



**TURUN
YLIOPISTO**
Oikeustieteellinen
tiedekunta

Yritysosoyhtiöiden verotuksellinen asema

Elinkeinotoimintaa vai pääomasijoitus?

Yritysverotus
Pro Gradu -tutkielma

Laatija:
Sanni Tirkkonen

31.1.2022

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu
Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Tutkielma

Oppiaine: Yritysverotus, syventävät opinnot

Tekijä: Sanni Tirkkonen

Otsikko: Yritysostoyhtiöiden verotuksellinen asema – Elinkeinotoimintaa vai pääomasijoitus?

Ohjaaja: Jaakko Ossa

Sivumäärä: 88 sivua

Päivämäärä: 31.1.2022

Lainsäädäntö, niin yhtiöoikeudellisesti kuin vero-oikeudellisesti, mahdollistaa useita vaihtoehtoisia tapoja järjestellä liiketoimintaa ja toteuttaa yritys rakenteita. Suomessa yhdeksi uusimmista yrityskaupan toteutusmuodoista on noussut Yhdysvalloissa suosituksi muodostuneet yritysostoyhtiöt eli SPAC-yhtiöt, jotka toimivat tietynlaisina rahoituksen kanavoimien välineinä. SPAC-yhtiöt määritellään yhtiöiksi, joiden tarkoituksena on yrityskaupan toteuttaminen varoilla, jotka yhtiö on kerännyt sijoittajilta toteuttamalla listautumisannin. Tästä nimenomaisesta tarkoituksesta seuraavat sekä pörssien säännöissä, yhtiön yhtiöjärjestyksessä että listautumisesitteessä määritellyt reunaehdot antavat SPAC-yhtiöille muista osakeyhtiöistä erottuvat ominaispiirteet, jotka erottavat sen tavanomaisista liiketoimintaa harjoittavista osakeyhtiöistä. Toisaalta SPAC-yhtiöiden rahoituksen kanavoimiseen tähtäävään tehtävän vuoksi niitä on myös verrattu tavallisen kansalaisen ulottuville tuotuun pääomasijoitustoimintaan.

Verotuksen vahva lakisidonnaisuudesta sekä taloudellisten ilmiöiden sanallisiin määritelmiin perustuvasta sisäisestä systematiikasta seuraa vaatimus kyetä luokittelemaan eri ilmiöt ja tunnistamaan niistä veronormin tunnusmerkistössä edellytetyt ominaisuudet. Yritysostoyhtiöiden osalta tämä tarkoittaa tarvetta sovittaa Suomen verojärjestelmälle täysin uusi instituutio olemassa olevan sääntelyn kehikkoon. Tutkimuksen kannalta tämä vaatimus muotoutuu ennen kaikkea tutkimuskysymykseksi: voidaanko SPAC-yhtiöiden katsoa harjoittavan elinkeinoverolain mukaista elinkeinotoimintaa? Alakysymyksenä tutkielmassa tutkitaan niitä verotukseen liittyviä ongelmakohtia, jotka ovat seurausta yritysostoyhtiölle uniikeista piirteistä, mutta joiden osalta elinkeinotoiminnan harjoittaminen ei ole verotuksen kannalta ratkaisevassa osassa. SPAC-yhtiöitä koskevan nimenomaisen veronormiston sekä verotuksellisen ohjeistuksen puuttuessa voimassa oleva yleinen vero-oikeudellinen sääntely valmisteluaineistoineen sekä siihen liittyvä oikeuskäytäntö ja oikeuskirjallisuus muodostavat merkittävimmän lähteen, mitä tarkastellaan lainopin menetelmin. Yritysostoyhtiön määritelmän ja käsitteen sisällön ymmärtämiseksi erityisesti yhdysvaltalainen oikeuskirjallisuus ja markkinakäytäntö ovat myös merkittävässä osassa.

Nykyisen sääntelyn valossa ja nimenomaisten yritysostoyhtiöitä koskevien säännösten puuttuessa, voidaan johtopäätöksenä todeta verotuksellisten kysymysten ratkaisemisen edellyttävän pääsääntöisesti tapauskohtaista kokonaisarviointia. Jo ennen SPAC-yhtiöiden yleistymistä ovat tietyt passiivisia elementtejä tai pääomasijoitustoiminnalle luontaisia piirteitä sisältäneet yritys rakenteet olleet alttiita tulkintakysymyksille. Lain määritelmiin sellaisenaan huonosti taipuvien yritysostoyhtiöiden kohdalla ongelmat eivät ainakaan ole vähentyneet, mikä on tärkeää tiedostaa myös kyseisiä järjestelyitä toteuttaessa.

Avainsanat: yritysostoyhtiö, SPAC-yhtiö, elinkeinotulon verotus, holdingyhtiö, pääomasijoittaminen

Sisällys

Lähteet	IV
Lyhenteet	XXIV
1 Johdanto	1
1.1 Tutkimuksen tausta	1
1.2 Tutkimuskysymys, metodit ja rajaukset	2
2 Special Purpose Acquisition Company – yhtiön erityispiirteet	5
2.1 Kuoriyhtiöistä moderneihin SPAC-yhtiöihin	5
2.2 Määritelmä	7
2.3 Edut ja riskit	12
2.4 Moderni SPAC – uusia mekanismeja ongelmien ratkaisemiseksi	16
2.5 Sääntely ja yritysostoyhtiöt Suomessa	20
2.5.1 Sääntely – Nasdaq Helsinki.....	20
2.5.2 Case Virala Acquisition Company ja Lifeline SPAC I – suomalaiset pioneerit.....	24
2.6 Esiintyminen Euroopassa	27
3 Verotukselliset erityiskysymykset	30
3.1 SPAC-yhtiöitä koskevan verotuksellisen ympäristön kuvaus	30
3.2 Käyttöomaisuusosakkeiden verovapaa luovutus	31
3.2.1 Verovapauden edellytykset – EVL 6 b §	31
3.2.2 Käyttöomaisuusluonne ja liiketoiminnan harjoittaminen	33
3.2.3 Holdingyhtiöt ja liiketoiminnallinen yhteys	36
3.2.4 Pääomasijoitustoiminta.....	43
3.2.4.1 Määritelmä ja tulkintaongelmat	43
3.2.4.2 Yhtiön luonne	46
3.2.4.3 Osakkeiden omaisuuslaji	65
3.2.5 Yhteenveto.....	68
3.3 Osakevaihto	70
3.4 Transaktiokustannusten arvonnlisäverotus	75
3.5 Osakkeita ja osakkeenomistajia koskevat kysymykset	79
4 Johtopäätökset ja jälkipuhe	85

Lähteet

Kirjallisuus

Aine, Leena, Pääomasijoittamisesta. Verotus 1/2012, s. 72–80.

Andersin, Jonathan, Venture capital -sijoitukset: käsikirja rahoituskierroksille. Kauppakamari 2021.

Andersson, Edward, Kirjanpidossa olevien, mutta liiketoimintaan kuulumattomien varojen ja tulojen verotuskäsittely. Defensor Legis 1984, s. 113–142.

Andersson, Edward, Onko saastumiskäsite enää ajankohtainen tuloverotuksessamme? Verotus 5/2008, s. 470–479.

Andersson, Edward – Penttilä, Seppo, Elinkeinoverolain kommentaari. 14., uudistettu painos, Talentum Media Oy 2014.

Berger, Robert, SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets. Journal of Applied Corporate Finance 20(3) 2008, s. 68–75.

Boulogne, Gerard Frederik, Shortcomings in the EU Merger Directive. Kluwer Law International 2016.

Castelli, Tim, Not guilty by association: Why the Taint of Their Blank Check Predecessors Should Not Stunt the Growth Of Modern Special Purpose Acquisition Companies. Boston College Law Review 50(1) 2009, s. 237–276.

Chemla, Gilles – Ljungqvist, Alexander – Habib, Michel A., An Analysis of Shareholder Agreements. Journal of the European Economic Association 5(1) 2007, s. 93–121.

- Cumming, Douglas – Haß, Lars Helge – Schweizer, Denis, The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs. *Journal of Banking & Finance* 47 2014, s. 198–213.
- Davidoff, Steven M., Black Market Capital. *Columbia Business Law Review* 26 (7) 2008, s. 172–268.
- D’Alvia, Daniele, The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices. *Journal of Banking Regulation* 21 (2) 2020, s. 107–124.
- Dimitrova, Lora, Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, the “Poor Man’s Private Equity Funds”. *Journal of Accounting and Economics* 63 2017, s. 99–120.
- Eicke, Rolf, Tax Planning with Holding Companies – Representation of US Profits from Europe. Concepts, Strategies, Structures. Kluwer Law International BV 2009.
- Engblom, Ari, Yritysjärjestelyt ja konsernirakenteet pienyrityksen verosuunnittelussa. *Defensor Legis* 4/2007, s. 546–556.
- Engblom, Ari – Frände, Joakim – Holla, Jyrki – Järvinen, Jussi – Kokko, Aki – Lepistö, Markku – Nieminen, Kati – Paronen, Vesa – Rautajuuri, Anna-Leena – Sandelin, Eric – Torkkel, Timo – Äimä, Kristiina, *Elinkeinoverotus 2019*. Edita 2019.
- Fleischer, Victor, Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. *New York University Law Review* 83(1) 2008, s. 1–59.
- Haarala, Marjaana, Konserniverokeskuksen uusista yritysverosäännöksistä antamia ennakkotietoja. *Verotus* 4/3005, s. 439–443.
- Hale, Lola Miranda, SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone. *The Journal of Corporate Accounting & Finance* 18(2) 2007, s. 67–74.

Hannula, Antti – Kari, Matti, Osakassopimukset. Talentum Media, 2007.

Heiniö, Seppo, Pääomasijoitustoiminnan verotuksesta. Verotus 3/2006, s. 266–277.

Heyman, Derek. K., From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. Entrepreneurial Business Law Journal 2(1) 2007, s. 531–552.

Hidén, Paulus – Tähtinen, Jyrki, Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Talentum 2005.

Hirvonen, Ari, Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki 2011.

Honkamäki, Tuomas – Kujanpää, Emmiliina – Pennanen, Matti, Yritysjärjestelyjen käsikirja: kirjanpito, verotus ja yhtiöoikeus. 2., uudistettu painos., Alma Talent Oy 2018.

Ignatyeva, Elena – Rauch, Christian – Wahrenburg, Mark, Analyzing European SPACs. The Journal of Private Equity 17(1) 2013, s. 64–79.

Immonen, Raimo, Vastike saa olla myös rahaa. Rahavastikkeen käyttöalue veroneutraalissa sulautumisessa ja jakautumisessa. Teoksessa Nykänen, Pekka – Urpilainen, Matti – Vahtera, Veikko, Yritys, omistaja ja verotus: juhlaulkaisu Seppo Penttilälle. Edita 2014, s. 43–54.

Immonen, Raimo, Kauppa, vaihto vai osakevaihto? Defensor Legis 4/2018, s. 499–508.

Isomaa-Myllymäki, Anita, Sijoitusyhtiöiden verotuksen ongelmakohtia. Edilex 28.2.2018. (www.edilex.fi/artikkelit/18530, Luettu 3.1.2022).

Jenkinson, Tim – Sousa, Miguel: Why SPAC Investors Should Listen to the Market. Journal of Applied Finance 21(2) 2011, s. 38–57.

Juusela, Janne, Osinkojen ja osakeluovutusten verotus. Talentum 2004.

Juusela, Janne, Legaliteettiperiaate vero-oikeudessa. Defensor Legis 4/2018, s. 449–467.

Järvenoja, Markku, Yritysjärjestelyjen verotus. 2. uudistettu painos, WSOYpro 2007.

Järvenoja, Markku, Käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoiton verovapaus ja luottamuksensuojan soveltuvuus – ratkaisujen KHO 2010:64 ja KHO 2010:50 arviointi. Lakimies 3/2011, s. 576–590.

Järvenoja, Markku, Yritysverotuksen uutta oikeuskäytäntöä vuonna 2013. Defensor Legis 2/2014, s. 237–259. (Järvenoja 2014a).

Järvenoja, Markku, Vastike yritysjärjestelyissä. Jatkuva haaste direktiivin, yhtiö- ja vero-oikeuden sääntelyiden yhteensovittamisessa. Oikeustiede – Jurisprudentia XLVII:2014, s. 9–59. (Järvenoja 2014b).

Järvenoja, Markku, Epävarmuuden hallinta verosuunnittelussa. Oikeustiede – Jurisprudentia XLVIII:2015, s. 75–148. (Järvenoja 2015a).

Järvenoja, Markku, Yritysverotuksen uutta oikeuskäytäntöä vuonna 2014. Defensor Legis 3/2015, s. 488–506. (Järvenoja 2015b).

Kaul, Aseem – Nary, Paul – Singh, Harbir, Who does private equity buy? Evidence on the role of private equity from buyouts of divested businesses. Strategic Management Journal 39(5) 2018, s. 1268–1298.

Knuutinen, Reijo, Legaliteettiperiaate vero-oikeudessa. Lakimies 6/2015, s. 811–833.

