

## OSAKEYHTIÖN VAHINGONKORVAUSVASTUU VIRHEESTÄ OSAKEANNISSA – RAJOITTAAKO PÄÄOMAN PYSYVYYDEN PERIAATE VAHINGONKORVAUKSEN MAKSAMISTA?

*(Die Schadensersatzhaftung der Aktiengesellschaft für Fehler bei  
der Ausgabe von Aktien – beschränkt der Grundsatz  
der Kapitalerhaltung die Auszahlung des Schadensersatzes?)*

### 1. Johdanto

Osakeyhtiöt ovat pääomayhtiöitä. Ne keräävät liiketoimintansa harjoittamista varten oman pääoman ehtoista rahoitusta antamalla osakkeita ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta ottamalla velkaa.

Osakeyhtiöön ja sen harjoittamaan liiketoimintaan varojaan oman (osakkeen) tai vieraan (velan) pääoman ehdoin sijoittavat pyrkivät yleensä maksimoimaan yhtiöön tekemänsä sijoituksen tuoton ja minimoimaan siihen kohdistuvan riskin. Maksunsaantijärjestystä<sup>1</sup> koskevat mekanismit osoittavat, miten riski tuoton (koron) maksamisesta, voiton (osingon) ja oman pääoman jakamisesta tai velan takaisinmaksamisesta on jaettu erilaisten rahoitusvälineiden kesken. Sanotusta syystä osakeyhtiöoikeuden klassisia kysymyksiä on, miten oman tai vieraan pääoman ehdoin yhtiöön sijoittaneiden oikeudet ja velvollisuudet suhteessa toisiinsa on järjestetty, kuinka vahva oman pääoman pysyvyyden periaate on ja edellisten kontekstissa, voiko osakeyhtiö maksaa vahingonkorvausta osakkeenomistajalle siitä syystä, että osakemerkintää koskevassa oikeustoimessa tai osakeantia koske-

vassa yhtiön antamassa informaatiossa on ollut virhe sen jälkeen kun osakeannissa annettu uusi osake ja osakepääoman mahdollinen korotus on rekisteröity. On ajateltu, että varojen maksaminen osakkeen merkitsijälle (ja merkinnän rekisteröinnin seurauksena osakkeenomistajalle) vahingonkorvauksena sanotussa tilanteessa tarkoittaisi samaa kuin maksetun merkintämaksun ja (erityisesti vuoden 1978 osakeyhtiölain [734/1978, EOYL] varalisuusjärjestelmän kannalta) osakepääoman palauttamista osakkeenomistajalle ja että tämä olisi pääoman pysyvyyden periaatteen ja varojenjakosääntelyn vastaista. Kuten *Ari Savela* toteaa, kysymys on hankala, koska osakeyhtiölaissa ei oteta kysymykseen varsinaisesti kantaa ja lain tulkinnessa on tasapainoiltava vahinkoa kärsineen osakkeen merkitsijän (ja osakkeenomistajan) korvausoikeuden ja yhtiön velkojien suojan välillä.<sup>2</sup>

### 2. Tutkimuskysymykset

Tämän artikkelin tarkoituksena on selvittää, mitkä ovat osakeantiin liittyvästä informaatiovirheestä seuraavan vahingonkorvauksen maksun mahdolliset osakeyhtiöoikeudelliset rajoitukset ja

<sup>1</sup> Ks. maksunsaantijärjestyksestä tarkemmin *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki 2012, s. 13 ss.

<sup>2</sup> *Savela, Ari*: Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Helsinki 2006, s. 202.

erityisesti mikä merkitys osakkeen ja osakepääoman rekisterimerkinnälle on annettava vuoden 2006 osakeyhtiölain (624/2006, OYL) uudistuneen pääomarakenteen ja velkojiensuojamekanismin kontekstissa. Tutkimuskysymyksinä kysytään, tuottaako vuoden 2006 osakeyhtiölain pääoman pysyvyyden periaate ja velkojiensuojamekanismi esteen osakeyhtiön varojen käyttämiseksi vahingonkorvauksen maksamiseen yhtiön osakkeenomistajalle ja jos tuottaa, voidaanko korvaus maksaa ainoastaan voitonjakokelpoisten varojen rajoissa. Osakeyhtiöoikeuden systematiikassa tutkimuskysymykset liittyvät siihen, mikä merkitys vuoden 2006 osakeyhtiölain velkojiensuojajärjestelmälle ja erityisesti pääoman pysyvyyden periaatteelle annetaan arvioitaessa osakeyhtiön varojen käyttämistä edellä kuvattuun tarkoitukseen.

Tämän artikkelin keskeisin väite on, että viimeistään vuoden 2006 osakeyhtiölain uudistuneen pääomarakenteen ja velkojiensuojajärjestelmän rakenteellisten muutosten johdosta kytkös osakkeen rekisterimerkinnän sekä sidotun oman pääoman pysyvyyden periaatteen ja osakkeenomistajalle maksettavan vahingonkorvauksen välillä on katkenut, ja tästä syytä vahingonkorvauksen maksamiseen on käytettävissä kaikki yhtiön varat riippumatta osakkeen ja osakepääoman merkitsemisestä kaupparekisteriin tai osakepääoman (ja sidotun oman pääoman) määrästä.

Vaikka velan antamista – esimerkiksi joukkovelkakirjalainan merkintää – koskevat periaatteellisella tasolla samat kysymykset kuin osakemerkitä, tässä artikkelissa keskitytään käsittelemään vain osakeantia koskevaa virhettä ja sanotussa osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa. Teemaa liittyy myös mielenkiintoisia oikeudellisia ongelmia OYL 11:3:ssä tarkoitettua osakepääomasijoituksen ja OYL 8:2:stä johdettavan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon tehtävän osakevastikkeettoman sijoituksen (SVOP-sijoitus) muodossa yhtiön maksettujen varojen pysyvyyden suhteesta sijoituksen tekijälle maksettavaan vahingonkorvaukseen. Lisäk-

si teeman perinpohjainen selvittäminen edellyttäisi syvällistä analyysiä osakemerkinän sopimusluonteesta ja tähän kytkeytyen yhtiön sopimusrikkomukseen perustuvasta vahingonkorvauksesta osakkeen merkitsijää kohtaan. Tässä artikkelissa näitä teemoja ei kuitenkaan voida rajoitetun sivumäärän johdosta nyt käsitellä.

### 3. Taustaksi

#### 3.1. Institutionaalinen kehys

Osakeyhtiöympäristössä oman ja vieraan pääoman välistä maksunsaantijärjestykseen perustuvaa suhdetta hallitaan yhtiön varojen käyttöä sekä erityisesti varojen jakamista määrittävillä aineellisilla ja menettelyllisillä sekä maksukyvyttömyys- ja konkurssitilanteita koskevilla säännöksillä. Näihin säännöksiin perustuva viesti yhteen sovittuna on ymmärrettävissä niin, että yhtiön toiminnan aikana omalle pääomalle eli osakkeelle ei tule jakaa lainkaan varoja, jos se vaarantaa velkojan saamisten suoritukset ja vastaavasti yhtiön konkurssissa tai purussa velkojan saamiset tulee yleensä olla täysimääräisesti suoritettu ennen kuin osakkeelle voidaan jakaa mitään varoja. Varojenjaon hallinnan näkökulmasta aivan keskeinen säännös on OYL 13:2, jonka mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Maksunsaantijärjestyksen noudattamisen tehosteena toimivat varojen palautusta, vahingonkorvausta, takaisinsaantia sekä laitonta varojen jakoa koskevat osakeyhtiö-, insolvenssi- ja rikosoikeudelliset sanktiot.

Yhtiön toimielimet eivät saa lähtökohtaisesti tiettyjä laissa säädettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta päättää asioista tai tehdä oikeustoimia, joilla ei ole liiketoiminnallista perustetta ja jotka eivät edistä yhtiön toiminnan tarkoitusta tai jotka ovat osakeyhtiölain yleisten velkojiensuojasäännösten vastaisia.<sup>3</sup> Yleisellä tasolla yhtiön varojen käyttöä

<sup>3</sup> Esimerkiksi yksimieliset osakkeenomistajat voivat jakokelpoisen vapaan oman pääoman rajoissa ja yhtiön maksukyky säilyttäen päättää yhtiön varojen käyttämisestä sivuuttamalla yhtiön toiminnan tarkoituksen ja toimialan esimerkiksi lahjoittamalla yhtiön varoja.

– kuten myös vahingonkorvauksen maksamista yhtiön osakkeen merkitsijälle aiheuttamasta vahingosta osakeannissa – ohjaa vaatimus liiketapahtuman ja oikeustoimen liiketoiminnallisen perusteen mukaisuudesta. Tämän artikkelin teeman näkökulmassa voidaan perustellusti kysyä, loukkaako vahingonkorvauksen maksaminen osakkeenomistajalle osakeanti-informaatiovirheen johdosta osakeyhtiölain velkojien suojaajärjestelmän mukaista velkojien suojaaja tai onko vahingonkorvauksen maksamisessa kyse yhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen – kuten pääoman (rahoituksen) keräämisestä yhtiön liiketoiminnan harjoittamista varten – liittyvästä tapahtumasta. Yleinen lähtökohta on, että osakeyhtiön tekemien (liike)toimien on edistettävä yhtiön toiminnan tarkoitusta tai oikeustoimien on ainakin kytkeydyttävä riittävässä määrin perussuhteeltaan liiketapahtumaan, jolla on liiketaloudellinen peruste. On vielä huomattava, että OYL 13:1.3:ssa muu liiketapahtuma kuin OYL 13:1.1:n 1-4 kohdissa määritetyt lailliset varojenjakotavat, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on säädetty laittomaksi varojenjakamiseksi. OYL 13:4:ssä edellytetään, että vastoin osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen määräyksiä yhtiöstä saadut varat on palautettava, jos varojen saaja tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää jakamisen tapahtuneen osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti.

Hankkiessaan oman tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta yhtiö joutuu joko sopimusperusteisesti tai sääntelyyn liittyen tuottamaan informaatiota markkina- ja sopimusosapuolille. Tämä on luonnollista, koska on ilmeistä, että yhtiötä oman tai vieraan pääoman ehdoin rahoittava haluaa tietää, minkälaista toimintaa hän on rahoittamassa ja millä riskillä hän varojaan sijoittaa.<sup>4</sup> Informaation oikeellisuus ja sen riittävä määrä korreloivat rahoituksen saatavuuden ja hinnan kanssa. Myös yhtiön vastuu informaatiosta vaikuttaa yhtiön rahoituksen saatavuuteen ja hintaan. Osakeyhtiön rahoituksessa on mahdollista, että niin velkasopimuksen tekemiseen kuin yhtiön antaman osakkeen merkitsemiseen osakeannissa liittyy velallisyhtiön tai osakkeita antavan yhtiön velan ottamista tai osakeannissa annettavaa informaatiota koskeva virhe, joka on vaikuttanut velkasopimuksen syntymiseen tai osakkeen merkintähinnan määrään taikka osakkeen merkitsemiseen. Toimivat ja selvät informaatiovirheen vastuumekanismit vaikuttavat rahoituksen systeemissä eräänlaisena sijoittajan tai velkojan saamana vakuutena yhtiön antamien tietojen oikeellisuudesta ja riittävydestä.<sup>5</sup>

Osakeyhtiölaissa ei ole säännöksiä osakeyhtiön korvausvastuusta osakeyhtiölakia rikkomalla tai siihen rinnastettavalla tavalla yhtiösuhteissa aiheutetuista vahingoista.<sup>6</sup> Osakeyhtiölaissa ei siis sää-

<sup>4</sup> Listaamattoman yhtiön velkojat saavat tarvittavan informaation yleensä sopimusperusteisesti. Listaamattoman yhtiön osakkeen merkitsijän informaatiokanava on tilinpäätös- ja osakeantipäätösinformaation ylittävältä osalta myös sopimusperusteista. Arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) 2:1:ssä määritetyn arvopaperin liikkeeseenlaskija on velvollinen tilinpäätösinformaation lisäksi julkaisemaan yhtiötä koskevaa informaatiota arvopaperimarkkinalaissa tarkemmin säädettyllä tavalla. Velvollisuus koskee niin oman pääoman kuin vieraan pääoman ehtoisia arvopapereiden laskemista liikkeeseen. AML 4:1.1:n mukaan yleisölle arvopapereita tarjoavan ja arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle havevan ja julkaistava arvopapereita koskeva esite ennen tarjouksen voimaantuloa tai arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ja pidettävä se yleisön saatavilla tarjouksen voimaantuloajan siten kuin AML 4 luvussa säädetään. Esimerkiksi AML 4:6.1:n mukaan esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkömistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopapereiden arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. AML 6:4.1:n mukaan kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Liikkeeseenlaskijan velvollisuudesta antaa tilinpäätöstä ja osavuotisia taloudellisia katsauksia koskevia tietoja sijoittajille säädetään AML 7 luvussa, muusta tiedonantovelvollisuudesta AML 8 luvussa ja huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta AML 9 luvussa. Julkista ostotarjousta ja sisäpiirirekisteriä koskevat säännökset ovat AML 11 ja 13 luvussa.

