

# VÄLIPÄÄOMA- RAHOITUS- INSTRUMENTIT

Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen  
välipääomarahoittajan asemasta osakeyhtiössä

**Kari Lautjärvi**

Yliopistollinen väitöskirja, joka Helsingin yliopiston oikeustieteellisen  
tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi

Yliopiston päärakennuksen Pienessä juhlasalissa  
perjantaina 13. päivänä helmikuuta 2015 kello 12.

With an English abstract

TALENTUM ■ Helsinki 2015

Copyright © Talentum Media Oy ja kirjoittaja

Kansi: Lauri Karmila

Sivunvalmistus: NotePad, [www.notepad.fi](http://www.notepad.fi)

ISBN 978-952-14-2443-4

ISBN 978-952-14-2444-1 (sähkökirja)

Print Best

Viro 2015

# Sisällys

Lyhenteet .....	XV
Lähteet .....	XVII
Esipuhe .....	XXXIX

## OSA I

### TUTKIMUKSEN LÄHTÖKOHDAT

<b>1 Johdanto .....</b>	<b>3</b>
1.1 Tutkimuskohteesta .....	3
1.1.1 Rahoitus- ja pääomamarkkinoiden yleisistä kehityspiirteistä ..3	
1.1.2 Suomalaisten osakeyhtiöiden sääntely-ympäristön kehittymisestä .....	4
1.1.3 Välipääomarahoitusinstrumenttien ajankohtaisuudesta ja merkityksestä .....	6
1.1.4 Suomalaisten osakeyhtiöiden pääomarakenteen kehityspiirteistä .....	7
1.2 Tutkimustehtävä ja sen toteuttaminen .....	11
1.2.1 Tutkimusteema ja -väite .....	11
1.2.2 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys .....	12
1.2.2.1 Päämies-agenttiteoria ja sen relaatiot .....	12
1.2.2.2 Transaktiokustannusten teoria ja sääntely .....	14
1.2.2.3 Riskipositioperusteinen näkökulma .....	16
1.2.2.4 Oikeudenalojen epäsymmetrisyys ja sisältöpainotteisuuden korostuminen .....	19
1.2.3 Tutkimusteeman ja -väitteen lähtökohtaiset perustelut .....	21

1.3	Tutkimuksen rakenne .....	22
1.4	Tutkimuksen rajausta .....	25
1.5	Metodologisia näkökohtia.....	27
1.6	Tutkimuksen lähdeaineistosta .....	28
<b>2</b>	<b>Oman ja vieraan pääoman sijoittaja päämies-agenttisuhteessa ....</b>	<b>30</b>
2.1	Modernit yritysteoriat – miksi yritys ja kenen intressissä? .....	30
2.1.1	Modernit yritysteoriat ja oikeustaloustiede.....	30
2.1.2	Osakkeenomistajakeskeisen mallin vakiintuminen .....	38
2.1.3	Modernit sidosryhmämallit .....	39
2.1.4	Shareholder value vai stakeholder value.....	40
2.1.5	Valistunut arvonmaksimointi.....	41
2.1.6	Corporate governance.....	42
2.1.7	Yrityksen yhteiskuntavastuu .....	44
2.1.8	Jaetun arvon luomisen käsite .....	49
2.2	Päämies-agenttiteoria osakeyhtiön toimintaympäristössä.....	50
2.2.1	Osakeyhtiön eri päämies-agenttisuhteet .....	50
2.2.2	Epäsymmetrinen informaatio ja intressiristiriidat .....	51
2.2.3	Agenttikustannukset .....	52
2.2.4	Varojen erottelu ja moraalikato .....	54
2.3	Päämies-agenttisuhteisiin liittyvän sääntelyn puitteet .....	58
2.3.1	Sääntelyn taustalla transaktiokustannusten minimoimistarve .....	58
2.3.2	Pakottava vai tahdonvaltainen sääntely .....	59
2.3.3	Yhtiöoikeudellinen sääntely ja osakeyhtiömuotoisen yhtiön ominaispiirteet.....	61
2.4	Oikeudelliset strategiat päämiehen suojaamiseksi päämies- agenttisuhteissa .....	64
2.5	OYL:n yleiset periaatteet päämiehen suojaamiseksi päämies- agenttisuhteissa .....	66
2.5.1	Yleistä.....	66
2.5.2	Yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus.....	69
2.5.3	Osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaate.....	72
2.5.4	Yhtiön toiminnan tarkoituksen toteuttamisen ja jatkuvuuden periaatteet .....	77