Koski, Pauli, Konserni. Suomalainen lakimiesyhdistys 1997.

Koski, Pauli, Konsernit ja osakeyhtiölaki. Psycolaw 1980.

Kukkonen, Matti, Yritysten luovutusvoittoverotuksen sudenkuopista. Verotus 3/2007 s. 261–280. (Kukkonen 2007a).

Kukkonen, Matti, Yrityksen luovutusvoittojen verotus. Talentum 2007. (Kukkonen 2007b).

Kukkonen, Matti, EVL-tulolähteen rajanveto-ongelmat ja asiantuntijayhtiön sivuuttaminen verotuksessa. Verotus 2/2009, s. 145–156.

Kukkonen, Matti – Walden, Risto, PK-yrityksen verosuunnittelu. 2. painos, Talentum Media 2014.

Kukkonen, Matti – Torkkeli, Anu, Verovapaan osakeluovutusvoiton määrittely EVL 6 b §:n tulkinnan, tulokäsitteen ja osakeyhtiön tulolähteiden näkökulmasta: uudistuksen tarve ja haasteet? Verotus 3/2018, s. 302–314.

Kulovaara, Valpuri, Milloin yritystoiminta on liiketoimintaa? TVL:n ja EVL:n soveltaminen, rajanvetotilanteet ja lainsäädännön kehittäminen PK-yhtiöiden näkökulmasta. Turun yliopisto, 2012.

Kurian, George, The AMA Dictionary of Business and Management. AMACOM 2013. ProQuest Ebook Central. Saatavissa osoitteessa: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/kutu/detail.action?docID=1153980>.

Kyllönen, Jarkko, Rahavastike osakevaihdossa. Verotus 1/2021 s. 80–92.

Lakicevic, Milan – Shachmurove, Yochanan – Vulcanovic, Milos, Institutional Changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). North American Journal of Economics and Finance 28 2014, s. 149–169.

Lauriala, Jari, Pääomasijoittaminen. Edita 2004.

Lehtimaja, Antti, Suomalaisia pääomarahastoja koskeva verolakiuudistus. Verotus 1/2006, s. 43–50.

Liles, Teresa, Greenmailing Corporate Shareholders: Is there Solution. University of Florida Law Review, 37(2) 1985, s. 389–420.

Lindgren, Juha, Veroetuja rajaavat vuosikirjaratkaisut oikeusohjeina. Verotus 5/2019, s. 555–568.

Malmgrén, Marianne, Legaliteettiperiaate vero-oikeudessa. Verotus 3/2018, s. 282–291.

Malmgrén, Marianne, Käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoittojen verovapaus elinkeinotulolähteessä yhteisöjen tulolähdejaon muutoksen jälkeen. Edilex 11.3.2021. (<https://www.edilex.fi/artikkelit/22622>, Luettu 9.10.2021).

Mattila, Pauli K., Arvopaperikauppias vai holdingyhtiö? Verotus 4/1987, s. 231–241.

Mattila, Pauli K., Rahavastike yritysjärjestelyissä. Verotus 1/2003, s. 26–34.

Mattila, Pauli K., Luovutusvoitot ja -tappiot yritysverotuksessa. Verotus 5/2004, s. 485–495.

Mattila, Pauli K., Tulolähdejaosta ja sen merkityksestä verotuksessa. Verotus 2/2009 s. 131–144.

Mattila, Pauli K., Liikevarallisuuslajit ja niiden merkitys verotuksessa. Verotus 2/2012, s. 120–131.

Mattila, Pauli K., Verovapaat tulot elinkeinotoiminnan verotuksessa. Verotus 3/2014, s. 236–248.

Myrsky, Matti, Mikä on käyttöomaisuutta? Missä menee TVL:n ja EVL:n soveltamisalueiden raja? Milloin verovelvollinen voi saada

luottamuksensuojaa? Ratkaisujen KHO 2010:50, KHO 2010 T 2675 ja KHO 2010:64 arviointia. Defensor Legis 6/2010, s. 901–909.

Myrsky, Matti, Milloin verotuksessa on kysymys elinkeinotoiminnasta? Defensor Legis 2/2012, s. 209–223.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. 4. uudistettu painos, Alma Talent Oy 2020.

Määttä, Kalle, Valiokuntamietinnöt vero-oikeudellisena oikeuslähteenä. Verotus 3/2021, s. 308–316.

Nilsson, Gül Okutan, Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies. European Business Organization Law Review volume 19 2018, s. 253–274.

Niskakangas, Heikki, Yhteisöjen luovutusvoitot ja -tappiot. Teoksessa Niskakangas, Heikki – Tikka, Kari S. – Honkavaara, Tero – Helminen, Marjaana – Lundén, Anna – Laitinen, Mirjami – Räbinä, Timo – Leppiniemi, Jarmo – Kiviranta, Esko – Ranta-Lassila, Hannele – Mattila, Pauli K. – Raunio, Merja – Äimä, Kristiina, Verouudistus 2005. 2. painos. WSOY 2004.

Niskakangas, Heikki, Käyttöomaisuusosakkeen käsitteestä. Verotus 1/2007, s. 4–15.

Nuotio, Vesa-Pekka, Tappioiden vähennysoikeuteen vaikuttavista omistajanvaihdoksista osakeyhtiössä ja osuuskunnassa. Verotus 4/2007, s. 351–363.

Ossa, Jaakko, Yrityksen myynnin verokohtelu. Lakimies 7–8/2011 s. 1524–1540.

Ossa, Jaakko, Yritystoiminnan verotus. 3., uudistettu painos. Kauppakamari 2020.

Pavkov, Aden R., Ghouls and Godsenders? A Critique of "Reverse Merger" Policy. Berkley Business Law Journal 3(2) 2006, s. 475–514.

Penttilä, Seppo, Ovatko pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen verotusongelmat selkiytyneet? Verotus 3/2010, s. 252–264. (*Penttilä 2010a*)

Penttilä, Seppo, Käyttöomaisuusosakkeiden luovutukset – vanha käytäntö ja uudet tulkintaongelmat. Verotus 5/2010, s. 499–511. (*Penttilä 2010b*)

Penttilä, Seppo, KHO:n linjaratkaisuja käyttöomaisuusosakkeiden luovutuksista. Verotus 4/2013, s. 336–348.

Penttilä, Seppo, Ovatko jakautumisvastikkeen lunastushinta ja osakkeiden kauppahinta yritysjärjestelysäännöksissä tarkoitettua rahavastiketta - KVL 33/2013. Edilex 5.2.2014. (www.edilex.fi/artikkelit/16077, Luettu 11.12.2021).

Penttilä, Seppo, Osakevaihto ja veron kiertäminen. Ratkaisu KHO 2017:78 ja sen analyysi. Edilex 8.6.2017. (<https://www.edilex.fi/artikkelit/18302>, Luettu 30.11.2021).

Penttilä, Seppo, Uudistettu yhteisöjen tulolähdejaottelu. Verotus 2/2019, s. 132–145.

Pykönen, Elina, Yritysjärjestelyjä, pääomasijoitustoimintaa, rahoitusjärjestelyjen verokysymyksiä – Konserniverokeskuksen ennakkotiedoista vuonna 2010. Verotus 4/2011 s. 399–408.

Pälä, Erkka, Osakassopimus pääomasijoittajan välineenä sijoituskohteen omistusrakenteen muutoksessa. Oikeustiede–Jurisprudentia XXXIX:2006 s. 221–294.

Pönkä, Ville, Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Edita 2008.

Rader, Bruce – de Búrca, Shane, SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith? Insights; the Corporate & Securities Law Advisor 20 (1) 2006, s. 2–7.

- Riemer, Daniel S., Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux? *Washington University Law Review* 85 (4) 2007, s. 931–967.
- Rodrigues, Usha – Stegemoller, Mike, Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs. *Delaware Journal of Corporate Law*, 37 (3) 2013, s. 849–928.
- Savitz, Eric J., The New Blind Pools, *Barron's* 12.12.2005, s. 21–22.
- Schumacher, Brandon, New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia. *Northwestern Journal of International Law & Business* 40(3) 2020, s. 391–416.
- Siivonen, Ville, Pääomasijoitusrahaston hallinnointiyhtiö elinkeinoverolain mukaisen pääoma- sijoitustoiminnan harjoittajana (KHO 2013:29). *Verotus* 5/2013, s. 544–551.
- Sjostrom, William K., The Truth about Reverse Mergers. *Entrepreneurial Business Law Journal* 2(2) 2008, s. 743–760.
- Sjostrom, William K., Carving New Path to Equity Capital and Share Liquidity. *Boston College Law Review*, 50(3) 2009, s. 639–684.
- Sääski Keskitalo, Wisa M., Osakeyhtiön verovapaat osakeluovutukset. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2012.
- Tamminen, Kati, Osakkeiden hankinta- ja myyntikulujen arvonlisäveron vähennyskelpoisuudesta. *Verotus* 3/2021, s. 334–339.
- Tikka, Kari S., Veron minimoinnista. Tutkimus tulo- tai omaisuusverosta vapautumisen tarkoituksessa tehdyistä toimista lainsoveltamisongelmana erityisesti silmällä pitäen verotuslain 56 §:ää. *Suomalainen lakimiesyhdistys* 1972.
- Tikka, Kari S., Vuositulos ja verotettava tulo. *Judex* 1975.

Tikka, Kari S., Korkeiden vähennysoikeuden rajoittamislain soveltamiseen liittyvistä ongelmista. Verotus 3/1979, s. 147–160.

Tikka, Kari S., Konsernivero-oikeuden kysymyksiä. Verotus 4/1983, s. 232–242.

Tikka, Kari S., Tulolähteet ja omaisuuslajit: soveltamisongelmia ja uudistustarpeet. Vero-opintopäivät 24.–25.10.2005, s. 7–14.

Tikka, Kari S. – Nykänen, Olli – Juusela, Janne – Viitala, Tomi, Yritysverotus I–II. Päivittyvä hakuteos. Alma Talent Oy.

Torkkel, Timo Verosuunnittelun ajankohtaiset kysymykset. Vero-opintopäivät 29.–30.10.2007, s. 37–66.

Wahlroos, Heikki – Alahuhta, Ville, Lisäkauppahinnan käytännön verokysymykset. Verotus 5/2016, s. 529–538.

Wahlroos, Heikki, Työsuhdeoptioiden verotusta tulisi muuttaa. Verotus 2/2021, s. 166–174.

Venesjärvi, Sirpa-Liisa: Uusinta oikeuskäytäntöä erityisesti verouudistuksesta. Vero-opintopäivät 24.–25.10.2005, s. 81–95.

von Willebrand, Martin, Sopimus- ja yhtiöoikeuden risteyksessä: pääomasijoittajan sijoitus osakeyhtiöön. Defensor Legis 3/2004, s. 382–390.

Virallis- ja puolivirallislähteet

ESMA – Guidelines on key concepts of the AIFMD 13.8.2013. Saatavilla osoitteessa https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf (Luettu 3.10.2021).

ESMA – Consultation paper: Guidelines on key concepts of the AIFMD 19.12.2012. Saatavilla osoitteessa

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf>

(Luettu 3.10.2021).

ESMA – Public Statement: SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations 15.7.2021. Saatavilla osoitteessa

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf (Luettu 29.12.2021).

HE 172/1967 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi elinkeinotulon verottamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 88/1993 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvonlisäverolaiksi.

HE 175/1994 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi tuloverolain muuttamisesta.

HE 177/1995 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle yritysjärjestelyjä koskevien elinkeinotulon verottamisesta annetun lain ja eräiden muiden lakien säännösten muuttamisesta.

HE 201/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi yhtiöveron hyvityksestä annetun lain 5 a ja 8 §:n sekä tuloverolain 122 §:n muuttamisesta.

HE 92/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle yritys- ja pääomaverouudistukseksi.

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

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

HE 257/2018 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain, tulovero- lain ja eräiden muiden lakien muuttamisesta.

HE 306/2018 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi tuloverolain 9 §:n muuttamisesta.

HE 238/2018 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle yksityisen osakeyhtiön vähimmäispääomavaatimuksen poistamista koskevaksi lainsäädännöksi.

Julkisasiamies Kokottin ratkaisuehdotus – asia C-321/05 Kofoed v. Skatteministeriet, Kok. 2007, s. I-5795.

Liikeverotuksen uudistustoimikunnan mietintö 1966:B 86. Ehdotukset laeiksi elinkeinotulon verottamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi sekä laiksi tappiontasauksesta tuloverotuksessa.

Regeringens proposition 2005/06:39. Vissa skattefrågor med anledning av ny aktiebolagslag, m.m.

SEC. Securities act 6891. SEC Docket, 48(13) 1991, s. 962–976. (SEC 1991).

SEC Release No. 34-57785 (NYSE) 6.5.2008. Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving Proposed Rule Change to Adopt New Initial and Continued Listing Standards to List Securities of Special Purpose Acquisition Companies. Saatavilla osoitteessa <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2008/34-57785.pdf> (Luettu 5.9.2021).

