, joka johdattaa lukijan helposti uuden lisätiedon lähteille ja herättää uusia kysymyksiä yhtiöoikeudellisesta tutkimuksesta kiinnostuneelle opiskelijalle.