## OSA II

### PÄÄOMA OSAKEYHTIÖSSÄ

<b>3 Oma ja vieras pääoma .....</b>	<b>83</b>
3.1 Oman ja vieraan pääoman tunnusmerkit .....	83
3.2 Oman pääoman ehtoisen sijoituksen kohde ja sisältö .....	88
3.3 Oman ja vieraan pääoman sijoitus riskipositiona.....	92
3.3.1 Riskipositio riskin ja tuoton yhdistelmänä .....	92
3.3.2 Oman ja vieraan pääoman sijoittajan riskipositio .....	93
3.3.3 Sijoitukseen kohdistuva yritys- ja markkinariski.....	95
3.4 Sijoittajan maksunsaantiasema riskiposition määrittäjänä.....	96
3.4.1 Sijoittajan maksunsaantiasemasta yleisesti.....	96
3.4.2 Oman ja vieraan pääoman sijoittajien välinen maksunsaantiasema.....	97
3.4.3 Oman pääoman sijoittajien keskinäinen maksunsaantiasema .....	99
3.4.4 Vieraan pääoman sijoittajien keskinäinen maksunsaantiasema.....	100
3.4.5 Vieraan pääoman sijoittajien oikeudellinen ja tosiasiallinen maksunsaantiasema.....	101
3.5 Oma ja vieras pääoma eri oikeusalojen näkökulmasta.....	102
3.5.1 Osakeyhtiöoikeudellisesti.....	102
3.5.2 Kirjanpito-oikeudellisesti.....	103
3.5.3 Vero-oikeudellisesti.....	105
3.5.4 Insolvenssioikeudellisesti.....	108
3.6 OYL:n pääomajärjestelmä .....	109
3.6.1 Oman pääoman muodostumistavat .....	109
3.6.1.1 Yleistä .....	109
3.6.1.2 Vastikkeelliset oman pääoman sijoitukset .....	111
3.6.1.3 Vastikkeettomat oman pääoman sijoitukset .....	115
3.6.1.4 Taseen sisäiset oman pääoman järjestelyt .....	118
3.7 Velallisyhtiön varojen jakaminen ja velkojiensuoja .....	120
3.7.1 Yleistä.....	120
3.7.2 OYL:n sallimat varojenjakotavat .....	123
3.7.2.1 Yleistä .....	123
3.7.2.2 Voitonjako ja varojen jakaminen vapaan oman pääoman rahastosta.....	126
3.7.2.3 Osakepääoman alentaminen .....	128
3.7.2.4 Omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen..	129
3.7.2.5 Yhtiön purkaminen.....	133

3.7.3	OYL:n mukaisen varojenjaon puitteet.....	134
3.7.3.1	Yleistä .....	134
3.7.3.2	Tilinpäätössidonnaisuuden vaatimus.....	136
3.7.3.3	Tasetesti.....	138
3.7.3.4	Maksukykyisyydesti.....	139
3.7.3.5	Sidotun oman pääoman alentaminen ja velkojensuojamenettely.....	146
3.7.4	Laiton varojenjako .....	148
3.7.5	Konserniavustus ja velkojensuoja .....	151
3.7.6	Omien osakkeiden hankinnan rahoituskielto ja velkojensuoja .....	154
3.7.7	Oman pääoman vähentyminen ja velkojensuoja .....	160
3.7.8	Velkojan muista oikeussuojakeinoista yhtiön toiminnan aikana ennen velallisyhtiön maksukyvyttömyyttä.....	162
3.7.8.1	Sopimusoikeudelliset järjestelyt yleensä.....	162
3.7.8.2	Velallisyhtiön vapaaehtoinen saneeraus ja velkojan kontrollivalta.....	164
3.7.8.3	Velallisyhtiön osakkeenomistajan rajoitetun vastuun syrjäyttäminen .....	167
3.7.8.4	Velkojan vahingonkorvausoikeudellisesta suojasta..	169
3.7.8.5	Velkojan oikeussuojakeinojen käytön rajoista .....	170
3.7.9	Velkojan oikeudellisen aseman muuttuminen osakeyhtiön maksukyvyttömyystilanteissa.....	172