SEC Release No. 34-58228 (NASDAQ) 25.7.2008. Self-Regulatory Organizations; The NASDAQ Stock Market LLC; Notice of Filing of Amendment No. 1 and Order Granting Accelerated Approval to Proposed Rule Change, as modified by Amendment No. 1, to Adopt Additional Initial Listing Standards to list Securities of Special Purpose Acquisition Companies. Saatavilla osoitteessa <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2008/34-58228.pdf> (Luettu 5.9.2021).

Subcommission on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce House of Representatives, Penny Stock Market Fraud (Part 2) No. 101–143 (1990). <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000017166584&view=1up&seq=1&skin=2021> (Luettu 5.9.2021).

US 101st Congress. Statute at Large 104 Stat. 931 - Public Law 101-429 (10/15/1990).
<https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647/text/pl> (Luettu 5.9.2021).

VaVM 12/2004 vp. – HE 92/2004 vp. Hallituksen esitys yritys- ja pääomaverouudistukseksi.

VaVM 42/2006 vp. – HE 247/2006 vp. Hallituksen esitys eräitä yritysjärjestelyjä koskeviksi muutoksiksi verolainsäädäntöön.

Internetlähteet

Nasdaq Helsinki Oy. Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 11.5.2020.
<https://www.nasdaq.com/docs/2020/05/11/P%C3%B6rssin-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-11.5.2020.pdf> (Luettu 26.9.2021).

Nasdaq Helsinki Oy. Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021.
<https://www.nasdaq.com/docs/2021/02/26/P%C3%B6rssin-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-1.3.2021-final.pdf> (Luettu 26.9.2021).

The Nasdaq Stock Market LLC. A proposal to modify Listing Rule IM-5101-2 to permit a SPAC to contribute a portion of the amount held in its deposit account to a deposit account of a new SPAC and spin off the new SPAC to its shareholders, SR-NASDAQ-2021-054.
<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/rulebook/nasdaq/filings/SR-NASDAQ-2021-054.pdf> (tekstissä viitattu: *NASDAQ sääntömuutosehdotus* 26.6.2021) (Luettu 25.9.2021).

The Nasdaq Stock Market LLC Rules.
<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules> (Luettu 26.9.2021).

The New York Stock Exchange Listed Company Manual.

https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-0 (Luettu 26.9.2021).

Muut lähteet

57th Street General Acquisition Corp. Form S-1 16.11.2009.
<https://sec.report/Document/0001144204-09-059887/>. (Luettu 26.9.2021).

Ares Acquisition Corporation Form S-1 26.1.2021.
<https://sec.report/Document/0001193125-21-017743/>. (Luettu 26.9.2021).

Empeiria Acquisition Corp. Form S-1 15.6.2011.
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1514418/000114420411036111/v226058_424b4.htm. (Luettu 26.9.2021).

Hyde Park Acquisition Corp. Amendment No. 1 to form S-1 10.6.2011.
<https://sec.report/Document/0001144204-11-035151/>. (Luettu 26.9.2021).

Helsingin pörssin tiedote 8.9.2021. Virala Acquisition Company Oyj tarkkailulistalle.
<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf8a4b90da49e65b585fee1c58e7d562a&lang=fi> (Luettu 26.9.2021).

Kasola Oyj:n pörssitiedote 7.9.2007.
<https://www.globenewswire.com/en/news-release/2007/09/07/85732/0/fi/KASOLA-OYJ-MUUTTUU-NURMINEN-LOGISTICS-OYJ-KSI.html> (Luettu 30.12.2021).

Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite 4.10.2021.
<https://www.lifeline-spac1.com/app/uploads/2021/10/Lifeline-SPAC-I-Oyj-Esite-4.10.2021.pdf> (Luettu 13.12.2021).

Lifeline SPAC I Oyj:n yhtiöjärjestys.

Nasdaq OMX Nordic: VACSPAC, VIRALA ACQUISITION COMPANY C,
(FI4000507488)

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=HEX227936&name=Virala%20Acquisition%20Company%20C&ISIN=FI4000507488> (Luettu 30.11.2021).

Nomad Foods Limited Form F-1 23.11.2015.

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1651717/000119312515385714/d81377df1.htm> (Luettu 2.10.2021).

Pershing Square SPARC Holdings, Ltd. Form S-1 24.11.2021.

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1895582/000119312521340602/d175920ds1.htm> (Luettu 22.12.2021).

Pääomasijoittajat: Pääomasijoitusalan markkinakatsaus ja tie ulos koronaviruksesta 10.2.2021. https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoitusalan-markkinakatsaus-ja-toimenpide-ehdotukset_H1_2021.pdf. (Luettu 13.11.2021).

Statista – SPACs. 2021.

<https://www-statista-com.ezproxy.utu.fi/study/89025/special-purpose-acquisition-companies/> (Luettu 2.10.2021).

SPAK – Defiance Next Gen SPAC Derived ETF Supplement to the Prospectus dated 30.4.2021.

https://www.defianceetfs.com/wp-content/uploads/funddocs/spak/SPAK-Prospectus.pdf?utm_referrer=https%3A%2F%2Fwww.defianceetfs.com%2F. (Luettu 26.9.2021).

SPAK – Defiance Next Gen SPAC Derived ETF rahastoesite 30.6.2021.

https://www.defianceetfs.com/wp-content/uploads/funddocs/spak/SPAK-FactSheet.pdf?utm_referrer=https%3A%2F%2Fwww.defianceetfs.com%2F. (Luettu 26.9.2021).

SPAK – Defiance Next Gen SPAC Derived ETF Investment Case 2/2021.
<https://www.defianceetfs.com/wp-content/uploads/funddocs/spak/SPAK-InvestmentCase.pdf?hsCtaTracking=4afa8cf0-75b6-455a-97fc-1c1ef67076ba%7Ce73fe6af-8a32-4c21-a829-ef4cf01c66ce>. (Luettu 26.9.2021).

Verohallinnon ohje: Yhteisön käyttöomaisuusosakkeiden luovutusten verokohtelu.
Annettu 1.1.2020. VH/5673/00.01.00/2019.

Verohallinnon ohje: Osakkeiden hankintaan ja luovutukseen liittyvät asiantuntijapalkkiot yrityksen tuloverotuksessa. Annettu 1.1.2020.
VH/5697/00.01.00/2019.

Verohallinnon ohje: Pääomasijoitustoimintaa harjoittavan osakeyhtiön verotus.
Annettu 1.1.2020. VH/5690/00.01.00/2019.

Verohallinnon ohje: Vahvistettu tappio ja omistajanvaihdos. Annettu 24.6.2020.
VH/2186/00.01.00/2020.

Verohallinnon ohje: Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa. Annettu 21.12.2020. VH/8519/00.01.00/2020.

Verohallinnon ohje: Työsuhdeoptioiden verotus. Annettu 22.12.2020.
VH/8319/00.01.00/2020.

Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite 14.6.2021.
https://www.virala.fi/wp-content/uploads/2021/06/Virala_Acquisition_Company_Oyj_Listalleottoesite_14062021.pdf (Luettu 27.6.2021).

Virala Acquisition Company Oyj:n pörssitiedote 13.12.2021.
<https://www.virala.fi/press-releases/virala-acquisition-company-oyj-n-ylimaarainen-yhtiokokous-paatti-hyvaksya-yhtion-ja-purmo-groupin>

[sulautumisen-seka-yhtiokokoukselle-tehdyt-paatosehdotukset](#)

(Luettu

15.12.2021).

Oikeustapaukset

Korkein hallinto-oikeus

KHO 1969 II 568

KHO 1975 B II 516

KHO 1976 B II 513

KHO 1977 II 562

KHO 1980 B II 525

KHO 1984 B 517

KHO 1986 II 509

KHO:1986 B II 510

KHO 1990 B 515

KHO 1991 B 510

KHO 2001:28

KHO 2002:81

KHO 2003:13

KHO 2004:93

KHO 2005:74

KHO 2007:10

KHO 2007:11

KHO 2008:15

KHO 2009:64

KHO 2010:12

KHO 2010:50

KHO 2010:64

KHO 2011:55

KHO 2012:73

KHO 2012:74

KHO 2013:29

KHO 2013:68

KHO 2014:66

KHO 2014:151
KHO 2015:134
KHO 2015:135
KHO 2017:127
KHO 2019:26
KHO 2019:61
KHO 2019:64
KHO 2020:71
KHO 2021:135

Korkein hallinto-oikeus, lyhyet ja julkaisemattomat

KHO 1976 T 2981
KHO 1980 T 2777
KHO 1990 T 1665
KHO 1992 T 1910
KHO 1995 T 1026
KHO 1997 T 1221
KHO 2002 T 1959
KHO 2005 T 254
KHO 2005 T 3776
KHO 2009 T 1619
KHO 2010 T 2675
KHO 2011 T 450
KHO 2016 T 445
KHO 2020 T 2014

Hallinto-oikeudet

Helsingin HAO 05.12.2008 08/1306/6
Helsingin HAO 17.6.2011 11/0680/6
Rovaniemen HAO 6.7.2011 11/0273/1
Helsingin HAO 19.9.2014 14/1367/3

Keskusverolautakunta

KVL 166/1999

KVL 115/2001

KVL 11/2005

KVL 26/2005

KVL 35/2008

KVL 49/2008

KVL 24/2010

KVL 19/2012

KVL 33/2013

KVL 29/2018

EU:n tuomiosituin

Asia 268/83 D. A. Rompelman ja E. A. Rompelman-Van Deelen v. Minister van Financiën, Kok. Ep. VIII 1985, s. 85.

Asia C-60/90 Polysar Investments Netherlands BV v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijnzen, Kok. Ep. IX 1991, s. I-239.

Asia C-110/94 Intercommunale voor zeewaterontzilting (INZO) v. Belgia, Kok. 1996, s. I-857.

Asia C-37/95 Belgia v. Ghent Coal Terminal NV, Kok. 1998, s. I-1.

Yhdistetyt asiat C-110/98 - C-147/98 Gabalfrisa SL ym. v. Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT), Kok. 2000, s. 1-1577.

Asia C-98/98 Commissioners of Customs and Excise v. Midland Bank plc, Kok. 2000, s. I-4177.

Asia C-400/98 Finanzamt Goslar v. Brigitte Breitsohl, Kok. 2000, s. I-4321.

Asia C142/99 Floridienne SA ja Berginvest SA v. Belgia, Kok. 2000, s. I-9567.

Asia C-16/00 Cibo Participations SA v. Directeur régional des impôts du Nord-Pas-de-Calais, Kok. 2001, s. I-6663.

Asia C-435/05 Investrand BV v. Staatssecretaris van Financiën, Kok. 2007, s. I-1315.

Asia C-321/05 Kofoed v. Skatteministeriet, Kok. 2007 s. I-5795.

Asia C-240/06 Fortum Project Finance SA, Kok. 2007, s. I-9413.

Asia C-437/06 Securenta Göttinger Immobilienanlagen und Vermögensmanagement AG v. Finanzamt Göttingen, Kok. 2008, s. I-1597.

Asia C-651/11 Staatssecretaris van Financiën v. X BV, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2013.

Asia C-527/11 Valsts ieņēmumu dienests v. Ablessio SIA, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2013.

Yhdistetyt asiat C-108/14 ja C-109/14 Beteiligungsgesellschaft Larentia + Minerva mbH & Co. KG v. Finanzamt Nordenham ja Finanzamt Hamburg-Mitte contre Marenave Schiffahrts AG, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2015.

Asia C-249/17 Ryanair Ltd v. The Revenue Commissioners, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2018.

Asia C-42/19 Sonaecom SGPS SA v. Autoridade Tributária e Aduaneira, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2020.

Asia C-240/06 Fortum Project Finance SA, Kok. 2007, s. I-9413.

Lyhenteet

AIFM-direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta (direktiivi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista)
AIM	Alternative Investment Market (Lontoo)
AMEX	American Stock Exchange (AMEX, nykyiseltä nimeltään NYSE American)
AVL	Arvonlisäverolaki (1501/1993)
Emo-tytäryhtiödirektiivi	Neuvoston direktiivi 2011/96/EU, annettu 30 päivänä marraskuuta 2011, eri jäsenvaltioissa sijaitseviin emo- ja tytäryhtiöihin sovellettavasta yhteisestä verojärjestelmästä
Ep.	Erityispainos
Esim.	Esimerkiksi
Esiteasetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta
Esitteen vähimmäisisältöä koskeva asetus	Komission delegoitu asetus (EU) 2019/980, annettu 14 päivänä maaliskuuta 2019, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1129 täydentämisestä esitteen muodon, sisällön, tarkastuksen ja hyväksymisen osalta sekä komission asetuksen (EY) N:o 809/2004 kumoamisesta

ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Market Authority)
ETF	Pörssinoteerattu rahasto (Exchange Traded Fund)
EU	Euroopan unioni
EVL	Elinkeinotulon verottamisesta annettu laki (360/1968)
HAO	Hallinto-oikeus
HE	Hallituksen esitys
IAS	International Accounting Standards
IPO	Listautumisanti (Initial Public Offering)
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KOVE	Konserniverokeskus
KPL	Kirjanpitolaki (1336/1997)
Ks.	Katso
Kok.	Oikeustapauskokoelma
KVL	Keskusverolautakunta
Lifeline SPAC I	Lifeline SPAC I Oyj
MBO	Management buyout eli yrityskauppamuoto, jossa yhtiön toimiva johto on yhtiön ostajana
Nasdaq	The Nasdaq Stock Market LLC
NYSE	The New York Stock Exchange
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
Penny Stock Reform Act	Penny Stock Reform Act of 1990 (US)
SEC	Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio (United States Securities and Exchange Commission)
SPAC-yhtiö	Special Purpose Acquisition Company eli yritysostoja varten perustettu yhtiö ¹ . Suomenkielessä yhtiöstä voidaan käyttää myös nimitystä yritysostoyhtiö.
SPARC	Special Purpose Acquisition Rights Company
SPAR	Special Purpose Acquisition Right
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
SVOP-rahasto	Sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon

¹ Määritelmä vastaa Nasdaq Helsinki Oy:n sääntöjen (*Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021) mukaista määritelmää.