<sup>5</sup> Ks. esitevastuutyöryhmän mietintö. VM:n työryhmämuidio 10/2005, s. 18. (Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005).

<sup>6</sup> Oikeuskäytännössä yhtiö on asetettu korvausvastuuseen paitsi ulkopuoliselle myös osakkeenomistajalle aiheutetusta vahingosta (KKO:1992:66 ja KKO:1999:23).

detä yleisesti osakeyhtiön omasta vastuusta enem-  
pää sopimus- kuin deliktiperusteisestikaan. Siten  
yhtiön itsensä vastuu sen liikkeeseen laskemia osake-  
keita tai muita arvopapereita merkitseviä sijoittajia  
taikka velkojaa kohtaan jää osakeyhtiöoikeudellisen  
OYL 22 luvun sääntelyn mukaisen korvausvastuun  
ulkopuolelle. Osakeyhtiön itsensä vastuu yhtiön  
aiheuttamasta vahingosta on kuitenkin osa yleistä  
vahingonkorvausoikeudellista vastuujärjestelmääm-  
me. Näin osakeyhtiön vahingonkorvausvastuuta on  
arvioitava *kontekstisidonnaisena* ja tämän vastuu-  
järjestelmän osana. Osakeyhtiön omaan vastuuseen  
soveltuvat yleiset sopimus- ja vahingonkorvausoi-  
keudelliset periaatteet ja säännökset, ensisijaisesti  
siis sopimusrikkomusperusteinen vahingonkorvaus,  
vahingonkorvauslaki, mutta myös esimerkiksi  
ympäristövahinkojen korvaamisesta annetun lain  
ja arvopaperimarkkinalain<sup>7</sup> vahingonkorvaussään-  
nökset.<sup>8</sup>

Osakeyhtiölaissa ei myöskään ole säännöksiä  
yleisten oikeustoimien pätemättömyysperusteiden  
soveltumisesta tai niiden soveltamisesta osakeyhtiö-  
ttöön. Vuoden 1978 osakeyhtiölakia (734/1978,  
EOYL) koskeneessa oikeuskirjallisuudessa silloista  
osakeyhtiölakia on vakiintuneesti tulkittu niin,  
että varallisuusoikeudellisista oikeustoimista anne-

tun lain (228/1929, OikTL) 28-33 §:n pätemättö-  
myysperusteisiin voidaan vedota *ennen* yhtiön tai  
sen osakepääoman korotuksen rekisteröintiä.<sup>9</sup> Tämä  
sääntely ei ole asiasisällöllisesti muuttunut vuoden  
2006 osakeyhtiölaissa. OYL 9:15.2:n mukaan osake-  
keenomistaja ei *rekisteröimisen jälkeen* voi osake-  
merkinnästä vapautuakseen vedota siihen, että mer-  
kintään ja OYL 2:9.2:n mukaan yhtiön perustami-  
seen liittyvä ehto ei ole toteutunut. Säännöksiä on  
lain esitöiden mukaan tulkittu niin, että osakkeen  
(osakepääoman) rekisteröinti korjaa heikot päte-  
mättömyysperusteet – kuten erehdyttämisen, muta  
ei vahvoja – kuten törkeää pakkoa tai merkitsijän  
oikeustoimikelvottomuutta.<sup>10</sup>

### 3.2. Oikeuskäytäntöä

Yhtiön vahingonkorvausvastuuta osakkeenomis-  
tajalleen on sivuttu myös pohjoismaisessa oikeus-  
käytännössä. Norjan korkein oikeus on muun muasa  
antanut ratkaisun 19.1.1932 (*NRt 1932 s. 145*),  
jossa todetaan, ettei osakepääomaa voida palauttaa  
vahingonkorvauksena osakkeenomistajalle mer-  
kintään liittyvän virheen johdosta.<sup>11</sup> Yleisempää  
merkitystä on annettu myös Ruotsin korkeimman  
oikeuden *Kreuger & Tolls* -nimisen osakeyhtiön

<sup>7</sup> AML 16:1:ssä (korvausvastuun peruste) ja AML 16:2:ssä (vastuu esitteen tiivistelmässä annetuista tiedoista) säädetään yhtiön vastuusta osakeyhtiölakia laajemmin. Säännökset perustuvat esitedirektiivin (2003/71/EY) ja sen muutosdirektiivin (2010/73/EU) artikloihin. AML 16:1:n mukaan joka tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttaa toiselle vahinkoa arvopaperimarkkinalain, sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten taikka avoimuusdirektiivin, esitedirektiivin tai markkinoiden väärinkäyttödirektiivin nojalla annettujen Euroopan komission asetusten tai päätösten vastaisella menettelyllä, on velvollinen korvaamaan aiheuttamansa vahingon ja AML 16:2:n mukaan vahinko, joka johtuu yksinomaan sijoittajalle annettavan esitteen AML 4:9:ssä tarkoitettussa tiivistelmässä annetuista tiedoista, on korvattava vain, jos tiedot ovat harhaanjohtavia, epätarkkoja tai ristiriitaisia suhteessa esitteen muihin osiin tai jollei tiivistelmässä anneta keskeisiä tietoja suhteessa esitteen muihin osiin. Tiivistelmässä on oltava tätä koskeva selkeä varoitus. Arvopaperimarkkinalain vahingonkorvausta koskevilla säännöksillä ei kuitenkaan ole tarkoitettu sulkea pois muuta vahingonkorvausvastuuta, kuten esimerkiksi sopimusperusteista vastuuta, OYL 22 luvun mukaista vastuuta tai vahingonkorvauslakiin perustuvaa vastuuta. Arvopaperimarkkinalain säännökset on tarkoitettu täydentämään olemassa olevia korvausjärjestelmiä eli sopimusoikeudellisia ja vakiintuneita rikkomusvastuun periaatteita. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi HE 32/2012 vp, s. 169.

<sup>8</sup> Ks. erilaisista yhtiön vastuumuodoista *af Schultén, Gerhard*: Osakeyhtiölain kommentaari II. Luvut 9–17. Jyväskylä 2004, s. 615–616; *Savela* 2006, s. 194–211.

<sup>9</sup> Ks. esim. *af Schultén, Gerhard*: Osakeyhtiölain kommentaari I. Luvut 1-8. Jyväskylä 2003, s. 90–92 ja 316–317.

<sup>10</sup> Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiöainsäädännöksi HE 109/2005 vp, s. 49: ”Vaikka tästä ei edelleenkään ehdoteta otettavaksi lakiin nimenomaista säännöstä, vakiintuneesti on katsottu, että yhtiön rekisteröiminen myös korjaa osakkeen merkintään liittyvät niin sanotut heikot pätemättömyysperusteet. Osakkeenomistaja ei toisin sanoen voi merkinnästä vapautuakseen vedota heikkoihin pätemättömyysperusteisiin enää sen jälkeen, kun yhtiö on rekisteröity.”

<sup>11</sup> Ks. vanhemmasta norjalaisesta oikeuskäytännöstä esim. *Huttunen, Allan*: Kansallisannista, teoksessa: Saarnilehto Ari, Yhtiöoikeudellisia kirjoituksia. Tampere 2003, s. 64–70.

konkurssijutulle (NJA 1935 s 270) sekä Norjan korkeimman oikeuden ratkaisulle NRt 1996 s. 1463. Ratkaisu NRt 1996 s. 1463 koski kommandiittiyhtiötä, mutta ratkaisun perusteluissa otetaan vastaavasti kantaa osakeyhtiöön. Ratkaisun mukaan yhtiö ei ole merkintävahingosta vastuussa osakasta kohtaa.

Ratkaisussa NJA 1935 s 270 asia koski yhtiön *participating debentures* -nimisiä velkakirjoja<sup>12</sup> ostaneen kolmen yksityishenkilön oikeutta saada korvausta yhtiöltä sen tilinpäätöstiöiden virheellisuuden perusteella. Tiivistelmässä kuvataan asiaa seuraavasti: ”I Aktiebolaget Kreuger & Tolls konkurs bevakade några köpare av s.k. participating debentures, utfärdade av bolaget, fordran å skadestånd förlust, som genom köpet tillskyndats dem, samt åberopade till stöd för bevakningarna, att de vid köpen förlitat sig på uppgifter i bolagets balansräkningar och andra av bolaget offentliggjorda handlingar, vilka uppgifter sedermera befunnits falska.” Kantajina toimineet yksityishenkilöt olivat ostaneet velkakirjat kolmannelta taholta. Velkakirjat oikeuttivat korkoon vain siinä tapauksessa, että asianomaiselta tilikaudelta jaettu osinko ylitti lainaehdoissa määrätyn tason. Velkakirjan haltijoiden saaminen oli lainaehdojen mukaan mahdollisessa konkurssissa takasijainen muihin velkoihin nähden, mutta se oli maksettava ennen osakkeille tulevaa jako-osuutta. Ruotsin korkein oikeus antoi merkitystä näille lainaehdoille: ”Med hänsyn till den rätt i avseende å vinstutdelning och andel i bolagets

tillgångar vid likvidation, som sålunda tillförsäkrats debenturesinnehavarna, måste dessa anses vara i väsentlig mån likställda med aktieägare och förty, oansett de omständigheter under vilka de förvärvat förbindelserna, icke kunna å dylikt förvärv grunda skadeståndsfordran mot bolaget.” Vaikka tuomiossa ei lähemmin tarkasteltu osakkeenomistajan asemaa, ruotsalaisessa oikeuskirjallisuudessa tapaus on tulkittu niin, että tapauksessa Ruotsin korkein oikeus ilmaisi kannan, jonka mukaan osakkeenomistaja ei voisi saada vahingonkorvausta yhtiöltä sillä perusteella, että tilinpäätöstiedot tai muut yhtiön julkistamat tiedot ovat virheellisiä tai puutteellisia.<sup>13</sup>

Ruotsin voimassa olevan osakeyhtiölain (2005:551) lainvalmistelussa pääoman pysyvyyden ja vahingonkorvauksen maksamisen välistä suhdetta on kuitenkin arvioitu toisin.<sup>14</sup> Komiteamietinnössä asetaudutaan oikeuskirjallisuudessa esitettyyn nähden vastakkaiselle kannalle. Komitean mukaan osakkeenomistajan oikeutta vahingonkorvukseen ei tule rajoittaa yhtiön vapaaseen omaan pääomaan, vaan yhtiön kaikki varat tulisivat olla käytettävissä. Komitea perustelee kantaansa niin, että rajoitus merkitsisi poikkeamista siitä, mikä on osakeyhtiön vastuu muissa liikesuhteissa ja toiseksi niin, että rajoitus vaikuttaisi kielteisesti vapaan oman pääoman kerryttämiseen yhtiössä. Lisäksi todetaan, että korvukseen oikeutettujen piirin rajoittaminen edellä kuvatulla tavalla turvaisi velkojien edun riittävästi, vaikka vahingonkorvauksen

<sup>12</sup> Ks. *participating debentures* -velkakirjoista tarkemmin: Villa, Seppo: Voitto-osuuslainasta. Defensor Legis 1995, s. 233–242.