## OSA III

### VÄLIPÄÄOMARAHOITUS OSAKEYHTIÖSSÄ

<b>4</b>	<b>Välipääoma eri oikeusalojen näkökulmasta .....</b>	<b>177</b>
4.1	Osakeyhtiöoikeudellisesti .....	177
4.2	Kirjanpito-oikeudellisesti .....	178
4.3	Vero-oikeudellisesti .....	182
4.4	Insolvenssioikeudellisesti .....	184
<b>5</b>	<b>Välipääomarahoituksen sääntelyn tasot ja sääntelyinstrumentit..</b>	<b>186</b>
5.1	Yleistä sääntelyn tasoista ja sääntelyinstrumenteista .....	186
5.2	Yhtiöjärjestys ja osakassopimus .....	189
5.3	Rahoitussopimukset.....	195
5.3.1	Yleistä rahoitussopimuksista .....	195
5.3.2	Velkojien keskinäisen maksunsaantijärjestyksen sääntely ...	197

5.3.2.1	Velallisyhtiön toiminnan aikana .....	197
5.3.2.2	Velallisyhtiön konkurssin, ulosoton ja purun varalta .....	198
5.3.3	Subordinaation muodot.....	199
5.3.3.1	Yleistä subordinaatiosta.....	199
5.3.3.2	Tilityssubordinaatio ja sopimussubordinaatio .....	200
5.3.3.3	Täydellinen ja osittainen subordinaatio .....	202
5.3.3.4	Rakenteellinen subordinaatio.....	202
5.3.4	Alistussopimus ja rahoitussopimuksen alistusehto.....	203
5.3.4.1	Yleistä alistussopimuksesta.....	203
5.3.4.2	Velkojen keskinäinen alistussopimus.....	204
5.3.4.3	Velallisen ja velkojan välinen rahoitussopimuksen alistusehto.....	207
5.3.4.4	Alistusjärjestelyn riskit sivullissuojan näkökulmasta.....	207
5.3.5	Rahoitussopimuksen kovenantit .....	211
5.3.5.1	Yleistä kovenanteista .....	211
5.3.5.2	Kovenanttien yhtiöoikeudellinen sitovuus.....	215
5.3.5.3	Kovenanttiehdot suhteessa alistussopimukseen ....	216
<b>6</b>	<b>Välipääomarahoitusinstrumentit .....</b>	<b>218</b>
6.1	Erilaisten sijoitusinstrumenttien käytön syyt ja tavoitteet .....	218
6.1.1	Yleiset tavoitteet oman ja vieraan pääoman ehtoisen instrumentin valinnalle .....	218
6.1.2	Erityiset tavoitteet välipääomarahoitusinstrumentin käytölle .....	220
6.2	Osakepohjaiset välipääomarahoitusinstrumentit .....	221
6.2.1	Erilajiset osakkeet .....	222
6.2.2	Äänivallaltaan erilajiset osakkeet .....	223
6.2.3	Varojenjaossa erilajiset osakkeet .....	225
6.2.4	Lunastus- ja hankkimisehtoiset osakkeet .....	227
6.2.5	Muuntoehtoiset osakkeet .....	229
6.2.6	Muutoin erilajiset osakkeet .....	230
6.2.7	Diluutiosuoja- ja likvidaatiopreferenssilausekkeet .....	231
6.3	Velkاپohjaiset välipääomarahoitusinstrumentit.....	233
6.3.1	Vaihtovelkakirjalaina.....	233
6.3.2	Optiolaina .....	237
6.3.3	Voitto-osuusehtoinen laina .....	238
6.3.4	Pääomalaina .....	240
6.3.5	Debentuurilaina .....	245
6.3.6	Perpetuaaliehtoinen laina.....	247