TVL	Tuloverolaki (1535/1992)
VAC	Virala Acquisition Company Oyj
VaVM	Valtiovarainvaliokunnan mietintö
V.	Vastaan
Vp.	Valtiopäivät
Vrt.	Vertaa
Yritysjärjestelydirektiivi	Neuvoston direktiivi 2009/133/EY, annettu 19 päivänä lokakuuta 2009, eri jäsenvaltioissa olevia yhtiöitä koskeviin sulautumisiin, jakautumisiin, osittaisjakautumisiin, varojensiirtoihin ja osakkeiden vaihtoihin sekä eurooppayhtiön (SE) tai eurooppaosuuskunnan (SCE) sääntömääräisen kotipaikan siirtoon jäsenvaltioiden välillä sovellettavasta yhteisestä verojärjestelmästä
Ään.	Äänestys

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Rahoitusta tarvitsevien ja rahoitusta tarjoavien tahojen yhteen saattaminen on rahoitusmarkkinoiden perimmäinen tehtävä – mutta keinot tämän tavoitteen toteuttamiseksi ovat moninaiset vieraanpääoman ehtoista erilaisiin omanpääomanehtoihin instrumentteihin. Yhtenä sijoitusvaihtoehtona voidaan nähdä Suomeenkin vastikään kansainvälisiltä vesiltä rantautuneet yritysostoyhtiöt eli SPAC-yhtiöt, joita voisi sijoittajan kannalta verrata hajauttamattomaan rahastosijoittamiseen tai yksittäisen sijoittajan tasolla pienemmän mittakaavan pääomasijoitustoimintaan. Etuna pääomarahastoihin on kuitenkin nähty se, että erityisesti Suomessa SPAC-yhtiöt mahdollistavat kotimaisia pääomarahastoja suuremman sijoituksen yksittäiseen yhtiöön. Tämä johtuu rahastojen säännöissä asetetuista rajoitteista, joiden mukaan tyypillisesti enintään 10 prosenttia rahaston kokonaisvarallisuudesta voidaan allokoida yhteen kohdeyhtiöön.² Käytännössä kyse on liiketoimintaa harjoittamattomista kuoriyhtiöistä, jotka keräävät rahoituksen listautumisannilla toteuttaakseen myöhemmin yritysoston.³ Kohdeyhtiölle yritysostoyhtiötä on pidetty ohituskaistana saattaa yhtiön osakkeet julkisen kaupankäynnin kohteeksi.⁴ SPAC-yhtiöiden tarkempaan määritelmään, etuihin ja haittoihin palataan tarkemmin luvussa 2.

Sinänsä kuoriyhtiöiden hyödyntäminen ei ole Suomen arvopaperimarkkinoilla uusi ilmiö. Esimerkkinä tästä on Kasola Oyj, joka vuonna 2007 solmitun sopimuksen perusteella muuttui turvallisuustuotteita valmistavasta konsernista logistiikkayhtiö Nurminen Logistics Oyj:ksi. Järjestelyssä Kasola Oyj:n liiketoiminta, käytännössä siis sen liiketoimintaa harjoittavien tytäryhtiöiden osakekannat sekä toiminnassa käytettävät kiinteistöt niihin liittyvine varoineen ja velkoineen, myytiin yhdelle sen pääomistajista ja John Nurminen Oy:n logistiikkatoiminnot siirrettiin tyhjentyneeseen yhtiöön kokonaisjakautumisella.⁵ SPAC-yhtiöiden tapauksessa kyse on kuitenkin puhtaammin sijoitusinstrumentista, jolla tulee olla tietyt ominaispiirteet, jotta yhtiön osakkeet voidaan hyväksyä pörssissä julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Juuri maaliskuussa 2021 toteutetun Helsingin pörssin sääntömuutoksen vuoksi yritysostoyhtiöiden

² Ks. myös Sijoitusrahastolaki (213/2019, SRL) 13:7.

³ *Heyman* 2007, s. 540; *D’Alvia* 2020, s. 109. Ks. myös *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, s. 5.

⁴ Ks. esim. *Castelli* 2009, s. 256.

⁵ Kasola Oyj:n pörssitiedote 7.9.2007.

käyttö tuli mahdolliseksi myös Suomessa.⁶ Sääntömuutosta ja Suomessa yritysostoyhtiöitä vaadittavia edellytyksiä käsitellään myöhemmin luvussa 2.5.

Yritysostoyhtiöiden juuret ulottuvat 1980-luvun yhdysvaltalaisiin kuoriryhtiöihin, ja Yhdysvallat ovat edelleen SPAC-yhtiöiden päämarkkina-aluetta.⁷ Näiden *common law* -oikeusjärjestelmässä kehitettyjen instrumenttien tuominen suomalaiseen säädännäistä oikeutta korostavaan ympäristöön – unohtamatta pääomamarkkinoiden eroja – tekee yritysostoyhtiöistä mielenkiintoisen ilmiön niin yhtiöoikeuden kuin verotuksen näkökulmasta. Yritysostoyhtiöitä koskevan nimenomaisen sääntelyn ja oikeuskäytännön puuttuessa nähtäväksi jää, millaiseksi SPAC-yhtiöiden kohtelu muovautuu Suomessa.

1.2 Tutkimuskysymys, metodit ja rajaukset

Erityisesti verotuksessa legaliteettiperiaate ohjaa vahvasti eri taloudellisten toimijoiden verokohtelua, minkä vuoksi veroseuraamusten perusteeksi tulee aina löytää riittävää normatiivista tukea. Toisaalta vero-oikeuden taloudellisten ilmiöiden sanallisiin määritelmiin perustuvasta sisäisestä systematiikasta seuraa vaatimus kyetä luokittelemaan eri ilmiöt ja tunnistamaan niistä veronormin tunnusmerkistössä edellytetyt ominaisuudet. Yritysostoyhtiöiden osalta tämä tarkoittaa tarvetta sovittaa Suomen verojärjestelmälle täysin uusi instituutio olemassa olevan sääntelyn kehikkoon. Tutkimuksen kannalta tämä vaatimus muotoutuu ennen kaikkea tutkimuskysymykseksi: *voidaanko SPAC-yhtiöiden katsoa harjoittavan elinkeinoverolain mukaista elinkeinotoimintaa?* Alakysymyksenä tutkielmassa tutkitaan niitä verotukseen liittyviä ongelmakohtia, jotka ovat seurausta yritysostoyhtiölle uniikkeista piirteistä, mutta joiden osalta elinkeinotoiminnan harjoittaminen ei ole verotuksen kannalta ratkaisevassa osassa.

Tarkastelu painottuu vahvasti yhtiötasolle, mutta käsittelyssä sivutaan myös osakkeenomistajia koskevia kysymyksiä. Kysymykseen vastaamiseksi vero-oikeudellisten ongelmien ratkominen palautuu peruskysymysten äärelle: *mistä yritysostoyhtiöissä todella on kyse?* Vasta tämän jälkeen on mahdollista arvioida, millaisia verotuksellisia seuraamuksia tiettyihin toimiin saattaa liittyä. Näihin kysymyksiin vastaamiseksi tässä tutkimuksessa on omaksuttu

⁶ Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021.

⁷ Ks. esim. Heyman 2007, s. 532–543.

oikeusdogmaattinen lähestymistapa, keskittyen siten voimassaolevan oikeuden tarkasteluun tulkinnan ja systematisoinnin keinoja hyväksikäyttäen.⁸

Arvopaperimarkkinoiden tarpeet ja niitä koskeva sääntely sekä osittain myös yhtiöoikeudelliset rakenteet ohjaavat vahvasti yritysosoyhtiöiden ominaispiirteitä. Näiden taustalta löytyy myös historiallisia syitä, minkä vuoksi SPAC-yhtiöiden kehityskulun ja muovautuneiden markkinakäytänteiden tarkastelu on välttämätöntä, jotta voidaan luoda kokonaiskuva tällaisen yhtiön todellisesta luonteesta ja siten vastata tutkimuskysymyksen kannalta välttämättömään esikysymykseen. Yritysosoyhtiöiden historian ollessa Suomessa lyhyt, tarjoaa kansainvälinen, erityisesti yhdysvaltalainen, oikeuskirjallisuus sekä sääntelykehikko lähtökohdan tälle tarkastelulle.⁹ Tuodessa tarkastelun Suomen kontekstiin, muodostaa Helsingin pörssin uudistetut, SPAC-yhtiöitä koskevat erityiset listalleottamisen edellytykset¹⁰, perustukset sille, minkälaisia johtopäätöksiä yritysosoyhtiöiden luonteesta voidaan tehdä. Tämä SPAC-yhtiöiden luonteeseen keskittyvä analyysi muodostaa tutkimuksen ensimmäisen osan (luku 2).

Varsinaisesti tutkimuskysymykseen päästään syventymään verotuksellisia ongelmakohtia käsittelevässä luvussa 3. Pohjana tarkastelulle toimii kulloistakin kysymystä koskevat veronormit. Kuitenkin sääntelyn yleisluontoisuuden vuoksi tulkinta-apua haetaan myös lakien esitöistä – ensisijaisesti hallituksen esityksistä, mutta myös valiokuntamietinnöt. Siitä huolimatta, etteivät yksittäiset kannanotot esitöissä oikeuta veronormin ulkopuolelle menevään laajentavaan tulkintaan¹¹, auttavat ne luomaan tarkempaa kuvaa lainsäädännön taustalla vaikuttaneista tekijöistä ja siten helpottavat normin soveltamista.¹² Esitöiden ohella tärkeä merkitys on myös korkeimman hallinto-oikeuden ja hallinto-oikeuksien sekä keskusverolautakunnan oikeuskäytännöllä, ja oikeuskirjallisuudella tarjoten tulkinta-apua ja rajanvetoa normin soveltamisesta käytännön tilanteissa. Erityisesti esitöiden ja oikeuskäytännön painoarvo korostuu käsitteiden kohdalla, joita ei ole määritelty lain tasolla, esimerkkinä pääomasijoitustoiminta. Vastaavalla tavalla SPAC-yhtiöiden osalta

⁸ Ks. lainopista tarkemmin esim. *Hirvonen* 2011, s. 21–26 ja 36–53.

⁹ Tältä osin on myös huomautettava, että sääntely- ja markkinaympäristön eroista johtuen ei ole takeita, mihin suuntaan kehityskulku Suomessa muovautuu. Siten on mahdollista, että SPAC-yhtiöiden piirteet voivat tulevaisuudessa erota merkittävästikin niiden yhdysvaltalaisista esikuvista vastaten paremmin kansallisen sääntelyn ja markkinoiden vaatimuksia. Tämä vaikuttaa luonnollisesti tehtäviin johtopäätöksiin.

¹⁰ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.

¹¹ Ks. KHO 2019:64.

¹² *Määttä* 2021, s. 308.

oikeuskäytännön esimerkit antavat osviittaa sille, miten yritysostoyhtiötä koskevia verokysymyksiä tulisi arvioida. Johtopäätökset ja katsaus tulevaisuuteen esitetään luvussa 4.

2 Special Purpose Acquisition Company – yhtiön erityispiirteet

2.1 Kuoriyhtiöistä moderneihin SPAC-yhtiöihin

Kuten useimmat taloudelliset ilmiöt, SPAC-yhtiöt eivät suinkaan ole puhtaasti kotimainen innovaatio, vaan ne ovat rantautuneet Suomeen ulkomaisten vaikutteiden seurauksena. Nykyisen sääntelyn sekä SPAC-yhtiöiden ominaispiirteiden ymmärtämiseksi, tässä luvussa käsitellään kyseisten yhtiöiden historiallista kehitystä sekä niiden esiintymistä ulkomailla.