<sup>13</sup> Ks. esim. *af Sandeberg Catarina*: Prospektansvaret. Stockholm 2001, s. 270-273 ja *Nerep Erik*: Aktiebolagsrättslig analys – Ett tvärsnitt av nyckelfrågor. Stockholm 2003, s. 170–171.

<sup>14</sup> Ks. SOU 2001:1 (Nya Aktiebolagslag), s. 269: ”Den förhärskande restriktiva synen på bolagets kontraktuella prospektansvar har som framgått ovan främst motiverats av hänsyn till skyddet för bolagets bundna kapital. Som påpekats i doktrinen kan detta i och för sig inte motivera ett totalförbud mot utbetalning av ersättning från bolaget till aktietecknare eller förvärvare som lidit skada på grund av att bolaget lämnat felaktig information i samband med en emission eller en utförsäljning. Från kapitalskyddssynpunkt skulle det vara tillfyllest att bolagets bundna kapital efter utbetalningen var täckt. Frågan kan då ställas om utrymmet för skadestånd i dessa sammanhang bör begränsas på ett sådant sätt att det inte tillåts inkräkta på bolagets bundna egna kapital. Kommittén besvarar av flera skäl den frågan nekande. För det första skulle en sådan lösning avvika från vad som i övrigt gäller för skadeståndsanspråk mot ett aktiebolag. För det andra skulle den innebära betydande olägenheter med bl.a. risk för nya processer efter hand som bolaget upparbetar nytt fritt eget kapital. Med den av kommittén föreslagna skadeståndsregeln kan bolaget komma att åläggas ett skadeståndsansvar som är så omfattande att bolagets bundna kapital helt eller delvis kommer att sakna täckning. Kommittén menar emellertid att den föreslagna avgränsningen av den skadelidande kretsen ger ett rimligt skydd åt bolagets borgenärer mot att bolaget går under på grund av alltför omfattande ersättningsanspråk. Skadeståndsfordran i fråga är inte efterställd övriga fordringar. I den mån bolaget emellertid saknar förmåga att utge skadestånd till den krets som regeln anger får de vanliga reglerna om tvångslikvidation och konkurs tillämpas.”

myötä yhtiön sidottu pääoma ei olisikaan katettu täyteen määräänsä. Myös uudemmassa mietinnössä, ns. *Wendleby-ehdotuksessa*<sup>15</sup> kanta siitä, ettei vahingonkorvausta osakkeen merkitsijälle tule rajoittaa vapaaseen pääomaan, säilyy muuttumattomana – eli että korvaukseen on käytettävissä kaikki yhtiön varat.

Suomessa kysymystä on käsitelty välillisesti korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 2000:78. Tuon ratkaisun mukaan EOYL 12 luvun säännökset varojenjaosta eivät estäneet *tuon jutun olosuhteissa*<sup>16</sup> (”näissä olosuhteissa”) yhtiön saattamista vastuuseen osakkeenomistajille aiheutetusta vahingosta. Hovioikeuskäytännössä on esitetty ehdottomana sääntönä, etteivät osakeyhtiölain varojenjakorajoitukset estä yhtiön korvausvelvollisuuden toteuttamista osakkeenomistajaa kohtaan.<sup>17</sup>

### 3.3. *Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa lausuttua*

Vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskirjallisuudessa on esitetty eriäviä näkemyksiä osakkeen rekisteröinnin ja sidotun oman pääoman pysyvyyden merkityksestä yhtiön varojen käyttämiseen osakkeenomistajalle maksettavaan vahingonkorvaukseen, jonka perustana on virhe osakeanti-informaatioissa sekä osakkeenomistajalle mak-

settavan vahingonkorvauksen *taloudellisesta luonteesta*. Velkojansuojaa korostavat katsovat, että oikeusseuraamuksena osakemerkinän purku on osakemerkitä koskevan pätemättömyyden seurauksena mahdoton, koska se tarkoittaisi rekisteröidyn osakepääoman takaisin maksamista merkitsijöille ja että muutoinkin sidotun oman pääoman käyttäminen vahingonkorvauksen maksamiseen osakkeenomistajalle rikkoo oman pääoman pysyvyyden periaatetta ja siten velkojiensuojaa.<sup>18</sup> Lisäksi on esitetty, että vahingonkorvauksen maksaminen osakkeenomistajille olisi varojen jakoa.<sup>19</sup> Keskustelua on käyty myös siitä, rajoittavatko osakeyhtiölain varojenjako koskevat säännökset määrällisesti yhtiön korvausvastuuta osakkeenomistajalle osakkeen merkintään liittyvän virheen osalta.<sup>20</sup> Kysymys olisi siitä, voiko tai pitääkö yhtiön edellä kuvattu korvausvastuu rajoitua yhtiön voitonjakokelpoisten varojen määrään.

Rekisterimerkintää koskevia säännöksiä on vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskirjallisuudessa tulkittu myös niin, että pätemättömyys koskisi myös vahingonkorvausta, koska muuten OYL 2:9.2:n ja OYL 9:15.2:n (ja EOYL 2:5 ja 4:7.3) pätemättömyysseuraamusta koskeva erityissäännökset menettäisivät merkityksensä. Ne voisivat olla kierrettävissä pukemalla vaatimus saada osakkeesta yhtiölle maksettu määrä takaisin ehdon

<sup>15</sup> Slutbetänkande av prospektutredningen, SOU 2005:18, s. 103–104.

<sup>16</sup> KKO 2000:78: Useat osakeyhtiöt (sulautuvat yhtiöt) olivat eri aikoina sulautuneet osakeyhtiöön (vastaanottava yhtiö) siten, että sulautuvien osakeyhtiöiden osakkeenomistajat sulautumissopimusten mukaan saivat vastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita. Kun osa sulautuvien yhtiöiden osakkeenomistajista ei pitkän ajan kuluttua ollut ilmoittautunut vaihtamaan osakkeita, vastaanottavan yhtiön yhtiökokous oli päättänyt yhtiön osakepääomaa alentaa mitätöidä kyseiset osakkeet. Korkeimman oikeuden tuomiossa mainituilla perusteilla katsottiin, että osakeyhtiölain voimaan tultua tapahtuneissa sulautumisissa oli sulautumisvastikkeena annettua osaketta koskevaan oikeuteen sovellettava osakeyhtiölain 13 luvun 12 §:n 4 momentin ja 14 luvun 6 §:n 2 momentin (734/1978) säännöksiä jako-osuuden menettämisestä. Sen sijaan ennen osakeyhtiölain voimaan tuloa tapahtuneissa sulautumisissa ei sanottua oikeutta ollut menetetty yleisen vanhentumisajan kulumisen johdosta taikka muullakaan perusteella. Vastaanottava yhtiö katsottiin velvolliseksi korvaamaan kyseisiin osakkeisiin oikeutetuille yhtiökokouksen päätöksestä ja sen täytäntöönpanosta aiheutunut vahinko. (Ään.) Ratkaisua arvioitaessa jää epäselväksi, mikä merkitys sanoille ”näissä olosuhteissa”. Ratkaisun perusteluissa ei myöskään enemmälti arvioitu pääoman pysyvyyden merkitystä.

<sup>17</sup> Helsingin hovioikeus 23.4.2002 S. 97/704 (lainvoim.), ns. kansallisantitapaus. Sekä käräjäoikeus että hovioikeus (S 97/704) hylkäsivät vahingonkorvausvaatimukset. Helsingin hovioikeus katsoi tapauksessa (23.4.2002, S 97/704, lainvoimainen) Matti Rudankoon (*Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki 1998, s. 365–366) viitaten, että EOYL 12 luvun varojenjako-säännökset eivät rajoittaneet yhtiön velvollisuutta korvata osakkeenomistajalle aiheuttamaansa vahinkoa.

<sup>18</sup> Ks. kirjallisuudessa esitetyistä kannoista esim. *Norros, Olli*: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Helsinki 2009, s. 56 ja siinä viitattu kirjallisuus.

<sup>19</sup> *Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiön sopimusoikeudellinen vastuu osakkeiden merkitsijään nähden. Defensor Legis 1999, s. 319–342, erityisesti s. 332–333 ja *Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana Porvoo 2002, s. 288.

<sup>20</sup> Ks. *Savela* 2006, s. 202–209 ja siinä mainitut lähteet.

täyttymättä jäämisen johdosta vahingonkorvaukseksi.<sup>21</sup> *Allan Huttunen* on vielä katsonut, että merkinnässä tapahtuneesta informaatiovirheestä ei voi vaatia lainkaan vahingonkorvausta sen jälkeen kun osakepääoman korotus on rekisteröity riippumatta siitä käytettäisiinkö vahingonkorvaukseen voitonsajakokelpoisia varoja vai ei.<sup>22</sup> Myös vastakkaisia näkökantoja on esitetty. Esimerkiksi *Ari Saarnilehto* toteaa, että ”edellä yhtiöoikeudelliseksi luonnehdittu mielipide johtaa siihen, että esimerkiksi erehdyttämällä aikaan saatu merkintä tulee päteväksi, kun osakepääoman korotus on merkitty kaupparekisteriin. Tämä tarkoittaa sitä, että eräissä tapauksissa merkitsijällä ei olisi ollut aikaa vedota mahdolliseen petolliseen viettelyyn enempää kuin pari päivää riippumatta siitä, oliko hän saanut tietää

erehdyttämisestä vai ei. [– –] Vilpillisessä mielessä ollut yhtiö voisi saada suojaa osakkeen merkitsijää vastaan osakepääoman rekisteröinnillä. Ajatus ei tunnu houkuttelevalta. Suojaa saisi virheellisiä tietoja antanut yhtiö, ei vahinkoa kärsinyt merkitsijä.”<sup>23</sup>

Edellä esitettyjä kysymyksiä on lainvalmistelussa sivuttu ainakin esitevastuutyöryhmän<sup>24</sup> että asunto-osakeyhtiölakityöryhmän<sup>25</sup> muistioissa. Näiden työryhmien käsityksien mukaan yhtiön tulee vastata sen toiminnassa aiheutetusta vahingosta täyteen määrään asti ilman jakokelpoisiin varoihin sidottuja rajoituksia. Osakeyhtiölakityöryhmä<sup>26</sup> on esittänyt, etteivät osakeyhtiölain kaavamaiset taseasemaan perustuvat pakkoselvitystilasäännökset ole täyttäneet niitä odotuksia, joita niihin asetettiin

<sup>21</sup> Ks. esim. *Huttunen* 2003, s. 100.