6.3.6.1	Yleistä velkainstrumentin perpetuaaliedosta .....	247
6.3.6.2	Hybridilaina.....	248
6.3.7	Kovenantit.....	252
6.3.7.1	Kovenanttien luokituksesta .....	252
6.3.7.2	Seniorvelkojat ja kovenantit .....	254
6.3.7.3	Mezzanine-velkojat ja kovenantit .....	257
6.3.7.4	Juniorvelkojat ja kovenantit.....	257

## OSA IV

### VÄLIPÄÄOMARAHOITTAJAN OIKEUDELLINEN ASEMA OSAKEYHTIÖSSÄ

<b>7</b>	<b>Välipääomarahoitustinstrumenttien oikeudellisen kohtelun epäsymmetrisyys .....</b>	<b>261</b>
7.1	Yleistä .....	261
7.2	Vertailuesimerkki hybridilaina versus erilainen osake oman ja vieraan pääoman keskeisten elementtien näkökulmasta .....	263
7.2.1	Yleistä.....	263
7.2.2	Instrumenttiin liittyvä kontrollioikeus .....	264
7.2.3	Instrumenttiin liittyvä residuaalisuus .....	265
7.2.4	Instrumentin perpetuaalisuus tai määräaikaisuus .....	266
7.2.5	Instrumentin maksunsaantiaseman ja maksurajoitusten ero yhtiön toiminnan aikana sekä yhtiötä purettaessa tai insolvenssissa .....	268
7.3	Välipääomarahoitajan maksunsaantiasema eri oikeusalojen vedenjakajana osakepohjaisen ja velkapohjaisen välipääomarahoitustinstrumentin välillä .....	269
7.3.1	Yleistä osake- ja velkapohjaisen välipääomarahoitustinstrumentin erottavista kriteereistä ....	269
7.3.2	Maksunsaantiaseman ratkaiseva asema ja sen perusta osakeyhtiöoikeudellisesta näkökulmasta.....	270
7.3.3	Maksunsaantiaseman merkitys osake- ja velkapohjaisen välipääomarahoitustinstrumentin kirjanpito- ja vero-oikeudellisen määrittelyn näkökulmasta.....	272
7.4	Epäsymmetrisyyden aiheuttamat yhtiöoikeudelliset ongelmat eri päämies-agenttisuhteissa .....	275
7.4.1	Yleistä.....	275