SPAC-yhtiöiden juuret ovat Yhdysvalloissa, ja niiden alkuperä on usein liitetty 1980-luvun osakemarkkinoiden voimakkaaseen kasvuun. Samaan aikaan yleistyivät myös kuoriyhtiöt¹³, joiden katsotaan olleen SPAC-yhtiöiden varhaisempia muotoja.¹⁴ Nykyisen kehitystason taustalla ovat vaikuttaneet niin yhtiöiden tarve rahoitukselle kuin myös sääntelyssä toteutetut muutokset: väärinkäytökset ja sijoittajiin kohdistuneet huijaukset olivat kuoriyhtiöiden yhteydessä yleisiä 1980-luvulla, minkä seurauksena erityisesti senttiosakkeilla (*penny stock*) käytävää kauppaa koskevaa sääntelyä kiristettiin sijoittajaa suojaavammaksi.¹⁵

Vuonna 1990 säädettiin *Penny Stock Reform Act of 1990* (jäljempänä Penny Stock Reform Act), joka sisälsi rajoituksia kuoriyhtiöiden toimintaan. Uudet säännökset muun muassa velvoittivat laajempaan tiedonantoon, rajoittivat varojen käyttöä sekä antoivat sijoittajille oikeuden vaatia sijoittamansa pääoman palautusta. Lakiin lisättiin myös kuoriyhtiön määritelmä, jonka mukaan sillä viitattiin kehitysvaiheessa olevaan yhtiöön, jolla ei ollut varsinaista liiketoimintasuunnitelmaa taikka jonka tavoitteena oli sulautua ennalta määrittämättömän yhtiön tai yhtiöiden kanssa. Lisäksi yhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden tuli täyttää senttiosakkeen määritelmä.¹⁶ Sittemmin sääntely sisällytettiin täydennettynä SEC:n sääntöihin (Rule 419).¹⁷ Kuoriyhtiöitä, niihin liittyneistä laajoista väärinkäytöksistä huolimatta, ei siten

¹³ Englanninkielisessä kirjallisuudessa kuoriyhtiöihin viitataan yleisesti termeillä *blank check company* tai *shell company*. Ks. esim. Heyman 2007 ja Riemer 2007.

¹⁴ Riemer 2007, s. 934 ja 944. Sjoström 2008, s. 756. Schumacher 2020, s. 396.

¹⁵ Public Law 101–429, s. 951. Erityisesti väärinkäytökset liittyivät niin sanottuihin senttiosakkeisiin (*penny stocks*), joiden osalta sääntely oli huomattavasti kevyempää kuin säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohdalla olevilla osakkeilla. Osakkeisiin ei kohdistunut hyväksymis- tai rekisteröintivaatimuksia, minkä vuoksi ne eivät olleet kansallisen valvontaviranomaisen eli Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission (United States Securities and Exchange Commission, jäljempänä SEC) valvonnan alaisia. Sijoittajan kannalta riskiä lisäsi entisestään kunnollisten jälkimarkkinoiden puute kyseisten osakkeiden osalta. Heyman 2007, s. 534–36

¹⁶ Penny Stock Reform Act, Sec. 508.

¹⁷ SEC 1991, s. 962. Sijoittajansuojanäkölle näkyi vahvasti myös SEC:n ehdotuksessa säännöksi Rule 419. Ehdotuksessa esitettiin muun muassa erillistä sulkutiliä sijoittajilta kerätyille varoille, määräaika sulautumisen toteuttamiselle, sijoittajille oikeutta vaatia pääomaansa takaisin sekä määrällisiä vaatimuksia sille, kuinka suuri osa suunnitellun yritysoston rahoituksesta tuli turvata sulkutilin varoilla. Lisäksi kuoriyhtiön määritelmä

haluttu kieltää kokonaan, vaan uudistuksen suurimpana tavoitteena oli parantaa sijoittajansuojaa ja siten vähentää väärinkäytöksiä.¹⁸

Kuoriryhtiöiden toiminnan kannalta sääntelyuudistusta ei kuitenkaan voitu pitää onnistuneena, sillä kiristyneet vaatimukset tekivät yritysostojen toteuttamisen käytännössä lähes mahdottomaksi, minkä seurauksena kuoriryhtiöiden listautumiset lähestulkoon loppuivat. Suurimpana esteenä on pidetty sijoittajille annettua oikeutta vaatia sijoittamaansa pääomaa takaisin, minkä vuoksi kohdeyhtiön ostoon käytettävien todellisten varojen suuruus oli hankala arvioida ja yritysosto saattoi siten kaatua varojen puutteeseen.¹⁹ Toisaalta 1990-luvun tietotekniikan alan voimakas kasvu²⁰ helpotti pienempien yhtiöiden mahdollisuuksia kerätä rahoitusta myös perinteisen listautumisen (IPO) kautta, jolloin SPAC-yhtiön käytölle ei ollut pakottavaa tarvetta rahoituksen turvaamiseksi.²¹

Huomioiden tiukentunut sääntely ja rahoituksen kannalta suotuisat markkinaolosuhteet, voidaan jokseenkin pitää yllättävänä, että ensimmäiset nykykäsitystä vastaavat SPAC-yhtiöt saivat alkunsa vuosina 1993 ja 1994. Edellä mainitut tekijät vaikuttivat siihen, ettei SPAC-yhtiöiden kehittämiseksi ollut kyseisenä aikana pakottavaa tarvetta. Tästä huolimatta yhtiöt saavuttivat menestystä, mitä voidaan pitää onnistuneena oikeudellisena innovointina.²² SPAC-yhtiön menestys nojasi toisaalta senttiosakkeita koskien säädettyyn poikkeukseen, ja toisaalta vahvistettuun sijoittajansuojaan. Poikkeuksen hyödyntämisen vuoksi SPAC-yhtiöihin ei sovellettu tiukempia säännöksiä, mutta noudattamalla vapaaehtoisesti kuoriryhtiöitä koskevia rajoituksia pyrittiin takaamaan SPAC-yhtiöille mahdollisimman suotuisa vastaanotto valvontaviranomaisten taholta.²³ Toisaalta ottamalla huomioon sijoittajansuojasäännökset

ehdotettiin laajennettavaksi siten, ettei yhtiöllä ollut merkittävää liiketoimintaa, jotta se katsottaisiin kuoriryhtiöksi. *SEC* 1991, s. 972–976.

¹⁸ *Schumacher* 2020, s. 397.

¹⁹ *Riemer* 2007, s. 943; *Heyman* 2007, s. 540. Sinänsä sääntelyllä tavoiteltu sijoittajansuojan parantaminen voitiin katsoa saavutetun. Uudistuksen valmisteluvaiheessa oli myös esillä vaihtoehtoja, joissa kuoriryhtiöt olisi kielletty kokonaan. Tähän ei kuitenkaan päädytty, ja kuoriryhtiöillä katsottiin voitavan käyttää myös sinänsä laillisiin tarkoituksiin, kuten yritysten kasvuvaiheen (*venture capital*), kiinteistöhankeiden ja energiavarantojen hyödyntämisen rahoittamiseen. Lisäksi vilpillisen toiminnan pelättiin jatkuvan kieltoa kiertämällä ja siten lisäävän entisestään haittavaikutuksia taloudelle. Siten kuoriryhtiöt päätettiin hyväksyä. Kuitenkin uudistus näyttäisi johtaneen käytännössä välillisesti samaan lopputulokseen kuin niiden totaalinen kieltäminen kuoriryhtiöiden lähes kadottua markkinoilta. *Subcommission on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce House of Representatives* No. 101–143 (1990), s. 31 ja 73. Ks. myös *Heyman* 2007, s. 540.

²⁰ Tässä tarkoitetaan aikakautta, joka lopulta johti niin kutsuttuun IT-kuplaan 1990- ja 2000-lukujen taitteessa.

²¹ *Riemer* 2007, s. 946. Perustuen David Nussbaumin haastattelun 30.1.2006 nauhoitteeseen, selostanut *Riemer* 2007, s. 946.

²² Ks. *Riemer* 2007, s. 945–947 ja *Heyman* 2007, s. 540 alaviite 43. SPAC-yhtiöiden keksijänä on pidetty GKN Securities -yhtiön hallituksen puheenjohtajaa David Nussbaumia sekä David Alan Milleriä.

²³ *Heyman* 2007, s. 540. Käytännössä senttiosakkeita koskevan poikkeuksen hyödyntäminen ja siten jääminen kuoriryhtiötä koskevien rajoitusten soveltamisalan ulkopuolelle edellytti sitä, ettei yhtiön liikkeeseen laskemat

voitiin pyrkiä palauttamaan sijoittajien luottamusta kuoriyhtiöihin turvallisena sijoituskohteena ja siten lisätä SPAC-yhtiöiden houkuttelevuutta.²⁴

Säädettyjen rajoitusten, erityisesti SEC:n Rule 419 -ohjeen, soveltaminen sellaisenaan ei kuitenkaan ollut tarkoituksenmukaista. Sääntelyn luomien ongelmien ratkaiseminen edellytti siten tiettyjen rajoitusten noudattamista jättämistä. Ensinnäkin Rule 419 -ohje ei sallinut kaupankäyntiä kantaosakkeilla ja optioilla ennen yritystoston toteuttamista. Optioiden toteuttaminen eli vaihtaminen osakkeisiin oli kuitenkin sallittu milloin tahansa. Sen sijaan SPAC-yhtiöiden osakkeiden kaupankäyntiä ei ajallisesti rajoitettu, mutta useimmiten optioiden toteuttaminen on mahdollista vasta yritystoston jälkeen.²⁵ Toiseksi yritystostolle annettua aikaikkunaa voidaan SPAC-yhtiöllä pidentää Rule 419 -ohjeen mukaista kahdeksantoista kuukauden määräaika pidemmäksi. Kolmanneksi sulkuutilille siirrettyjen varojen osuus kaikista yhtiöön sijoitetuista varoista on usein Rule 419 -ohjeessa vaadittua 90 prosentin vaatimusta korkeampi. Neljänneksi, kohdeyhtiön arvolle asetettu 80 prosentin alaraja lasketaan SPAC-yhtiöiden nettovarojen mukaan toisin kuin Rule 419 -ohjeessa, jossa SPAC-yhtiöön sijoitettujen varojen yhteismäärä muodostaa vähimmäisarvon laskentapohjan.²⁶

Yritystostoyhtiöt eli SPAC-yhtiöt ovat siten kehittyneet markkinoiden tarpeen ja lainsäädännön vuorovaikutuksen tuloksena. Historian vaikutus on siten nähtävissä SPAC-yhtiöiden ominaisuuksista, joiden voi pohjimmiltaan nähdä pyrkivän suojaamaan sijoittajaa ja tekemään SPAC-yhtiöistä heille houkuttelevan sijoituskohteen.

2.2 Määritelmä

Oikeudellisesta näkökulmasta yritystosto- eli SPAC-yhtiön tarkan määritelmän esittäminen on haasteellista, erityisesti mikäli tarkastelu ulotetaan laajempaan kansainväliseen kehykseen. Termillä saatetaan siten viitata hieman erilaisiin instituutioihin riippuen tarkasteluajankohdasta sekä kulloinkin kyseessä olevasta oikeusjärjestelmästä. Oikeastaan

osakkeet saaneet täyttää senttiosakkeiden määritelmää yhtiötä perustettaessa. Käytännössä tämä asetti SPAC-yhtiöille vaatimuksen vähimmäispääomasta. Yhtiöiden, joilla ei ollut toimihistoriaa kuten SPAC-yhtiöiden tilanteessa oli väistämättä kyse, kohdalla tämä tarkoitti käytännössä vaatimusta yli viiden miljoonan dollarin aineellisesta omaisuudesta. Ks. *Heyman 2007*, s. 541.

²⁴ *Sjostrom 2008*, s. 758.

²⁵ *Rader – de Búrca 2006*, s. 5. Optioiden toteuttamisen rajoittamisella pyritään suojaamaan sijoittajaa hänen sijoitukseensa kohdistuvalla laimennusvaikutukselta. *Heyman 2007*, s. 542.

²⁶ *Rader – de Búrca 2006*, s. 5.