<sup>22</sup> *Huttunen* 2003, s. 101: ”Osakemerkinnässä tapahtuneisiin arvopaperimarkkinalain vastaisuuksiin ei voida osakepääoman pysyvyyden vuoksi vedota korotuksen tultua rekisteröidyksi. Näin ollen osakkeenomistaja ei arvopaperimarkkinalakiinakaan vetoamalla voi saada palautetuksi osakemaksua. Tästä seuraa vääjäämättömästi, että osakkeenomistaja ei voi silmänkääntötemppulla eli vaihtamalla vaatimuksen nimen vahingonkorvausvaateeksi saada samaa summaa takaisin”. Ks. myös *Mäntysaari* 2002, s. 288: ”Varojen jaon rajoitukset (EOYL 12:1) rajoittavat yhtiön vahingonkorvausvelvollisuutta osakkeenomistajaan nähden.”

<sup>23</sup> *Saarnilehto, Ari*, Alkusanat s. 6, Teoksessa: *Saarnilehto Ari* (toim.), *Vilpittömästä mielestä*, Turku 1997. Tosin *Saarnilehto* katsoo, että varojenjakosäännökset voivat sinänsä rajoittaa yhtiön vahingonkorvausvastuusta osakkeenomistajalle, mutta merkintähintaa vastaava määrä voidaan maksaa kokonaan tai osin, jos ja kun korvaus ei vaikuta osakepääomaan. *Saarnilehto* 1997, s. 7. Ks. myös *Hidén, Paulus*: Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu, Vantaa 2002, s. 223. *Ari Huhtamäki* on myös edustanut lievempää kantaa: ”Esimerkiksi petollisen viettelyn rasittama – tai arvopaperimarkkinalain termein harhaanjohtavasti markkinoitu – osakemerkintä voi olla pätemätön, mikä johtaa vahingonkorvausvelvollisuuteen. Osakeyhtiön taseeseen merkittyyn osakepääomaan ei ole tarpeen kajota, kun yhtiö korvaa vahingon. Yhtiö maksaa korvausvelan kassastaan ja rahoittaa sen vapaita omia pääomia pienentämällä tai tarvittaessa vaikkapa velkaa ottamalla. Toinen asia on, että arvopaperimarkkinalain soveltaminen tekee usein osakemerkinnän sopimusluontoisuutta koskevat pohdinnat tarpeettomiksi.” *Huhtamäki, Ari*, Johdanto teoksessa: *Huhtamäki Ari – Reijonen Harri* (toim.), *Rahoitus- ja arvopaperioikeudellisia kirjoituksia*, Rovaniemi 2002, s. 34–35. Myös muita sallivia kantoja on esitetty. Ks. *Toiviainen, Heikki*: Esitevastuusta rahoitusmarkkinoilla. *Lakimies* 4/2005, s. 578 ja *Savela* 2006, s. 202–209.

<sup>24</sup> Ks. Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005, s. 104–105: ”– – – [t]yöryhmä pitää luontevana, että mahdollisia korvauksia käsitellään normaaleina vahingonkorvausvastuina, joista yhtiö on vastuussa kaikilla varoillaan. Samasta syystä työryhmä ei näe perustetta saatavien takasijaisuudelle konkurssissa tms., sillä listayhtiölle tai listausta hakevalle yhtiölle rahoituksen järjestämiseen liittyvät toimet ovat osa normaalia liiketoimintaa, johon liittyviä vastuuta ei ole syytä kohdella muista vastuista poikkeavasti.” Työryhmä myös katsoo, ”[e]ttei tämä ehdotus johda muiden velkojien aseman vaarantumiseen perusteettomasti; korvauksen maksamisessa ei voitaisi suosia osakkaita muihin velkoihin nähden, sillä jos yhtiö joutuisi konkurssiin tai yrityssaaneeraukseen korvausten maksamisen takia, olisi mahdollista takaisinsaantimenettelyllä peräyttää osakkaille maksettuja varoja konkurssipesään tai saneerausvelalliselalle, jos takaisinsaannin yleiset edellytykset täyttyvät.” (Kursivointi tässä).

<sup>25</sup> Ks. Oikeusministeriön työryhmämietintö 2006:9, *Asunto-osakeyhtiölakityöryhmän mietintö*, s. 34: ”Voimassa olevan lain säätämisen aikaan yhtiön vastuuta suhteessa osakkeenomistajaan pidettiin toissijaisena verrattuna yhtiön velkojien suojaksi säädettyyn sidottu oman pääoman pysyvyyteen. Nykyisen käsityksen mukaan yhtiön vastuu kunnossapidosta tai yhtiön uudistuksesta osakkeenomistajalle aiheutuvasta vahingosta ei ole käytännössä ongelmallinen velkojien suojan kannalta, koska nykyinen takaisinsaantia ja laitonta varojenjako koskeva säännöstö turvaa riittävästi myös asunto-osakeyhtiön velkojien oikeudet (ks. Valtiovarainministeriö työryhmämuistio 10/2005, *Esitevastuutyöryhmän mietintö*, s. 102–104). Näin ollen asunto-osakeyhtiön vahingonkorvausvastuun sääntelytarvetta voidaan arvioida vastaavalla tavalla kuin asunto-osakeyhtiölaissa säänneltävien oikeussuhteiden muiden osapuolien eli osakkeenomistajien vastuuta suhteessa yhtiöön.”

<sup>26</sup> Ks. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4, s.71.

osakeyhtiölakia säädettäessä. Silloinen – siis vuoden 1978 osakeyhtiölain aikainen – ajatus oli, että osakepääoma toimisi velkojia suojaavana puskurina. Työryhmän mukaan käytäntö on osoittanut, ettei tämä pidä paikkaansa. Työryhmän kantaan on helppo yhtyä ja todeta, että vasta vuoden 2006 osakeyhtiölain 13:2:n tapainen yhtiön maksukyisenä säilymistä korostava velkojiensuojajärjestelmän ytimenä toimiva mekanismi antaa tarkoituksenmukaisella tavalla lakiin perustuvaa suojaa velkojan ja osakkeenomistajan välisen rakenteellisen intressikonfliktin hallitsemiseen.<sup>27</sup> OYL 2:9.2:n esitöissä täsmennetään rekisterimerkintää koskevaa oikeustilaa toteamalla, että: ”[S]äännös vastaa asiallisesti voimassa olevan lain 2 luvun 5 §:n 3 momenttia muuten, mutta on yleisempi ja koskee muitakin perustamiseen liittyviä kuin perustamissopimukseen otettuja ehtoja. Säännöksen sanamuotoa on muuttenkin hieman täsmennetty. Ehtoon vetoamista ennen yhtiön rekisteröintiä arvioidaan yleisten sopimusoikeudellisten sääntöjen mukaisesti. Momentti koskee ainoastaan osakemerkinnästä vapautumista, ei sen sijaan esimerkiksi oikeutta vahingonkorvaukseen.”<sup>28</sup> (Kursivointi tässä).

## 4. Velkojien suojaamisen tarve ja periaate

### 4.1. Perusteet

Velkojien suojaamisen tarve on osakeyhtiötä koskevan sääntelyn muuttuessa pysynyt, mutta suojan tarve ja sisältö on kehittynyt heijastaen rahoitusmarkkinoiden sekä erityisesti osakeyhtiöiden liiketoiminnan sisällön ja laajuuden kehitystä. Velkojiensuojan taustalla vaikuttavat osakeyhtiöoikeuden kantavat periaatteet: osakkeenomistajan rajoitettu vastuu, yhtiön omaisuuden itsenäisyys, pääoman pysyvyys ja vaihdannan vapaus.<sup>29</sup> Kun osakkeenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista, on oman ja vieraan pääoman väliseen

riskinjakoon sekä oman pääoman residuaaliseen luonteeseen liittyvistä syistä perusteltua, että vieraan pääoman ehdoin yhtiöön sijoittavien vaateita suojataan varmistamalla, että oman ja vieraan pääoman välinen maksunsaantijärjestys toimii mahdollisemman hyvin teoriansa mukaisesti. Osakeyhtiösääntelyssä tämä tapahtuu säätämällä yhtiön pääoman pysyvyydestä, osakeyhtiön oikeushenkilöllisyydestä ja siihen liittyvästä osakeyhtiön omistaman omaisuuden itsenäisyydestä sekä yhtiöön sijoitettavan pääoman eli eräänlaisen peruspääoman eli osakepääoman vähimmäismäärästä. Pääoman pysyvyyden ja velkojien suojan tason sisältö ilmenee konkreettisemmin osakeyhtiölain nimenomaisista velkojiensuojasäännöksistä. Niiden taustalla vaikuttaa periaate, jonka mukaan yhtiön varoja ei saa jakaa osakkeenomistajille noudattamatta osakeyhtiölain varojen jakamisen aineellisia ja menettelyllisiä säännöksiä.

Tämän artikkelin teeman ja tutkimuskysymyksiin vastaamisen kannalta on keskeistä hahmottaa, miten *velkojiensuojaperiaatteen sisällön kehitys* on vaikuttanut osakkeenomistajalle maksettavan ja osakemerkintään liittyvän vahingonkorvauksen ja velkojiensuojan väliseen suhteeseen, koska oikeuskirjallisuuteen ja -käytäntöön tarkemmin perehtymällä näyttää siltä, että kielteinen suhtautuminen vahingonkorvauksen maksamiseen kytkeytyy käsitukseen kumottujen osakeyhtiölakien mukaiseen velkojiensuojan sisältöön ja rakenteeseen perustuvaan pääoman pysyvyyden periaatteesta ja osakepääoman rekisteröinnille annettavasta suojasta.

### 4.2. Velkojiensuojaperiaatteen kehitys

#### 4.2.1. Vuoden 1895 osakeyhtiöistä annettu laki

Vuoden 1895 osakeyhtiöistä annetun lain (22/1895, VOYL) 18 §:n mukaan osakkeenomistajan vastuu oli rajattu yhtiöön sijoitettuun mää-

<sup>27</sup> Ks. OYL 13:2:n mukaisen maksukykyisyydestin kehittämisestä Villa, Seppo: Mihin sidottua omaa pääomaa enää tarvitaan? Teoksessa Business Law Forum 2010. WS Bookwell Oy 2010, s. 333–371.

<sup>28</sup> HE 109/2005 vp. s. 49.

<sup>29</sup> Ks. yleisistä periaatteista ja niiden merkityksestä tarkemmin Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. Helsinki 2006.



rään.<sup>30</sup> Vuoden 1895 laissa ei kuitenkaan säädetty osakepääoman vähimmäismäärästä, vaan se oli yhtiön osakkeenomistajien päätäntävaltaan kuuluva asia. Osakkeenomistajan rajoitetusta vastuusta johtuen lain 22.1 §:ssä rajoitettiin puolestaan yhtiön varojen jakamista osakkeenomistajille: ”[O]sakkaan älköön olko lupa, ellei vissiä yhtiökautta ole määrätty eikä se ole loppuun kulunut, purkaa yhtiötä tai vaatia osaansa siitä erotettavaksi.” Lain 21.1 §:ssä säädettiin, mitkä varat olivat jaettavissa: ”[E]nnenkuin osakeyhtiö on säädettyssä järjestyksessä purettu, älköön osakkeenomistajille jaettako muuta kuin se voitto, joka asianmukaisesti vahvistetun tilinpäätöksen mukaan on olemassa edelliseltä toimintavuodelta, mikäli tätä voittoa ei ole yhtiöjärjestyksen mukaan säästöön pantava.”<sup>31</sup> Velkojien suoja perustettiin ennen kaikkea osakepääomaa vastaavien varojen säilymiseen koskemattomana, mutta myös siihen, mitkä varat olivat jaettavissa osakkeenomistajille yhtiön toiminnan aikana. On huomattava, että vuoden 1895 laissa omaa pääomaa ei vielä varsinaisesti jaoteltu sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan, mutta sääntelyssä kuitenkin tunnistettiin sidotut ja vapaat rahastot.<sup>32</sup> Sidotut rahastot eivät olleet käytettävissä osingonjakoon.