7.4.2	Velk pohjaisen välipääomarahoitusinstrumentin asymmetrisen tasekohtelun vaikutus osakeyhtiön osakkeenomistajien varojenjakoon ja muiden velkojien velkojien suojaan .....	275
7.4.3	Liikkeeseenlaskettavan velk pohjaisen välipääomarahoitusinstrumentin vaikutus osakeyhtiön vähemmistöosakkeenomistajien asemaan ja oikeuksiin.....	279
<b>8</b>	<b>Velkoja päämiehenä osakeyhtiön toiminnan aikana .....</b>	<b>282</b>
8.1	Velkojan asemasta päämiehenä tai toimeksiantajana .....	282
8.2	Oikeudelliset strategiat velkojan suojaamiseksi päämiehenä.....	285
8.3	Velkojan oikeudellinen asema ja OYL:n yleiset periaatteet.....	287
8.3.1	Yhtiön johdon fidusiariset velvollisuudet.....	287
8.3.2	OYL:n mukainen yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus.....	292
8.3.3	Velkojan osakeyhtiöoikeudellinen asema ja OYL:n yleiset periaatteet .....	293
8.3.4	Velkojan oikeussuojakeinot yhtiön johdon rikkoessa OYL:n yleisiä periaatteita .....	297
8.4	Yhtiön johdon fidusiaristen velvollisuuksien sisältö osakepohjaisen välipääomarahoitajan suhteen .....	301
8.5	Velk pohjaisen välipääomarahoitajan osakeyhtiöoikeudellinen välillinen oikeusasema .....	303
8.5.1	Yleistä.....	303
8.5.2	OYL:n yleisten periaatteiden suojaratit ja suojan kohteet	305
8.5.3	Velk pohjaisen välipääomarahoitajan sopimusoikeudellisen oikeusaseman vahvistamisen vaikutus osakeyhtiöoikeudelliseen välilliseen oikeusasemaan .....	307
8.5.3.1	Kontrollikovenanttiehdon vaikutus yhtiöoikeudelliseen oikeusasemaan .....	307
8.5.3.2	Residuaalituottoa koskevan ehdon vaikutus yhtiöoikeudelliseen oikeusasemaan .....	308
8.5.3.3	Optio- ja vaihtovelkakirjalainan velkojan yhtiöoikeudellinen oikeusasema tulevan osakkeenomistaja-aseman näkökulmasta.....	308
8.5.4	Sopimusoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen vaikutus .....	310
8.5.5	Velk pohjaisten välipääomarahoitajien riskipositivoiden avoimuus .....	312
8.5.6	Velk pohjaisen välipääomarahoitajan oikeusaseman muuttuminen velallisyhtiön maksukyvyttömyystilanteessa..	313

8.6	Velkojan osakeyhtiöoikeudellisen oikeusaseman kehittämistarpeet .....	314
8.6.1	Yleistä.....	314
8.6.2	OYL:n velkojien suoja säännösten toimivuus .....	317
8.6.2.1	Sidotun ja vapaan oman pääoman jaottelu .....	317
8.6.2.2	Tasetesti ja varojen jakokelpoisuus .....	319
8.6.2.3	Maksukykyisyydesti .....	320
8.6.3	Velk pohjaisen välipääomarahoitajan osakeyhtiöoikeudellisen välillisen oikeusaseman selkeys ....	323
8.6.4	Velk pohjaisiin välipääomarahoitusinstrumentteihin liittyvän informaation saatavuus ja luotettavuus .....	324

## OSA V

### YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

9	Yhteenveto ja johtopäätökset .....	331
9.1	Yhteenveto ja johtopäätökset <i>de lege lata</i> .....	331
9.2	Johtopäätökset <i>de lege ferenda</i> .....	336
9.2.1	Velkojan osakeyhtiöoikeudellisen välillisen oikeusaseman selkiyttäminen .....	336
9.2.2	Velkojien suoja säännösten uudistaminen .....	337
9.2.2.1	Sidotun ja vapaan oman pääoman jaottelusta luopuminen.....	337
9.2.2.2	Jakokelpoisten varojen uudelleenmäärittely .....	339
9.2.2.3	Maksukykyisyydestin vahvistaminen .....	340
9.2.3	Velkojien keskinäisen oikeudellisen ja tosiasiallisen maksunsaantijärjestyksen selkiyttäminen.....	343
9.2.3.1	Oikeudellisen maksunsaantijärjestyksen kehittäminen.....	343
9.2.3.2	Tosiasiallisen maksunsaantijärjestyksen turvaaminen .....	344
9.2.4	Velallisyhtiötä koskevan tilinpäätösinformaation saatavuuden ja luotettavuuden lisääminen .....	345
9.2.5	Verotuksellisen sääntelyn symmetria ja sisältöpainotteisuuden lisääminen .....	346

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>349</b>
<b>OIKEUSTAPAUKSET .....</b>	<b>354</b>
<b>ASIASANAHAKEMISTO .....</b>	<b>355</b>