SPAC-yhtiöitä ei ole lainkaan määritelty lainsäädännön²⁷ tasolla niin Suomessa kuin kansainvälisestikään. Määritelmä voidaan kuitenkin johtaa tarkastelemalla tiettyjä SPAC-yhtiöille tyypillisiä piirteitä sekä sääntelyssä esiintyviä viittauksia.²⁸ Yrityssostoyhtiöiden voidaan sanoa perustuvan yhtiön ja sijoittajan väliseen sopimukseen, jonka ehtoja ja siten SPAC-yhtiön rakennetta rajaavat lainsäädännöstä tai yksityisten toimijoiden säännöistä johtuvat velvoitteet.²⁹ Välittömän sääntelyn puute tekee kuitenkin yrityssostoyhtiöistä joustavia ja mahdollistaa mukautumisen muuttuvaan ympäristöön.³⁰

Yksinkertaistaen SPAC-yhtiöillä viitataan yhtiöihin, joiden *tarkoituksena on ostaa liiketoimintaa harjoittava yhtiö varoilla, jotka se on kerännyt listautumisannilla* eli toteuttamalla osakeannin ja tuomalla osakkeensa julkisen kaupankäynnin kohteeksi.³¹ Tulevan yritysoston kohde on listautumishetkellä ennalta määrittelemätön.³²

Listautumisannin tarkemmat ehdot saattavat vaihdella niin yhtiöiden kuin oikeusjärjestelmien välillä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa listautumisannissa sijoittajille tarjotaan usein merkittäväksi kantaosakkeista ja optioista koostuvia yksiköitä, minkä tarkoituksena on tarjota sijoittajille ylimääräinen mahdollisuus hyötyä yrityssostoyhtiön osakkeiden mahdollisesta arvonnoususta.³³ Myös optiot voivat olla itsenäisesti julkisen kaupankäynnin kohteena.³⁴ Sijoittajien kannalta hyöty perustuu nimenomaan

²⁷ Poikkeuksena tästä on Etelä-Korea, jossa SPAC-yhtiön määritelmä sisältyy rahoitusinstrumentteja koskevia palveluita ja rahoitusmarkkinoita säätelevän lain täytäntöönpanoasetukseen (*the Enforcement Decree of the Financial Investment Services and Capital Markets Act*), jonka artiklan 6 kohdan 4 alakohdassa 14 SPAC-yhtiö on määritelty yhtiöksi, jonka ainoana tarkoituksena on sulautua toiseen yhtiöön ja tarjota osakkeita merkittäväksi osakeannissa (*“a corporation, the sole business purpose of which is to merge with another corporation and issue stock certificates through a public offering (hereinafter referred to as “special-purpose acquisition company”)”*). Säädännäisen sääntelyn puute ei kuitenkaan tarkoita, etteikö määritelmässä voisi hyödyntää yksityisten toimijoiden, kuten arvopaperipörssien sääntöihin sisältyviä määritelmiä. Ks. *D’Alvia* 2020, s. 118–119 ja 122.

²⁸ *D’Alvia* 2020, s. 108 ja 121.

²⁹ Ks. myös *Riemer* 2007, s. 952. Käytännössä SPAC-yhtiön rakenne perustuu osittain tiettyjen normien vapaaehtoiselle noudattamiselle, minkä tarkoituksena on taata viranomaisten hyväksyntä järjestelylle ja toisaalta tehdä yrityssostoyhtiöstä houkutteleva kohde sijoittajille (ks. myös 2.1).

³⁰ *Riemer* 2007, s. 965. Ks. myös luku 2.4.

³¹ *Heyman* 2007, s. 540, *Davidoff* 2008, s. 224. Ennen vuotta 2008 SPAC-yhtiöt eivät voineet Yhdysvalloissa listautua suurempien arvopaperipörssien listalle, vaan listautuminen oli mahdollista ainoastaan pienempiin yhtiöihin keskittyvän American Stock Exchange (AMEX, nykyiseltä nimeltään NYSE American) sekä varsinaisen pörssin ulkopuoliselle ja siten sääntelemättömälle *over the counter* -listalle (OTC). Vuonna 2008 hyväksytyn sääntömuutoksen myötä SPAC-yhtiöiden listautuminen on ollut mahdollista myös NASDAQ- ja NYSE-arvopaperipörssissä. *SEC Release No. 34-57785 (NYSE)* 6.5.2008 ja *SEC Release No. 34-58228 (NASDAQ)* 25.7.2008. Ks. esim. *Castelli* 2009, s. 238 ja *D’Alvia* 2020, s. 113.

³² *Heyman* 2007, s. 540, *Davidoff* 2008, s. 224.

³³ *Riemer* 2007, s. 952. *Schumacher* 2020, s. 399.

³⁴ Tosin listautumis- tai optioehdoissa optioiden kaupankäynti- ja vaihtokelpoisuutta on saatettu rajoittaa ajallisesti siten, että optioilla käytävä julkinen kaupankäynti irrallisena kantaosakkeista tai niiden käyttäminen eli muuntaminen osakkeiksi on mahdollista vasta tietyn ajan kuluttua listautumisannista. Määräaika on saatettu sitoa myös yrityskaupan toteutumiseen. Ks. *Riemer* 2007, s. 952.

mahdollisuuteen myydä optiot taikka vaihtaa optiot osakkeiksi osakkeiden kurssia alempaan ennalta määrättyyn hintaan ja siten kasvattaa omistusosuuttaan yhtiössä.³⁵

Listautumisen ehdoissa määritetty osa, joka kattaa lähestulkoon kaikki yhtiöön listautumisannissa sijoitetuista varoista, talletetaan sulkutilille, minkä päämääränä on turvata yritystoyhtiön tarkoituksen toteutuminen eli se, ettei kerättyjä varoja käytetä muuhun kuin kohdeyhtiön hankintaan.³⁶ Pieni osa varoista voidaan kuitenkin jättää käyttöpääomaksi potentiaalisen kohdeyhtiön hankintaan liittyvien juoksevien kulujen kattamiseksi.³⁷

Juoksevia kuluja voidaan kattaa myös sponsoreiden tekemillä yksityissijoituksilla, jolloin sulkutilille sijoitettujen varojen osuus listautumisannissa sijoittajilta kerätystä varoista voi olla huomattavasti 90 prosenttia korkeampi. Siten SPAC-yhtiön mahdollisesti purkautuessa määrääjän kuluttua umpeen, sijoittajille palautettava osuus on myös korkeampi. Tämä siirtää riskiä sijoittajilta johdolle, ja entisestään sitouttaa johtoa yritystoyhtiön tavoitteen toteuttamiseen. Sijoittajille palautettavan osuuden korottaminen on yritystoyhtiöille keino kilpailla muita vastaavia sijoituskohteita vastaan ja siten houkuttaa sijoittajia.³⁸

Tämän ohella varojen käyttöä on rajoitettu asettamalla kohdeyhtiön hankinnalle vaatimus, jonka mukaan kohdeyhtiön käyvän arvon on oltava vähintään 80 prosenttia sulkutilillä olevista varoista.³⁹ Osakkeenomistajilta kerättyjen varojen lisäksi yritystoston voidaan osittain rahoittaa

³⁵ Ks. *Riemer* 2007, s. 952.

³⁶ *Davidoff* 2008, s. 224. Tällaisia kuluja aiheutuu muun muassa ennen lopullista tarjousta kohdeyhtiön osalta tehtävästä due diligence -tarkastuksesta, kirjanpidosta sekä erilaisille konsulteille maksettavista palkkioista. *Heyman* 2007, s. 548. Useimmiten sulkutilille sijoitettu määrä vastaan 80–90 prosenttia yritystoyhtiöön sijoitettujen varojen nettomäärästä. Lisäksi varoille voi kertyä tuottoa, mikäli ne on samalla sijoitettu esimerkiksi valtion joukkovelkakirjoihin. Toisinaan sijoittamista yritystoyhtiöillä voi jopa olla velvollisuus sijoittaa varat matalan riskin kohteisiin. *Heyman* 2007, s. 542; *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 913.

³⁷ *Heyman* 2007, s. 548. Erityisesti Yhdysvalloissa käyttöpääomaksi jätettyjä varoja ei ole oikeutta käyttää SPAC-yhtiön johdon palkkoihin. Heidän palkitsemisensa tulee tällöin kyseeseen vasta yritystoston tai sulautumisen jälkeisenä aikana. *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 872. Vrt. kuitenkin *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 38, jonka mukaan yhtiö on sitoutunut sen hallituksen jäsenille suoritettavan vuosipalkkion maksamiseen.

³⁸ *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 896–897 ja 914. Ks. myös *Lakicevic – Shachmurove – Vulcanovic* 2014, s. 156. SPAC-yhtiön kevyen rakenteen vuoksi perustamiskustannukset ovat matalat, minkä vuoksi kyseisten yhtiöiden määrä markkinoilla voi kohota nopeasti. Tällöin yhtiöt joutuvat kilpailemaan keskenään sijoittajien rahoituksesta. Samalla johdon sijoitus tuo lisävakuutta sijoittajille ja vahvistaa johdon sitoutumista, sillä johdon maine ei itsessään luo riittävää turvaa sijoittajille. *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 897 ja 921. Perustamisesta ks. *Sjoström* 2008, s. 744. Sulkutilille sidottujen varojen korkealla osuudella suhteessa listautumisannissa sijoittajilta kerättyihin varoihin on myös havaittu olevan kielteisiä vaikutuksia. Korkea osuus nimittäin merkitsee, että myös sijoittajille SPAC-yhtiön mahdollisesti purkautuessa palautettava osuus on suurempi, minkä on havaittu lisäävän sijoittajien taipumusta äänestä ehdotettua yrityskauppaa vastaan. *Cumming – Haß – Schweizer* 2014, s. 207 ja 210.

³⁹ *Rader – de Bürca* 2006, s. 5; *Nilsson* 2018, s. 257.

vieraan pääomanehtoisella rahoituksella.⁴⁰ SPAC-yhtiö ei siten itsessään harjoita toimintaa, vaan se on nimenomaisesti perustettu rahoituksen keräämiseksi.⁴¹

Toisinaan yritysostoyhtiöitä on verrattu pääomasijoitustoimintaan, mitä on perusteltu nimenomaan tuotontavoitteluun tähtäävillä rakenteilla ja toimintatavoilla.⁴² Toisaalta yksi yritysostoyhtiön erikoisuuksista liittyy yhtiön elinkaaren ajallisesti rajoitettuun ulottuvuuteen. Listautumisesta lukien SPAC-yhtiön tulee toteuttaa yritysosto määrätyn ajan kuluessa uhalla, että yhtiö purkautuu ja sijoittajille syntyy oikeus varojen palautukseen.⁴³ Sijoituksen määräaikaisuus pakottaa yritysostoyhtiön johdon aktiivisesti etsimään sopivaa sijoituskohdetta ja siten estää sen, että sijoittajien varat olisi sidottu määräämättömän pitkän ajan.⁴⁴ Useimmiten aikarajoite on kulloisenkin markkinapaikan säännöistä tai osakeannin ehdoista riippuen kahdeksastatoista kuukaudesta kolmeen vuoteen.⁴⁵ Käytännössä järjestely kohde- ja SPAC-yhtiön välillä voidaan toteuttaa usealla eri tavalla, jolloin vaihtoehtoina ovat muun muassa kohdeyhtiön osakkeiden hankinta, sulautuminen, osakevaihto tai liiketoimintakauppa.⁴⁶

Mikä sitten saa sijoittajat ostamaan käytännössä tyhjän yhtiön osakkeita ilman, että heillä edes olisi tietoa mahdollisesta tulevasta ostokohteesta? Pohjimmiltaan SPAC-yhtiöiden osalta kyse on sijoittajien uskosta yhtiön johtoon sekä heidän kykyynsä valita sopiva kohde ja toteuttaa

⁴⁰ Hale 2007, s. 73.

⁴¹ Useimmat arvopaperipörssit edellyttävät listattavilta yhtiöltä riittävää toimihistoriaa, jotta kyseisen yhtiön osakkeet voidaan ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tämän vaatimuksen vuoksi SPAC-yhtiön osakkeiden listaaminen kyseiselle markkinapaikalle edellyttää, että markkinapaikan säännöt sisältävät SPAC-yhtiöitä koskevan poikkeuksen. Esimerkiksi Helsingin pörssi eli Nasdaq Helsinki julkaisi 1.3.2021 sääntömuutoksen, joka mahdollistaa SPAC-yhtiöiden osakkeiden ottamisen julkisen kaupankäynnin kohteeksi myös kyseisellä markkinapaikalla. Ks. *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021.

⁴² Davidoff 2008, s. 225. Sinänsä SPAC-yhtiöiden rakenteen voidaan sanoa muistuttavan rahastoa, sillä yhtä lailla kyseisten yhtiöiden toiminta perustuu ajatukselle sijoittajilta kerättävästä pääomasta, joka sijoitetaan yhtiön osakekannan hankkimiseen. Rahastoihin verrattuna yritysostoyhtiöissä sijoitukset eivät kuitenkaan ole hajautettuja, sillä sijoittajilta kerättyjen varojen käyttämisestä koskevat vaatimukset mahdollistavat käytännössä vain yhden kohdeyhtiön hankkimisen, minkä vuoksi sijoittajia kohtaa näiltä osin suurempi riski kuin tavanomaisissa rahastosijoituksissa. Ks. myös Heyman 2007, s. 549. Ks. pääomasijoitusajattelusta Davidoff 2008, s. 225–228 ja 239.

⁴³ Rader – de Búrca 2006, s. 5; Davidoff 2008, s. 224. Oikeus varojen palautukseen vähentää sijoittajan riskiä sijoittaa varansa listautumisannissa. Tosin pääomanpalautus ei välttämättä vastaa alkuperäistä sijoitettua summaa, sillä palautus maksetaan sulkutilin varoista sijoittajien suhteellisten osuuksien mukaisesti. Mahdollinen varoille kertynyt tuotto kuuluu sijoittajille, mutta toisaalta on huomioitava se, että vain osa varoista on sijoitettu sulkutilille pienen osan ollessa käytettävissä juoksevien kulujen kattamiseen. Nilsson 2018, s. 257.