#### 4.2.2. Vuoden 1978 osakeyhtiölaki

Vuoden 1978 osakeyhtiölaissa innovoitiin sidotun ja vapaan oman pääoman käsitteet ja velkojien suoja kohdistettiin sidotun oman pääoman pysyvyyteen sekä osakepääoman vähimmäismäärään.

Keskeistä oli, että sidottua omaa pääomaa ei saanut jakaa noudattamatta lain 6 luvun velkojiensuojamenettelyä eikä osakepääoma saanut velkojiensuojamenettelyä noudattamalla alentaa alle laissa säädetyn vähimmäisosakepääoman. Yhtiö piti myös asettaa selvitystilaan, jos oman ja osakepääoman suhde ei täyttänyt laissa asetettuja vähimmäisvaatimuksia. Taseen osoittama vapaa oma pääoma oli jakokelpoista ilman velkojiensuojamenettelyn läpikäymistä.

Olennaista vuoden 1978 osakeyhtiölain mukaisen varallisuusjärjestelmän hahmottamisessa on se, että sidotun oman pääoman ajateltiin muodostavan eräänlaisen yhtiöön sijoitetun ja velkoihin nähden viime- tai takasijaisessa maksunsaantiasemassa olevan ja *puskurinomaisen pääoman*, johon velkojien suojaaminen voitiin perustaa. Tämän kehikon antama suoja edellytti toimiakseen erityistä suojamekanismia, jolla varmistettiin, ettei yhtiön liiketoimintaa saanut harjoittaa ”*velkojien riskillä*”. Velkojien riskin katsottiin vaarantuvat, jos yhtiön oman pääoman määrä oli vähemmän kuin puolet osakepääoman määrästä. Yhtiö oli asetettava EOYL 13:2:ssa tarkemmin määritettävällä tavalla selvitystilaan, jos yhtiön oman pääoman määrä ensin laskettuaan alle puoleen määrään osakepääoman määrästä ei säännöksessä määrättyssä 12 kuukauden ”saneerausajassa” saatu vastaamaan osakepääoman määrää.<sup>33</sup> EOYL 11:6:n mukaista sidottua omaa pääomaa olivat osakepääoma, ylikurssirahasto, vararahasto ja arvonorotusrahasto. Näiden säännösten tavoitteena oli varmistaa se, että yhtiöön

<sup>30</sup> Ks. *Drockila, Lauri*: Osingonjakokelpoiset varat osakeyhtiölain mukaan. WSOY, Porvoo 1964, s. 3–4. Drockila toteaa: ”[K]un osakeyhtiötä koskeva lainsäädäntö rajoittaa osakkaiden vastuun sanotun tavoin, on yhtiön luotonantajien ja muiden saamiesten asemaa pyritty varmistamaan siten, että osakeyhtiön omaisuus on muodostettu täysin itsenäiseksi kokonaisuudeksi. Osakeyhtiöoikeudelliset normit vetävät rajan yhtiön ja sen osakkeenomistajien omaisuuspiirin välille”.

<sup>31</sup> *Drockila* 1964, s. 5: ”[V]elkojien etu ja myös yhtiön intressi luotonsaantia silmällä pitäen vaativat, että osakeyhtiöllä on määräsuuruisen omaisuus, osakepääoma, sen aloittaessa toimintansa. Luotonantajat voivat ottaa laskelmissaan huomioon, että yhtiön omaisuuspiirissä on ainakin osakepääoman ilmoittama määrän verran omaisuutta vastaamassa heidän myöntämistään luotosta.”

<sup>32</sup> Ks. *Drockila* 1964, s. 97 ss. ja erityisesti s. 122 ss.

<sup>33</sup> Vuoden 1978 osakeyhtiölain mukaisen varallisuusjärjestelmän mukaisen velkojiensuojan sääntelyn keskiössä olivat EOYL 11:6:n (294/1998) säännös sidotusta omasta pääomasta, EOYL 12:1:n (145/1997) ja 2.1:n (145/1997) säännös voitonjakoon käytettävistä varoista, EOYL 6 luvun (145/1997) säännökset osakepääoman alentamisesta sekä vararahaston alentamisen osalta EOYL 12:3.2:n 3 kohdan (145/1997) säännös ja ylikurssirahaston alentamisen osalta EOYL 12:3a.2:n (145/1997) säännös. Näillä säännöksillä varmistettiin se, ettei EOYL 11:6:ssä määritettyä sidottua omaa pääomaa jaettu ilman velkojiensuojamenettelyn läpikäymistä.

oman pääoman ehdoin – käytännössä osakkeen merkintämaksuna – sijoitettua pääomaa ei saanut jakaa osakkeenomistajalle noudattamatta EOYL 6 luvun mukaista velkojiensuojamenettelyä. Yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta laaditun tilinpäätöksen osoittama vapaa oma pääoma (EOYL 12:2.1) ja jos yhtiö oli emoyhtiö (EOYL 12:2.3), sen konsernitalinpäätöksen osoittaman taseen vapaa oma pääoma, oli sitä vastoin kokonaisuudessaan ja vapaasti jaettavissa ilman lakiin perustuvaa velvollisuutta varmistaa yhtiön pysymistä maksukykyisenä varojenjakamisesta huolimatta.

Vuoden 1978 osakeyhtiölain varallisuusjärjestelmän sisällön hahmottamisen näkökulmasta katsottuna sidotun oman pääoman luonne oli jaettavissa kolmeen osaan: 1) osakkeen merkintämaksuna tai optio-oikeuteen ja vaihtovelkakirjaan perustuvasta merkintäoikeudesta yhtiölle maksettuun määrään, 2) vapaasta omasta pääomasta vararahastoon siirrettyyn määrään sekä 3) KPL 5:17:n mukaisen arvonorotuksen kirjaamiseen arvonorotusrahastoon. Vaikka vuoden 1978 osakeyhtiölaki mahdollisti voittovarojen siirtämisen sidotuksi omaksi pääomaksi ja arvonorotuksia vastaavan määrän kirjaamisen sidottuun omaan pääomaan kuuluvaan erityiseen arvonorotusrahastoon, niin velkojiensuojan konkreettisen perustan vuoden 1978 osakeyhtiölain varallisuusjärjestelmässä voidaan katsoa kytkeytyneen lähtökohtaisesti osakkeen merkintämaksun muodossa yhtiöön sijoitettuun pääomaan, koska vapaan oman pääoman – käytännössä voittovarot – erät olivat käytettävissä varojen jakamiseen ilman velkojiensuojamenettelyä tai yhtiön maksukyvyyn huomioon ottavaa varojenjakaamista rajoittavaa erityistä säännöstä.<sup>34</sup>

Vuoden 1978 osakeyhtiölain velkojiensuojan puskurimaisen suojajärjestelmän tehokkuutta heikensi yhtiön maksukyvyyn huomioon ottavan säännöksen puuttuminen. Velkojen suoja perustettiin tasetestin osoittamaan sidotun oman pääoman pysyyteen sekä velvollisuuteen asettaa yhtiö selvi-

tystilaan tiettyjen edellytysten täytyessä. Pakkonselvitystilasäännöksen taustalla vaikutti ajatus siitä, ettei yhtiö saanut jatkaa toimintaansa, jos omaa pääomaa oli jäljellä vain puolet osakepääomasta eli toimintaa ei saanut harjoittaa velkojen riskillä. Käytännössä sidottu oma pääoma muodostui arvonorotusrahastoa lukuun ottamatta osakkeen merkintämaksun muodossa yhtiöön maksetuista varoista. Käsitykseni mukaan oikeuskirjallisuudessa esitetyt negatiiviset kannat mahdollisuudesta maksaa vahingonkorvausta osakkeenomistajalle kytkeytyivät perusteiltaan vuoden 1978 osakeyhtiölain varallisuusjärjestelmän osoittamaan velkojiensuojan rakenteeseen.

#### 4.2.3. Vuoden 2006 osakeyhtiölaki

Vuoden 2006 osakeyhtiölain<sup>35</sup> eräs keskeisistä uudistuksista oli täysin nimellisarvottoman pääomajärjestelmän käyttöön ottaminen. *Nimellisarvoton pääomajärjestelmä* vaikuttaa niin lain yleisten oppien kuin systematiikan ja yksityiskohtaisemman sääntelyn tasolla. Se vahvistaa mahdollistamalla aikaisempaa monimuotoisemmat tavat hankkia pääomaa kilpailukykyisin ominaisuuksin. Lisäksi sillä on välitön kytkös velkojiensuojan vahvistumiseen sekä sen luonteen uudistumiseen. Velkojiensuoja perustetaan oman pääoman jaottelun sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan ohella siihen, että yhtiö säilyttää toimintansa aikana *maksukykynsä* kaikissa varojenjakotilanteissa. OYL 13:2:n mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Näin velkojiensuoja on nimenomaisella säännöksellä ulotettu koskemaan myös vapaan oman pääoman jakamista.

Nimellisarvottoman pääomajärjestelmän ydin liittyy siihen, että se katkaisee osakkeen ja osakepääoman välisen kytköksen. Tästä seuraa, että osakepääoman luonne on varsin erilainen verrattuna vuoden 1978 osakeyhtiölain osakepääoman sisäl-

<sup>34</sup> Ks. tarkemmin esim. Villa, Seppo: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Helsinki 2001, s. 72 ss.

<sup>35</sup> Ks. tarkemmin vuoden 2006 osakeyhtiölain varallisuusjärjestelmän sisällöstä sekä jakson 4.2.3. osalta alan yleisesityksiä, kuten Mähönen – Villa 2012, Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I ja II. Helsinki 2010 sekä Kyläkallio, Juhani – Tirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö I ja II, Helsinki 2012.

töön. Olennaista on se, että osakeyhtiölain nimellisarovottomassa pääomajärjestelmässä osakepääomaa voidaan korottaa antamalla osakkeita (rahas- tokorotus ja osakepääomasijoitus, ks. OYL 11:1.1:n 2 ja 3 kohta) ja osakkeita voidaan antaa korotta- matta osakepääomaa (maksuton osake, ks. OYL 9:1.2 ja 9:20).

Nimellisarovottomaan pääomajärjestelmän olen- nainen osa koskee sitä, miten osakkeesta yhtiölle maksettava määrä kirjataan yhtiön taseen vastaava- puolelle. Osakeyhtiötä perustettaessa osakkeesta maksettava määrä eli merkintähinta merkitään OYL 2:4:n mukaan kokonaisuudessaan osakepääomaan, jollei sitä ole perustamissopimuksessa tai yhtiöjär- jestyksessä määrätty merkittäväksi osittain sijoite- tun vapaan oman pääoman rahastoon taikka kirjan- pitolaissa toisin säädetä. OYL 1:3.1:sta seuraa, että osakepääomaan on edelleen vähintään merkittävä yksityisen osakeyhtiön kohdalla osakkeen merkin- tämaksusta yhtiötä perustettaessa 2 500 euroa ja julkisen yhtiön kohdalla vähintään 80 000 euroa. Nämä ylittävät merkintähinnan määrät voidaan merkitä sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Osakeannin kohdalla merkintähinnan kirjauksiin sovelletaan OYL 9:6.1 ja 2:n säännöksiä. Niiden sisältämän oletaman mukaan annettaessa osake- annissa uusia osakkeita, osakkeen merkintähinta kirjataan osakepääomaan, ellei osakeantipäätök- sessä tai yhtiöjärjestyksessä muuta määrätä. Jos osakeannissa annetaan yhtiön hallussa olevia omia osakkeita, olettama on käänteinen. Merkintähinta kirjataan sijoitetun vapaan oman pääoman rahas- toon, ellei osakeantipäätöksessä tai yhtiöjärjestyk- sessä ole muuta määrätty.<sup>36</sup>

Kokoavana johtopäätöksensä edellä sanotusta voidaan todeta, että osakeyhtiölain nimellisarovoton pääomajärjestelmä mahdollistaa sen, että osake- pääomaan ei tarvitse merkitä OYL 1:3.1:n vähim- mäisosakepääomavaatimusta suurempaa määrää, vaan vähimmäispääomavaatimuksen ylittävältä osin kirjaukset voidaan tehdä sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Tämä rahasto on OYL 13:5:n

mukaisen tasetestin mukaan vapaata omaa pääomaa. Näin vuoden 2006 ja vuoden 1978 osakeyhtiölakien sääntely osakkeen merkintähinnan kirjaamisesta omaan pääomaan ovat hyvin eri sisältöiset. Osin tästä ja osin siitä, että tilinpäätökset voivat sisältää erityisesti sovellettaessa kansainvälisiä tilinpäätös- standardeja omaan pääomaan kirjattuja realisoitu- mattomia arvomuutoksia, velkojiensuoja on pitä- nyt rakentaa perinteisen sidotun ja vapaan oman pääoman erottelevan tasetestin lisäksi kansainvä- lisiä esikuvia seuraten yhtiön maksukyvyyn säily- mistä koskevan sääntelyn varaan.

Hahmotettaessa osakeyhtiölain velkojiensuoja- järjestelmää sen perussäännös on edelleen OYL 1:3.2:n mukainen pääoman pysyvyyden periaate, joka mukaan osakeyhtiön varoja voidaan jakaa vain siten kuin osakeyhtiölaissa siitä säädetään. Olen- naista on kytkeä pääoman pysyvyyden periaate OYL 1:3.2:n sanamuotoa seuraten nimenomaan *varojen jakamisen käsitteeseen eikä esimerkiksi varojen käytön käsitteeseen*. Varojen käytön käsite on varojen jakamisen käsitettä laivampi. Se pitää sisällään kaikki ne (liike)tapahtumat, jossa yhtiön varoja (rahaa) siirtyy yhtiöstä pois perusteesta riip- pumatta, kuten esimerkiksi ostolaskujen, palkkojen, vuokrien, velan korkojen ja lyhennysten, verojen ja osingon maksuna. Pääoman pysyvyyttä koskeva OYL 1:3.2:n säännös on sinänsä myös vailla itse- näistä merkitystä, koska osakeyhtiölain varsinaiset ja tarkemmat aineelliset ja menettelylliset säännök- set *varojen jakamisesta* ja velkojiensuojasta ovat osakeyhtiölain muissa säännöksissä. Näitä ovat säännökset, joissa säädetään varojen jakamisesta yleisesti sekä osinkona ja varojen jakamisena vapaan oman pääoman rahastosta (OYL 13 luku), osakepääoman alentamisesta (OYL 14 luku) ja yhtiön omista osakkeista (OYL 15 luku). Osakeyhtiölain varojenjakosäännösten ensisijainen tarkoitus on siis suojata yhtiön velkojien oikeuksia.

OYL 13:1.1:n mukaan osakeyhtiöstä voidaan jakaa varoja osakkeenomistajille laillisesti vain neljässä eri tapauksessa 1) voitonjaolla eli osinko-

<sup>36</sup> OYL 2:4:n ja OYL 9:6.1 ja 2 momentin viittaukset kirjanpitolakiin tarkoittaa niitä tilanteita, joissa yhtiö laatii tilinpäätöksensä noudattamalla kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja. Kansainväliset tilinpäätösstandardit saattavat edellyttää tietyissä tapauksissa, että osakkeen merkintähinta esitetään tilinpäätöksessä vieraana pääomana.

na ja varojen jakamisella vapaan oman pääoman rahastosta; 2) osakepääoman alentamisella; 3) omien osakkeiden hankkimisella ja lunastamisella; sekä 4) yhtiön purkamisella ja rekisteristä poistamisella. Jaon laillisuutta arvioitaessa on otettava erityisesti huomioon OYL 13:1.3:n laittoman varojenjaon määritelmä, jonka mukaan muu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjako. Voitonjakoon ja varojen jakamiseen vapaan oman pääoman rahastosta sovelletaan OYL 13:5–7:n säännöksiä, osakepääoman alentamiseen OYL 14 luvun säännöksiä, joista keskeisimmät koskevat velkojien suojaamista, omien osakkeiden hankkimiseen ja lunastamiseen yhtiön lunastusoikeuden osalta osakkeiden vaihtaessa omistajaa OYL 3:7:n ja muutoin OYL 15 luvun säännöksiä sekä yhtiön purkuun ja rekisteristä poistamiseen OYL 20 luvun säännöksiä

Vuoden 2006 osakeyhtiölain velkojien suojaajajärjestelmän näkökulmasta katsottuna olennaisia siis ovat ne osakeyhtiölain säännökset, jotka varmistavat sitä, ettei yhtiöstä jaeta varoja loukkaamalla velkojien suojaa. Näin velkojien suojan ytimessä ovat erityisesti OYL 8:3 sekä 13:1-5, 14:2-5 sekä 22:1 ja 2. Velkojien suojan kannalta on olennaista, miten oman pääoman jako sidottuun ja vapaaseen tapahtuu, mutta tätäkin tärkeämmässä roolissa on sen määrittäminen, mitkä varat ovat jakokelpoisia ja minkä verran jakokelpoisia varoja voidaan jakaa loukkaamatta yhtiön säilymistä maksukykyisenä. OYL 13:3:n mukaan varojen jakamisen on perustuttava viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen.<sup>37</sup> Jos yhtiössä on lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan velvollisuus valita tilintarkastaja, tilinpäätöksen on oltava tilintarkastettu. Jaossa on otettava huomioon tilinpäätöksen laatimisen jälkeen yhtiön taloudellisessa asemassa tapahtuneet olennaiset muutokset. Vaikka varojenjaon on perustuttava vahvistettuun (ja tilintarkastettuun) tilinpäätökseen, varojenjaossa on otettava huomioon tilinpäätöksen laatimisen

jälkeen yhtiön taloudellisessa asemassa tapahtuneet olennaiset muutokset. Osakeyhtiölain säännös tarkoittaa nimenomaisesti taloudellisen aseman heikentymisen huomioon ottamista. Tilikauden päättymisen jälkeen tapahtunut vapaan oman pääoman väheneminen vähentää voitonjakoon käytettävissä olevaa määrää. Sen sijaan lisääntynyttä vapaata omaa pääomaa ei voida jakaa, ellei sitä ennen laadita, tilintarkasteta, jos yhtiössä on lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan valittava tilintarkastaja, ja vahvisteta OYL 13:3:n 1. virkkeessä tarkoitettua tilinpäätöstä.<sup>38</sup>

Säännöksellä korostetaan velvollisuutta varmistua jaettavaa määrää ehdotettaessa ja jakoa täyttämiseen pantaessa siitä, että yhtiö säilyy varojenjaon jälkeenkin maksukykyisenä. Säännöksen soveltamisen kannalta merkitystä ei ole sillä, millä tavalla tai kenelle varoja jaetaan. Säännöstä on sovellettava aina, kun varoja jaetaan. Säännös korostaa varojenjakamisen niin menettelyllistä kuin myös sisällöllisiä piirteitä. Kun varojenjakoa on sidottu tilinpäätöksestä ilmenevään määrään ja jos tilinpäätöstä ei ole vahvistettu ja tilintarkastettu silloin kuin siihen on velvollisuus, ei ole olemassa sellaista osakeyhtiölaissa säädettyä määrää, joka voitaisiin jakaa. Sen jälkeen kun tilinpäätös on vahvistettu, varoja voidaan jakaa noudattamalla lain varojen jakamisen muita menettelyllisiä ja aineellisia säännöksiä. Varojen jakamiseen käytettävien varojen hahmottamisessa lähdetään liikkeelle jaottelusta sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan, koska varojen esittämipaikka taseessa määrää, ovatko varat ylipäättään jaettavissa ja jos ovat, millaista menettelyä noudattamalla jakaminen on mahdollista. OYL 13:5:n perusteella, jollei yhtiön maksukykyä koskevasta OYL 13:2:stä muuta johdu, yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat. Säännös on jossain määrin harhaanjohtava, koska myös osakepääomaan, OYLvpL 13 §:n nojalla EOYL 12:3:n ja 3 a:n vara- ja ylikurssirahastoon

<sup>37</sup> Ks. tarkemmin viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen merkityksestä varojen jakamisen perusteena *Mähönen – Villa* 2012, s. 388 ss.

<sup>38</sup> HE 109/2005 vp, s. 126.

merkityt varat ovat jakokelpoisia, jos jaossa noudatetaan OYL 14:2–5:n mukaista velkojiensuojamenettelyä.

Arvioitaessa jakokelpoisia varoja on pidettävä mielessä, että osakeyhtiölain systematiikassa ainoastaan OYL 8:1.1:n mukaiset arvostusrahastot ovat *absoluuttisesti jakokelvottomia*. Muut taseen vastattavaa-puolen oman pääoman erien osoittamat määrät ovat jakokelpoista omaa pääomaa. Poikkeuksen muodostaa vapaassa omassa pääomassa esitettävä omien osakkeiden rahasto, joka on negatiivinen, jos yhtiön hallussa on hankittuja tai vastiketta vastaan lunastettuja omia osakkeita sekä luonnollisesti osakepääoman osalta OYL 1:3.1:n edellyttämä vähimmäisosakepääoman määrä. Myös yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että tietty määrä on jätettävä jakamatta. Osakepääomaa jaettaessa tai alennettaessa on huomattava, että osakepääoman määrän on kuitenkin aina vastattava osakeyhtiölain mukaista ja mahdollisesti yhtiöjärjestyksessä määrättyä vähimmäismäärää. Olennaista on siis hahmottaa, mitkä oman pääomaan eristä kuuluvat sidottuun omaan pääomaan ja mitkä vapaseen omaan pääomaan. Sidottu ja vapaa oma pääoma määritetään lähtökohtaisesti OYL 8:1.1:ssä.

Osakepääomaa voidaan alentaa neljällä tavalla: 1) jakamalla osakepääomaa, 2) alentamalla osakepääomaa varojen siirtämiseksi vapaan oman pääoman rahastoon ja 3) käyttämällä osakepääomaa sellaisen tappion välittömään kattamiseen, johon vapaa oma pääoma ei riitä sekä 4) hankkimalla ja lunastamalla osakkeita OYL 15 luvussa säädettyllä tavalla. Osakepääoman alentamista koskevan sääntelyn ydin on velkojien oikeudessa vastustaa osakepääoman alentamista. Velkojiensuojamenettely on kytketty rekisteriviranomaisessa tapahtuvaan kuulutukseen. Velkojien oikeus vastustaa alentamista koskee vain niitä saatavia, jotka olivat olemassa velkojille suunnatun kuulutuksen antamishetkellä. Velkojiensuojamenettelyn ulkopuolelle jäävät tilanteet, joissa osakepääomaa alennetaan tappion kattamiseksi tai osakepääomaa alentamisen yhteydessä korotetaan siten, että osakepääoma säilyy vähintään ennallaan.