⁴⁴ Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 900. Listautumisen ansioista SPAC-yhtiön osakkeet ovat tavallisiin osakkeisiin verrattuna likvidimpiä ja sijoittajalla on siten aina mahdollisuus irtautua sijoituksestaan myymällä osakkeensa julkisella markkinapaikalla. Kuitenkin osakkeiden arvo muodostuu käytännössä tulevan yritysoston onnistumisen odotusarvon perusteella. Mikäli SPAC-yhtiön elinkaarta ei olisi rajoitettu, voi usko yritysoston toteutumisen heikentyä, mikä vaikuttaa negatiivisesti osakkeen arvoon ja pahimmassa tapauksessa tekee osakkeista arvottomia.

⁴⁵ Ks. esim. Rader – de Búrca 2006, s. 5; Davidoff 2008, s. 224; *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.3.

⁴⁶ Hale 2007, s. 72.

yritysjärjestely.⁴⁷ Johto koostuu useimmiten yritysosoyhtiön perustajista, eli niin kutsutuista sponsoreista. Johdon merkittävä omistus yhtiössä on myös omiaan vähentämään päämies-agentti-teorian mukaisia ongelmia, ja siten kasvattamaan sijoittajasuojaa.⁴⁸ Siitä huolimatta, että johdolla on kohdeyhtiön etsimisessä ja hankkimisessa merkittävä rooli, on lopullinen päätäntävalta yritystoston tai sulautumisen toteuttamisesta jätetty osakkeenomistajan asemassa oleville sijoittajille. Kohdeyhtiön osakkeiden hankkimisesta tehty sopimus tulee julkistaa yritysosoyhtiön osakkeenomistajille, jotka äänestävät yhtiökokouksessa kaupan lopullisesta toteutumisesta. Mikäli määrävähemmistö, useimmiten yli 20 prosenttia sijoittajista vastustaa kauppaa, ei yritystosta voida toteuttaa.⁴⁹ Toisaalta kaupan toteutuessa, sitä vastustaneille sijoittajille syntyy oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista hinnasta, joka vastaa sijoittajan sijoituksen *suhteellista* osuutta sulkutilin varoista.⁵⁰ Se, että osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena mahdollistaa sijoittajalle irtautumisen yhtiöstä myös myymällä osakkeensa pörssissä.⁵¹ Mikäli SPAC-yhtiön osakkeenomistajat hyväksyvät kaupan, tulee heistä kohdeyhtiön osakkeenomistajia.⁵²

Yritysosoyhtiöt ovat siis osakeyhtiömuotoisia yhtiöitä, joiden SPAC-yhtiöille tyypilliset piirteet perustuvat pakottavan yhtiöoikeudellisen sääntelyn ulkopuolisiin normeihin ja sitoumuksiin. Edellä todetulla tavalla tyhjentävän määritelmän esittäminen ei ole mahdollista ja SPAC-yhtiöiden piirteet voivatkin erota jonkin verran keskenään riippuen paikallisesta sääntelystä sekä yhtiön tai sen omistajien vapaaehtoisista sitoumuksista.

⁴⁷ *Riemer* 2007, s. 958; *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 871; *Cumming – Haß – Schweizer* 2014, s. 207; *Schumacher* 2020, s. 398.

⁴⁸ *Rader – de Bürca* 2006, s. 3; *Davidoff* 2008, s. 225; *Schumacher* 2020, s. 398. Sijoittajasuojan vahvistamiseksi johto voidaan myös sopimuksin velvoittaa pitämään osakkeensa tietyn ajanjakson (niin kutsuttu *lock-up period*), jonka aikana heillä ei siis ole oikeutta luopua omistuksestaan. Tällaisen sitoumuksen tarkoituksena on ennaltaehkäistä johdon hätiköityjä sijoituspäätöksiä erityisesti siinä tapauksessa, että yritystoston varattu määräaika uhkaa loppua. *Castelli* 2009, s. 256.

⁴⁹ *Rader – de Bürca* 2006, s. 5; *Heyman* 2007, s. 543. Tässä suhteessa menettely eroaa osakeyhtiölain (624/2006, OYL) sulautumista koskevasta päätöksentekomenettelystä (OYL 16:9), jonka mukaan päätöksen sulautumisesta tekee vastaanottavassa yhtiössä hallitus. Kyseinen piirre myös erottaa yritysosoyhtiöt rahastoista, joissa sijoituspäätökset tekee rahastonhoitaja. Tämä osaltaan korostaa SPAC-yhtiöiden taustalla vaikuttavaa periaatetta vahvemman sijoittajasuojasta.

⁵⁰ *Hale* 2007, s. 72; *Riemer* 2007 s. 954; *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 913–914; *Schumacher* 2020, s. 398.

⁵¹ Osakkeiden myyminen pörssissä on kannatettava vaihtoehto erityisesti niissä tilanteissa, joissa osakkeen kurssi on korkeampi verrattuna osakkeen lunastushintaan. Perustuen David Nussbaumin haastattelun 30.1.2006 nauhoitteeseen, selostanut *Riemer* 2007, s. 946, alaviite 97.

⁵² *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 871.

2.3 Edut ja riskit

SPAC-yhtiöiden osakseen saama suosio ei ole syntynyt tyhjästä: yhtiöön liittyy tiettyjä ominaisuuksia, jotka tekevät siitä houkuttelevan järjestelyn eri osapuolille, erityisesti sijoittajille ja kohdeyhtiölle. Samalla on syytä muistaa, ettei kyse ole suinkaan riskittömästä sijoituksesta. SPAC-yhtiön muista sijoitusinstrumenteista, etenkin suoriin osakesijoituksiin sekä rahastosijoituksiin verrattuna, poikkeavan luonteen vuoksi riskit eivät kuitenkaan välttämättä ole yhtä helposti havaittavissa⁵³.

Useimmiten esille nostetaan tavallisiin yhtiöihin verrattuna kevyempi listautumisprosessi, minkä on nähty nopeuttavan ja helpottavan erityisesti pienempien yhtiöiden mahdollisuuksia kerätä rahoitusta markkinoilta.⁵⁴ Yritystoyhtiöiden ollessa listautumishetkellä käytännössä tyhjiä yhtiötä, on arvopaperimarkkinasääntelyn edellyttämän tiedonantovelvollisuuden täyttäminen todellisuudessa huomattavasti suoraviivaisempaa kuin toimivien yhtiöiden ollessa kyseessä. Mittavan toimihistorian puuttumisen vuoksi yhtiöllä ei myöskään ole juurikaan tietoja, joita se voisi sijoittajille raportoida.⁵⁵ Toiseksi, SPAC-yhtiön osakkeiden ollessa jo julkisen kaupankäynnin kohteena, tulevat myös kohdeyhtiön osakkeet vaihdannan piiriin kyseisellä markkinapaikalla edellyttäen, että järjestely yritystoyhtiön ja kohdeyhtiön välillä toteutetaan sulautumisena. Tämä parantaa kohdeyhtiön osakkeiden likviditeettiä, ja siten

⁵³ On tosin huomautettava, että sijoitukseen liittyvät riskit on pääsääntöisesti jo lainsäädännön nojalla kattavasti kuvattu SPAC-yhtiön listalleottoesitteessä eivätkä ne siten jää puhtaasti sijoittajan itsensä selvitetäväksi. Eri asia tietenkin on, tutustuuko sijoittaja esitteessä kuvattuihin riskeihin ja millainen kyky hänellä on ymmärtää riskien merkitys.

⁵⁴ Heyman 2007, s. 547; Riemer 2007, s. 966. Listautumista on pidetty erityisesti pienemmille yhtiöille haastavana prosessina. Osakkeiden ottaminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi edellyttää useiden toimijoiden osallistumista järjestelyn toteuttamiseen, joista yhtenä ovat osakeantitakaajina toimivat pankit tai muut rahoituslaitokset. Listautumiseen osallistuvat takaajapankit ovat perinteisesti suosineet suurempia ja vakaampia yhtiötä, sillä niiden osakkeilla uskotaan yleensä olevan suurempi kysyntä sijoittajien keskuudessa, ja siten lisäävän listautumisannin onnistumisen todennäköisyyttä. Pienempiin ja erityisesti startup-vaiheen yhtiöihin liittyvät riskit ovat yleensä suurempia, minkä vuoksi takaajapankkien intressi osallistua listautumiseen on vähäisempi. Tämä osaltaan heikentää pienempien yhtiöiden tosiasiallisia mahdollisuuksia toteuttaa listautumisannin itsenäisesti. Siten listautuminen SPAC-yhtiön avulla on usein nähty näiden yhtiöiden osalta helpommaksi reitiksi. Pavkov 2006, s. 449.

Sulautuminen yhtiöön, jonka osakkeet ovat julkisen kaupan käynnin kohteena (englannin kielisessä kirjallisuudessa tähän viitataan termillä *Reverse Merger*) ei kuitenkaan tarkkaan ottaen vastaa listautumisannin, vaikka se johtaa lähes samaan lopputulokseen. SPAC-yhtiön ja kohdeyhtiön sulautumisen todellisiin hyötyihin on myös suhtauduttu kriittisesti erityisesti osakkeiden tosiasiallisen likviditeetin ja kohdeyhtiölle kanavoituvan rahoituksen osalta. Kritiikkiä on esittänyt esimerkiksi *Sjostrom* (2008, erityisesti s. 748–752).

⁵⁵ Esimerkiksi Yhdysvalloissa 2000-luvun alkupuolella väärinkäytösten ehkäisemiseksi säädetty niin kutsuttu *Sarbanes-Oxley*-sääntely (the Sarbanes-Oxley Act of 2002.) lisäsi julkisten yhtiöiden raportointivelvollisuuksia. Ks. *Sjostrom* 2009, s. 640 ja Sarbanes-Oxley-sääntelystä laajemmin s. 655–658. Tiedonantovelvollisuuden osalta on tosin huomattava, että SPAC-yhtiöt ovat yhtä lailla jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piirissä kuin muutkin kyseisellä markkinapaikalla toimivat liikkeeseenlaskijat. Riippuen valitusta, kohdeyhtiön hankintaa koskevan järjestelyn toteutusmuodosta, saattaa lopputulos tiedonantovelvollisuuden osalta hyvinkin vastata sitä, millainen se olisi ollut, mikäli kohdeyhtiö olisi suoraan itse toteuttanut listautumisannin.

houkuttelevuutta sijoittajien silmissä. Tosin on muistettava, että tämän ”oikotien” käyttömahdollisuudet ovat rajalliset: ainoastaan yhtiöt, joiden SPAC-yhtiön johto katsoo omaavaan riittävää potentiaalia ja jotka siten valikoituvat kohdeyhtiöksi, voivat hyötyä kevennetystä menettelystä.⁵⁶ Viime kädessä kyse on SPAC-yhtiön johdon pyrkimyksestä löytää aliarvostettu yhtiö ja siten pyrkiä hyötymään sen arvonnoususta.⁵⁷

Listautumisen ohella SPAC-yhtiöt tarjoavat kohdeyhtiön omistajille mahdollisuuden irrottautua yhtiöstä ja muuttaa omistuksensa rahaksi. Kohdeyhtiön johdon ei siten tarvitse myydä osakkeitaan listautumisannin yhteydessä.⁵⁸ Rahoituksen ohella kohdeyhtiöt voivat myös hyötyä yritysoston myötä yhtiöön tulevasta osaamisesta, sillä SPAC-yhtiöiden johto koostuu usein vahvan osaamisen omaavista sekä tietyiltä toimialoilta tietotaitoa ja kokemusta kartuttaneista henkilöistä.⁵⁹

Sijoittajan näkökulmasta yritysostoyhtiöt tarjoavat piensijoittajille mahdollisuuden pääomasijoitusluonteisiin sijoituksiin, jotka ovat perinteisesti olleet ainoastaan suurempien institutionaalisten sijoittajien käytettävissä.⁶⁰ SPAC-yhtiöihin sisäänrakennetut ominaispiirteet tekevät siitä kuitenkin piensijoittajalle turvallisemman vaihtoehdon. Tällaisista ominaispiirteistä voidaan mainita seuraavat:

- *likviditeetti* eli osakkeiden julkinen kaupankäynti;
- *johdon kontrollointi*, mikä ilmenee käytännössä vaatimuksena osakeomistajien enemmistön tuesta kohdeyhtiön hankinnalle; ja
- yrityskaupan toteuttamiselle asetettu *aikarajoite*, jonka ylittyessä sijoittajilla on oikeus pääomanpalautukseen.⁶¹

SPAC-yhtiön merkitystä voidaan vielä tarkastella sponsoreiden ja yhtiön johdon näkökulmasta. Johdolle on usein tarjottu merkittäväksi yritysostoyhtiön osakkeita alennettuun hintaan

⁵⁶ *Sjostrom* 2008, s. 758–759. Kuten edellä on todettu, järjestely yritysostoyhtiön ja kohdeyhtiön välillä voidaan toteuttaa myös muulla tavalla kuin kohdeyhtiön sulautumisena yritysostoyhtiöön. Mikäli toteutustavaksi valitaan osakekauppa, eivät kohdeyhtiön osakkeet luonnollisesti tule julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Ks. *Sjostrom* 2008, s. 758–759.