Vapaseen oman pääomaan merkittyjen varojen jakaminen ei edellytä OYL 14 luvun velkojiensuo-

jamenettelyn noudattamista. Varoja voidaan menettelyllisesti jakaa yhtiökokouksen päätöksen tai kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen (OYL 13:6.4) perusteella. Jaettavien varojen määrää – niin sidotun kuin vapaan oman päämaan erien osoittamaa määrää – rajoittaa OYL 13:2:ssä säädetty velvollisuus yhtiön pysymisestä maksukykyisenä varojenjakamisesta huolimatta.

OYL 13:2:n mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. OYL 13:2:n mukainen maksukykyisyystesti on uusi innovaatio, joka perustuu kansainvälisen osakeyhtiöitä koskevien sääntelymallien implementointiin. Ottamalla huomioon osakkeen merkintämaksun kirjausvaihtoehdot – erityisesti mahdollisuus kirjata osakkeen merkintämaksu sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon – sekä niin velvollisuus kuin mahdollisuus laatia tilinpäätös IFRS-standarnien mukaisesti, osakeyhtiöinstituution taustalla vaikuttavan oman ja vieraan pääoman välisen maksunsaantijärjestyksen varmistaminen edellyttää, että varojen jakamiseen liittyy perinteistä tasetestiä laajempi velkojien saatavien sopimuksenmukaista suoritusta varmistava mekanismi. Maksukykyisyystestin ydin on siinä, että yhtiön varoja saadaan jakaa vain sen verran kuin mikä on mahdollista loukkaamatta velkojien saatavien sopimuksenmukaista suorittamista.

Velvollisuus soveltaa maksukykyisyystestiä OYL 14 luvun velkojiensuojamenettelyn ohella osoittaa osuvasti sen, että OYL 13:2:n säännöksessä on nimenomaisesti kysymys niin sanotusta yleisestä velkojiensuojasäännöksestä, eikä ainoastaan yksittäisen velkojan suojaamisesta. Maksukykyisyystestillä suojataan kaikkia velkojia – niin tunnettuja kuin tuntemattomiakin. Maksukykyisyyden vaatimuksella pyritään varmistamaan, ettei yhtiö jaa varojaan tavalla, joka vaarantaa yhtiön maksukyvyyn silloinkaan kun se olisi OYL 13:5:n ja 13:3:n mukaan mahdollista esimerkiksi taseen vastattavaa puolen sijoitetun vapaan omaan pääomaan kirjatujen osakkeen merkintämaksujen johdosta. Maksukykyisyystestin tarkoituksena on siis ensisijaisesti estää osakkeenomistajien velkojien kustannuksella tapahtuva opportunistinen käyttäytyminen.

Mikäli osakkeenomistajat voisivat jakaa yhtiön varoja tavalla, joka estää velkojien saatavien maksun, osakkeenomistajat asetettaisiin vastoin osakeyhtiöoikeudellista järjestelmää maksunsaantijärjestyksessä velkojien edelle. OYL 13:2:n mukaisen maksukykyisyydestin tarpeellisuutta voidaan perustella laajemmin ainakin siltä osin kuin tase sisältää vaikeasti arvioitavissa olevaa aineetonta omaisuutta taikka muita hyödykkeitä, joihin liittyy kirjanpidollisia arvostusongelmia.

On erityisesti huomattava, että maksukykyisyydestin soveltamista ei ole rajoitettu OYL 13:1.1:n mukaisiin tilanteisiin, vaan se koskee kaikenlaisia osakeyhtiöoikeudellisesti varojenjakoamisena pidettäviä tilanteita. Näin se koskee myös OYL 13:6.4:ssa tarkoitettua kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella tehtyjä vapaan oman pääoman jakopäätöksiä.

## 5. Johtopäätöksiä

### 5.1. Osakkeenomistajalle maksettu vahingonkorvaus ei ole varojenjako

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että varojenjaon rajoitukset rajoittaisivat yhtiön vahingonkorvausvelvollisuutta osakkeenomistajaan nähden. Kantaa on perusteltu siten, että vahingonkorvaus täyttää jo itsessään varojen jaon tunnusmerkistön, jos vahingonkorvausta voidaan maksaa vain osakkeenomistajan asemassa olevalle henkilölle ja että lain varojen jakamisen rajoitusten tarkoituksena on asettaa osakkeenomistaja yhtiön tekemien suoritusten vastaanottajana samaan asemaan kuin yhtiön ulkopuolinen kolmas henkilö.<sup>39</sup>

Osakeyhtiölain varojenjakoarajoitukset ovat kiistatta velkojien suojausäännöksiä ja niiden tavoitteena on suojata velkojaa varmistamalla maksunsaantijärjestyksen asianmukainen toteutuminen eri rahoitusvaateiden välillä.<sup>40</sup> Kuten edellä on esitetty, osakeyhtiölaissa *varojenjaon käsite* on erotettava *varojen käytön* käsitteestä, joka sisältää yhtiön

varojen kaikenlaisen käyttämisen. Sallitut varojenjakoavat ovat määritetty OYL 13:1:ssa. Varojenjaolla tarkoitetaan nimenomaan varojen jakamista voitonjakona eli osinkona, muun vapaan oman pääoman jakamisena, osakepääoman ja osakeyhtiölain voimaanpanosta annetun lain (625/2006, OYLvpL) 13 §:n mukaan EOYL 12:3 ja 3a tarkoitettujen vara- ja ylikurssirahastojen jakamisena, varojen jakamista omia osakkeita hankkimalla tai lunastamalla ja jako-osana yhtiötä purettaessa sekä OYL 20:22.3:n edellyttämällä tavalla poistettaessa yhtiörekisteristä. Yhtiökokous voi myös päättää lahjan antamisesta, jos lahjoituksen määrää voidaan käyttötarkoitukseen sekä yhtiön tilaan ja muihin olosuhteisiin katsoen pitää kohtuullisena. Lisäksi OYL 13:6.4:n mukaan vapaata omaa pääomaa voidaan kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella jakaa myös muulla kuin OYL 13:1.1:ssa tarkoitettulla tavalla, jollei yhtiöjärjestyksestä johdu muuta. Varojenjaon on täytettävä myös varojenjaon menettelyllisten ja aineellisten säännösten edellyttämät vaatimukset. Olennaista on hahmottaa se, että varojenjako on yleensä vastikkeetonta voiton, vapaan oman pääoman ja OYL 14 luvun velkojien suoja-menettelyä noudattamalla osakepääoman sekä vara- ja ylikurssirahaston jakamista tai jakaminen tapahtuu osakkeenomistajan osaketta vastaan (hankinta, lunastus ja purku).<sup>41</sup>

Yhtiö ja osakkeenomistaja voivat myös olla sopimus- tai muussa suhteessa toisiinsa ja tehdä keskenään oikeustoimia. Näihin suhteisiin sovelletaan samoja pelisääntöjä kuin yhtiön ja kolmansien välisiin suhteisiin. Näissä lähtökohtana on, että oikeustoimille on liiketaloudellinen perusta ja niiden hinnoittelu on markkinaehtoperiaatteen mukaista. Näissä oikeustoimissa tapahtuvat varojen siirrot (yleensä kassasta maksut) eivät ole varojen jakamista, vaan yhtiön varojen käyttöä kulloisenkin liiketoimen osoittamalla tavalla. Kuten olen jo tämän artikkelin alussa todennut, myös vahingonkorvauksen maksamista ohjaa vaatimus *liiketoiminnallisen perusteen* mukaisuudesta. Käsittekseni

<sup>39</sup> Ks. Mäntysaari 1999, s. 319–342, erityisesti s. 332–333 ja Mäntysaari 2002, s. 288.

<sup>40</sup> Ks. Mähönen – Villa 2012, erityisesti s. 360 ja ss.

<sup>41</sup> Ks. osakeyhtiön varojenjaosta tarkemmin Mähönen – Villa 2012, s. 359 ss.

mukaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen osakkeita antamalla kytkeytyy osakeyhtiöympäristössä vahvasti liiketoiminnalliseen perusteeseen, koska rahoitusta eli pääomaa hankitaan juuri siinä tarkoituksessa, että yhtiö voi harjoittaa tarkoituksensa ja toimialansa mukaista liiketoimintaa ja osakkeen merkintää voidaan pitää sopimuksen omaisena suhteena tai – olosuhteista riippuen – sopimuksena. Jos yhtiö on aiheuttanut vahinkoa oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankinnassaan yhtiötä rahoittavaa osakkeiden merkitsijää kohtaan, yhtiön maksuvelvollisuuden perusta eli vahingonkorvausvelvoitteen *perussuhteena* on yhtiön osakkeen merkitsijälle aiheuttama vahinko, eikä varojen jakaminen osakkeenomistajalle osakepääoman (tai muun oman pääoman) määrää alentamalla. Osakeyhtiön varojenjako rajoittavien säännösten tarkoituksena ei siis ole rajoittaa yhtiön vastuuta silloin kun yhtiö on aiheuttanut (osakkeen merkitsijälle ja) osakkeenomistajalleen vahinkoa.<sup>42</sup>

Osakkeenomistajalle maksettavan vahingonkorvauksen muodossa tapahtuva varojen käyttö ei ole osakeyhtiölaissa tarkoitettua varojen jakamista, vaan yhtiön aiheuttamaan vahinkoon perustuvan velvoitteen täyttämistä eli varojen käyttämistä yhtiön koskevan velvoitteen maksamiseen. Asiaa on luonnollisesti tulkittava toisin, jos osakkeenomistajan vahingonkorvausvaade ei ole aito. Tällöin kyseessä voi olla OYL 13:1.3:ssa tarkoitettua laittomasta varojenjakamisesta eli muusta liiketapah- tumasta, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta.

## 5.2. Pääoman pysyvyys

Vuoden 2006 osakeyhtiölain varallisuusjärjestelmä ja etenkin lain velkojiensuojamekanismi on sisällöllisesti varsin erilainen kuin aikaisempien osakeyhtiölakimme varallisuusjärjestelmien ja velkojiensuojamekanismien keskeiset perusteet. Lukuisista eroista merkittävimmät ovat ainakin seuraavat kolme toisiinsa liittyvää velkojiensuojan sisällön keskeistä ominaisuutta. Ensinnäkin vuoden 1895

osakeyhtiöstä annetun lain ja etenkin vuoden 1978 osakeyhtiölain velkojiensuojamekanismi perustui *puskuriperiaatteelle*. Ajateltiin, että yhtiöön osakkeen merkintämaksun muodossa yhtiöön sijoitettu peruspääoma (osakepääoma) toimi yhtiön velkojien suojan katteena ja muut oman pääoman (voitto) erät olivat velkojiensuojan ulkopuolella eli vapaasti jaettavissa noudattamatta velkojiensuojamenetelyä. Varojenjako ei myöskään liittynyt vaatimusta yhtiön maksukyvyyn säilyttämisestä siinä tarkoituksessa ja laajuudessa kuin siitä säädetään OYL 13:2:ssä. Vuoden 1978 osakeyhtiölain kantava ajatuksena myös oli, että yhtiöön osakkeen merkintämaksun muodossa sijoitetut varat oli merkittävä osakkeen nimellisarvon osalta osakepääomaan ja sen ylittävältä osalta vararahastoon ja myöhemmin ylikurssirahastoon ja siis aina sidotun oman pääoman eriksi. Toiseksi *merkintämaksun muodossa* yhtiöön sijoitettuja varoja ei saanut jakaa osakkeenomistajalle ilman velkojien suostumusta ja kolmanneksi vuoden 1978 osakeyhtiölain pakko-selvitystilasääntelyn osoittamalla tavalla yhtiön toimintaa ei saanut harjoittaa ”*velkojien riskillä*”, jos omaa pääomaa ei ollut jäljellä puolta osakepääoman määräästä.

Vuoden 2006 osakeyhtiölain kenties tärkeimmät innovaatiot ovat nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään siirtyminen ja velkojiensuojan perustaminen perinteisen sidotun oman pääoman pysyvyyden lisäksi vaatimus yhtiön *maksukyvyyn säilymisestä* (OYL 13:2) varojenjaosta huolimatta. Vaikka osakeyhtiölaissa yhtiön oma pääoma jaetaan edelleen sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan OYL 8:1.1:ssa säädetyllä tavalla, sidotun oman pääoman rooli lain velkojiensuojajärjestelmässä on huomattavasti laimentunut, koska osakkeen merkinnästä yhtiölle maksettavasta merkintämaksun määräästä vain lain osakepääoman vähimmäismäärä vastaava määrä on merkittävä osakepääomaan, ja jos osakepääoman määrä jo muutoin on vähimmäismäärän suuruinen, koko merkintämaksu voidaan kirjata sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon (SVOP-rahasto). SVOP-rahasto on jakokel-

<sup>42</sup> Ks. Rudanko 1998, s. 269. Ks. myös Toiviainen 2005, s. 579.

poista vapaata omaa pääomaa ja näin rahastoon merkittävät varoja jaettaessa ei sovelleta OYL 14 luvun mukaista velkojiensuojamenettelyä.

Käsitykseni mukaan vuoden 2006 osakeyhtiölain mukaisessa yhtiökäytännössä lähes poikkeuksetta osakeannissa osakkeiden merkintämaksut kirjataan SVOP-rahastoon, eikä osaksikaan osakepääomaan. Myös yhtiöitä perustettaessa osakepääoman vähimmäismäärän ylittävä merkintämaksun osa näyttää yhtiökäytännön mukaan tulevan merkityksi SVOP-rahastoon. Sidotun oman pääoman roolin laimentumisesta huolimatta velkojien suoja ei ole heikentynyt, vaan sen voidaan katsoa OYL 13:2:n maksukykyysvaatimuksen johdosta vahvistuneen verrattuna vuoden 1978 osakeyhtiölain mukaisen järjestelmään. Nyt velkojiensuoja ei koske ainoastaan sidotun oman pääoman jakamista, vaan kaikkea varojenjakoja, kuten osingon jakamista. Lain varallisuus- ja velkojiensuojajärjestelmät mahdollistavat myös sen, että osakeyhtiö toimii *negatiivisella omalla pääomalla* ja vuoden 1978 osakeyhtiölain käsittein siis ”*velkojien riskillä*” eli tilanteessa, jossa osakepääoma on menetetty tappioiden johdosta ja edellyttäen, että yhtiö tekee oman pääoman negatiivisuudesta rekisteri-ilmoituksen.

Kokoavana johtopäätöksenä sanotusta voidaan todeta, että vuoden 2006 osakeyhtiölain velkojiensuojajärjestelmässä on siirrytty osakepääoman puskurimaisesta suojavaikutuksesta oman ja vieraan pääoman välistä maksusaantijärjestystä tukevaan *solvenssipohjaiseen suojajärjestelmään*, jossa ratkaisevaa ei ole sidotun oman pääoman määrä tai sen säilyminen koskemattomana, vaan yhtiön säilyminen maksukyisenä. Lisäksi keskeistä on myös se, että laki sallii yhtiön toimimisen *negatiivisella omalla pääomalla*.

Edellä jaksossa 3.2. käsiteltyjen oikeustapauksien ja jakson 3.3 oikeuskirjallisuuskatsauksen

perusteella voidaan todeta, että Norjan ja Ruotsin mutta myös Suomen<sup>43</sup> korkeimman oikeuksien ratkaisut (ja erityisesti niiden perustelut) perustuvat osakeyhtiösääntelyn varallisuus- ja velkojiensuojamekanismien kehityksen kaarella aikaan, jolloin osakeyhtiösääntelyssä varallisuus- ja velkojiensuojamekanismit perustuivat puskuriperiaatteelle. Puskuriperiaatteen<sup>44</sup> oppien mukaisesti on tuolloin ollut ymmärrettävää korostaa osakepääoman pysyvyyden merkitystä ratkaisusta ilmenevillä tavoilla. Vastavaan tulkintaan ei enää vuoden 2006 osakeyhtiölain voimaan tultua ole löydetävissä riittäviä perusteita, koska vuoden 2006 osakeyhtiölain varallisuusjärjestelmä ja velkojiensuoja on järjestetty kokonaan uudelta pohjalta. Lisäksi 2000-luvun pohjoismaisessa lainvalmistelussa edellä esitetyt kannat sekä kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta kumpuavat paineet tukevat vahvasti tulkintaa, jonka mukaan lain varallisuus- ja velkojiensuojajärjestelmän kantavien rakenteiden muutosten johdosta yhtiön kaikki varat ovat tarvittaessa käytettävissä vahingonkorvauksen maksamiseen osakkeenomistajalle pääoman pysyvyyden periaatteen estämättä, jos yhtiö on aiheuttanut osakkeenomistajalle vahinkoa osakemerkinnän yhteydessä.

### 5.3. Rekisterimerkinnän rooli

Vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskirjallisuudessa on ainakin osin ulotettu rekisterimerkintää koskeva pätemättömyystulkinta koskemaan myös osakkeenomistajalle osakeannissa olevan virheen johdosta maksettavaa vahingonkorvausta, koska muuten EOYL 2:5.3 ja 4:7.3 (ja niitä vastaavat OYL 2:9.2:n ja 9:15.2:n) pätemättömyysseuraamusta koskevat erityissäännökset menettäisivät merkityksensä.<sup>45</sup> On katsottu, että lain säännökset voisivat olla muutoin kierrettävissä

<sup>43</sup> On huomattava, että ratkaisun KKO 2000:78 oikeusohje on, että vahingonkorvauksen maksaminen on ollut mahdollista *jutun mukaisissa olosuhteissa*. Ratkaisussa ei myöskään enemmälti pohdittu pääoman pysyvyyden ja vahingonkorvauksen välistä suhdetta.

<sup>44</sup> Tosin puskuriperiaatteellakin on vaikea perustella, miksi yhtiö ei voisi maksaa vahingonkorvausta osakkeenomistajalle, joka on syntynyt sen liiketoiminnan harjoittamisessa ottaen huomioon, että vahingonkorvauksen maksamisen peruste on yhtiön aiheuttama vahinko, eikä varojen jakaminen osakkeenomistajalle.

<sup>45</sup> Ks. *Huttunen* 2003, s. 101.



sä pukemalla vaatimus saada osakkeesta yhtiölle maksettu määrä takaisin ehdon täyttymättä jäämisen johdosta vahingonkorvaukseksi.<sup>46</sup> *Ari Huhtamäki* on kiinnittänyt tulkintaan huomiota toteamalla: ”Yhtiöoikeudellisissa kirjoituksissa on kuitenkin toisinaan puolustettu kantaa, jonka mukaan osakeyhtiön osakeannin merkintä kaupparekisteriin tekisi mahdottomaksi esimerkiksi vetoamisen osakemerkinnän pätemättömyyteen. Ajatuksena on silloin ollut, että osakemerkinnän julkiseksi tuleminen tekisi sen peruuttamattomaksi, mistä syystä vaikkapa pätemättömyyteen ei voitaisi vedota. Kyse on kuitenkin kenties pikemminkin pätemättömyyden seuraamuksista. Kaupparekisterimerkinnän kaiken pyhittävyyttä on perusteltu sillä, että merkinnän purku on pätemättömyyden seurauksena mahdoton, koska se tarkoittaisi rekisteröidyn osakkepääoman takaisin maksamista merkitsijöille. Tällainen seuraamus olisikin ongelmallinen. Pätemättömyyden seurauksena ei kuitenkaan ole tarpeen olla merkinnän purku. Esimerkiksi petollisen viettelyn rasittama – tai arvopaperimarkkinallain termein harhaanjohtavasti markkinoitu – osakemerkintä voi olla pätemätön, mikä johtaa vahingonkorvausvelvollisuuteen.”<sup>47</sup> (Kursivointi tässä).

Vuoden 2006 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskirjallisuudessa OYL 2:9.2 ja 9:15.2 sekä rekisterimerkinnän suhdetta osakkeenomistajalle maksettavaa vahingonkorvaukseen ei ole juurikaan käsitelty.<sup>48</sup> Mutta kysymys rekisterimerkinnän roolin osalta ei näyttäisi olevan enää erityisen ongelmallinen, koska lain esitöissä on lausuttu varsin selvästi, että ”[M]omentti [OYL 2:9.2] koskee ainoastaan osakemerkinnästä vapautumista, *ei sen sijaan esimerkiksi oikeutta vahingonkorvaukseen.*”<sup>49</sup> (Kursivointi tässä). Näyttää siis siltä, että myös lainsäätäjä on katsonut, että osakemerkinnän pätemättömyys ja tarkemmin sanottuna pätemättömyysperusteiden rajoitusta koskevat osakeyhtiölain säännösten tarkoitus ja merkitsijän oikeus vaatia vahingonkorvausta osakemerkintään liittyvän virheen johdosta ovat eri asioita.<sup>50</sup> Näin voidaan korkeimman oikeuden ratkaisua 2000:78 perusteluja lainaten *näissä olosuhteissa* mitä ilmeisemmin todeta, etteivät OYL 2:9.2:n ja 9:15.2:n eikä osakkeen taikka osakkepääoman rekisteröinti rajoita mahdollisen vahingonkorvauksen maksamista osakkeen merkitsijälle<sup>51</sup> ja osakkeenomistajalle osakemerkintään liittyvän virheen johdosta.

*Seppo Villa*

<sup>46</sup> *Karlgren, Hjalmar*: Några aktierättsliga antecingar i anledning av ett par rättsfall. Svensk Juristtidning 1938, s. 187–213 ja erityisesti s. 201 sekä *Nuolimaa, Risto*: Kirjallisuutta Kristin Normann Aarum: Styremedlemmes erstatningsansvar i aksjeselskaper. Ad Notam Gyldendal AS Oslo 1994. 658 s. Defensor Legis 1995, s. 724–726, (s. 726), jossa Nuolimaa toteaa, että ”[V]ahingonkorvaus ei saa ulottua pidemmälle kuin oikeus vedota merkinnässä olevaan pätemättömyysperusteeseen.”

<sup>47</sup> *Huhtamäki* 2002, s. 34–35.

<sup>48</sup> Ks. kuitenkin *Savela* 2006, s. 202 ss.

<sup>49</sup> HE 109/2005 vp, s. 49.

<sup>50</sup> Ks. myös *Savela* 2006, s. 203–204, jossa todetaan: ”Tilannetta lieenee tulkittava siten, että säännös kieltää suoranaisen kuittauksen vastavaateella, mutta ei sitä, että osakas on maksuvelvollinen yhtiölle ja voisi samaan aikaan vaatia yhtiöltä vahingonkorvausta.”

<sup>51</sup> Kuten Juhani Kyläkallio, Olli Irola ja Kalle Kyläkallio aivan oikein toteavat, lainkohtaa (OYL 9:15.2) on tulkittava niin, että se koskee myös muun kuin merkintähetkellä jo olleen osakkeenomistajan merkintää. *Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö II, Helsinki 2012, s. 107.