⁵⁷ *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 874.

⁵⁸ *Heyman* 2007, s. 547. Listautumisehdot saattavat sisältää yhtiön johtoa koskevia ehtoja, jotka rajoittavat heidän oikeuttaan luopua osakkeistaan listautumisannissa ja määrättynä aikana sen jälkeen. Tällöin listautumisanti ei näyttäydy johdolle vaihtoehtona, mikäli he haluavat irtautua yhtiöstä. *Dimitrova* 2017, s. 103 alaviite 8.

⁵⁹ *Dimitrova* 2017, s. 103.

⁶⁰ *Riemer* 2007, s. 966; *Davidoff* 2008, s. 227–228; *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 874; *Nilsson* 2018, s. 254. SPAC-yhtiöihin sijoittamista on toisinaan luonnehdittu ”käyhän miehen pääomasijoitusrahastoksi” (*”poor man's private equity fund”*). *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 874.

⁶¹ *Heyman* 2007, s. 549; *Riemer* 2007, s. 960–961.

tarkoituksena sitouttaa heidät kohdeyhtiön etsimiseen ja siten yhtiön tarkoituksen toteuttamiseen.⁶² Yritystoston onnistuessa myös johto pääsee hyötymään kaupasta SPAC-yhtiön osakkeiden arvonnousun myötä, mikä käytännössä edellyttää kyseisten osakkeiden myyntiä tai optio-oikeuksien käyttämistä.⁶³ Perinteiseen pääomasijoitustoimintaan⁶⁴ verrattuna SPAC-yhtiön johdon saama korvaus on siten sidottu suoraan yritystoston toteuttamiseen, kun taas pääomasijoitusten osalta johdon tai salkunhoitajan korvaus perustuu sijoitussalkun tuottoihin ja hallintopalkkioon.⁶⁵

Monista eduista huolimatta, myös SPAC-yhtiöihin liittyy muiden sijoitusinstrumenttien tavoin riskejä, jotka ovat suoraan seurausta yhtiötyypin luonteesta.⁶⁶ Ensinnäkin on pidettävä mielessä yritystostoyhtiön olevan käytännössä tyhjä kuori, jolloin sijoittajat tosiasiaassa sijoittavat, aineellisen varallisuuden puuttuessa, edellä todetulla tavalla johdon asiantuntemukseen ja osaamiseen.⁶⁷ Johdon aiemmat onnistumiset ja muutoin liike-elämästä keräämä kokemus eivät kuitenkaan takaa SPAC-yhtiön tavoitteen saavuttamista eli onnistuneen yritystoston toteuttamista, minkä vuoksi yhtiön tuloksentuottamiskykyä ja sijoitukseen liittyvää riskiä on haasteellista arvioida etukäteen.⁶⁸

Toiseksi, hajautuksen tuomaa suojaa ei voida saavuttaa sijoituksen kohdistuessa käytännössä vain yhteen kohdeyhtiöön yritystoston toteuttamiseen varatun varallisuuden määrällisistä rajoituksista johtuen.⁶⁹ Kolmanneksi, SPAC-yhtiön purkautuminen tilanteessa, jossa yritystosto jää toteutumatta ja siten yhtiön tavoite saavuttamatta saattaa merkitä tappion realisoitumista yhtiöön listautumisannissa sijoittaneille sijoittajille. Heillä on toki tässä tilanteessa oikeus pääomanpalautukseen, jonka määrää vähentää kohdeyhtiön etsimisestä johtuneet kulut ja palkkiot. Siten sijoittajille palautettava määrä ei vastaa heidän alkuperäistä sijoitustaan, vaan

⁶² Heyman 2007, s. 548; Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 892. Tyypillisesti johdon omistama osuus on noin 20 prosenttia koko SPAC-yhtiön osakekannasta heidän sijoituksensa suuruuden jäädessä suhteellisen alhaiseksi listautumisessa sijoittajilta kerättyyn pääomaan nähden. Lakicevic – Shachmurove – Vulanovic 2014, s. 155.

⁶³ Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 893; Schumacher 2020, s. 399–400. Usein erityisesti Yhdysvalloissa johdon saama tuotto on ollut noin 20 % heidän pääomapanostuksestaan. Heyman 2007, s. 550; Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 891–895.

⁶⁴ Tässä viitataan *private equity* ja *venture capital* -luonteisiin sijoituksiin.

⁶⁵ Fleischer 2008, s. 8; Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 891 ja 894.

⁶⁶ On toki muistettava, että edellä todetut ominaisuudet on osaltaan tarkoitettu tässä käsiteltävien riskien poistamiseksi tai vähentämiseksi.

⁶⁷ Heyman 2007, s. 549.

⁶⁸ Ks. *Vivala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 8.

⁶⁹ Davidoff 2008, s. 225; Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 901: Usein kohdeyhtiöksi on valikoitunut pienempiä kasvuvaiheen yhtiöitä, joihin liittyvät riskit ovat suuremmat kuin isommissa ja liiketoimintansa vakiinnuttamissa yhtiöissä. Tämän vuoksi sijoitus yritystostoyhtiöön käytännössä vastaa suoraa sijoitusta pienempään kasvuvaiheen yhtiöön. Heyman 2007, s. 549.

on usein alkuperäistä sijoitusta pienempi.⁷⁰ Mahdolliselle kohdeyhtiölle syntyneet kulut jäävät myös tältä osin kohdeyhtiön tappioksi.⁷¹

Johdon kannustamiseen tarkoitettut mekanismit sekä sijoitukselle asetettu aikarajoite saattavat nekin johtaa haitallisiin lopputuloksiin. Kuten todettu, johdon sitouttamiseksi he usein omistavat SPAC-yhtiön osakkeita ja osakkeisiin oikeuttavia optio-oikeuksia. Johdon osakkeet kuitenkin eroavat yleensä oikeuksiltaan listautumisen yhteydessä yleisölle tarjottavista osakkeista. Johdolle asetetun kannustimen tehostamiseksi heidän osakkeisiinsa ei välttämättä liity oikeutta pääoman palautukseen yrityskaupan jäädessä toteutumatta sille asetetun määräajan puitteissa, jolloin he menettävät sijoittamansa pääoman.⁷² Siten määräajan umpeutumisen lähestyessä johdolla on suurempi paine saada yrityskauppa toteutettua – ehdoilla millä hyvänsä – ja turvattua heidän oma kompensationsa.⁷³ Samalla on muistettava, että potentiaalisten kohdeyhtiöiden joukko on rajattu ja yritysostoyhtiöt kilpailevat tältä osin toistensa kanssa.⁷⁴ Lisäksi tulee huomioida sulkutilille asetettujen varojen käyttöä koskeva vaatimus, jonka mukaan kohdeyhtiön markkina-arvon on vastattava 80 prosenttia SPAC-yhtiön sulkutilin varoista. Näiden tekijöiden vuoksi kohdeyhtiöstä saatetaan maksaa ylihintaa tai muutoin päätyä ehdottamaan järjestelyä, jota voidaan pitää sijoittajien kannalta epätydyttävänä.⁷⁵

Lopuksi voidaan ottaa esille myös yritysostoyhtiöiden toimintaympäristöön liittyvä sääntelyllinen riski. Erityisesti uusissa sääntely-ympäristöissä, joissa SPAC-yhtiöitä ei ole

⁷⁰ Rader – de Búrca 2006, s. 5; Hale 2007, s. 73 Rodrigues – Stegemoller 2013, s. 913–914. On myös muistettava, että sijoittajien mahdollisesti omistamat osto-optiot raukeavat tässä yhteydessä arvottomina. Hale 2007, s. 73.

⁷¹ Rader – de Búrca 2006, s. 6. Ks. esim. *Vivala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 10; *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 12.

⁷² Nilsson 2018, s. 263–264 ja ks. esim. *Hyde Park Acquisition Corp. Amendment No. 1 to form S-1* 10.6.2011, s. 31, jossa johdon osakkeista ja optioista on todettu seuraavaa: “Accordingly, the shares acquired prior to this offering, as well as the sponsors’ warrants and any warrants purchased by our officers or directors in the aftermarket, will be worthless if we do not consummate our initial business combination.” Ks. johdon osakkeisiin liittyvistä muista ehdoista luku 2.4.

⁷³ Heyman 2007, s. 550; Schumacher 2020, s. 401.

⁷⁴ Castelli 2009, s. 268. Ks. myös esim. *Vivala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 10-11.

⁷⁵ Heyman 2007, s. 550; Schumacher 2020, s. 401. Ylihinta on tässä seurausta huonontuneesta neuvotteluasemasta. Ks. esim. Savitz 2005, s. 22. Ajallinen rajoite on myös kohdeyhtiön tiedossa, mikä vahvistaa sen neuvotteluasemaa. Lisäksi käytettävissä olevan ajan niukkuus rajoittaa SPAC-yhtiön johdon mahdollisuuksia suorittaa perusteellinen due diligence -tarkastus, mikä kasvattaa yrityskaupan riskiä. Ks. esim. *Ares Acquisition Corporation Form S-1* 26.1.2021, s. 36: “This risk will increase as we get closer to the time frame described above. In addition, we may have limited time to conduct due diligence and may enter into our initial business combination on terms that we would have rejected upon a more comprehensive investigation.” Pidentämällä yrityskaupan toteuttamiseen annettua määräaika, voidaan osin puuttua tähän ongelmaan ja siten vähentää kohdeyhtiön neuvottelullista voimaa. Castelli 2009, s. 269. On tosin muistettava, että lopullinen päätös yrityskaupan toteuttamisesta tehdään sijoittajien äänestyksessä ja viimesijainen päätäntävalta kuuluu siten sijoittajille. Siten myöskään johdon väärinkäytökset eivät ole samalla tavalla mahdollisia kuin 1980-luvulla SPAC-yhtiöiden esiasteiden osalta. Heyman 2007, s. 550.

aiemmin esiintynyt, ei ole täyttä varmuutta siitä, millaisia tosiasiallisia rajoitteita nykyinen tai mahdollinen tuleva sääntely yritysostoyhtiön toiminnalle aiheuttaa. Vaikutukset saattavat olla yllättäviä ja etukäteen vaikeasti ennustettavissa.⁷⁶

Kattavat sijoittajansuojamekanismit eivät edellä todetulla tavalla takaa SPAC-yhtiöiden riskittömyyttä sijoittajalle. Vaikuttaisikin siltä, että nämä mekanismit pystyvät takaamaan tietyn tasoista vähimmäisturvaa ja *sijoittajan* sijoittaman pääoman menettäminen kokonaisuudessaan näyttäisi varsin epätodennäköiseltä.⁷⁷ Kuitenkin SPAC-yhtiön tavoitteen jäädessä toteutumatta ja sen purkautuessa yritysostolle asetetun määräajan umpeuduttua tai sijoittajan vaatiessa osakkeidensa lunastusta, vaikuttaisi sijoittajalle näissä tilanteissa palautettavan pääoman olevan lähes poikkeuksetta alhaisempi kuin hänen alun perin sijoittamansa summa. Tämä on seurausta SPAC-yhtiön itsenäisen liiketoiminnan puuttumisesta, ja siten tarpeesta rahoittaa alkuvaiheessa syntyviä juoksevia kuluja sijoittajilta kerätyillä varoilla. Lopulta kyse on vain yhdestä sijoitusinstrumenteista muiden ohella, jolloin riskiä ja tuotto-odotusta koskeva vertailu kohdistuu näihin muihin sijoituskohteisiin.

2.4 Moderni SPAC – uusia mekanismeja ongelmien ratkaisemiseksi

Tietyillä mekanismeilla on havaittu vuosien saatossa olevan haitallisia vaikutuksia, minkä vuoksi SPAC-yhtiöt ovat omaksuneet uusia piirteitä. Yritysostoyhtiöiden löyhä sääntely-ympäristö on osaltaan mahdollistanut tämän kehityksen ja vastaamisen toimintaympäristön haasteisiin.

Erityisesti finanssikriisin aikaan eri sijoituskohteiden riskit kasvoivat ja sijoittajien oli haastavaa löytää vakaata sijoituskohdetta pääomiensa turvaamiseksi.⁷⁸ SPAC-yhtiöt tarjosivat kuitenkin ominaispiirteidensä vuoksi sijoittajan näkökulmasta suhteellisen turvatun kohteen, mikä liittyi erityisesti niiden äänestysmekanismiin ja pääomanpalautusta koskeviin ehtoihin.⁷⁹

⁷⁶ *Viral Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 11; *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 12.

⁷⁷ On huomioitava, että perustajaosakkaiden, sponsoreiden ja johdon SPAC-yhtiöihin liittyvät riskit ovat yleensä suuremmat, mikä liittyy yleensä siihen, että heidän omistamansa osakkeet saattavat olla osakelajiltaan erilaisia verrattuna listautumisannissa sijoittajille tarjottuihin ja näiden osakkeiden tuottamat oikeudet saattavat olla rajallisemmat. Lisäksi perustajaosakkaat, sponsorit ja johto ovat saattaneet antaa listautumisannin yhteydessä erilaisia sitoumuksia, jotka rajoittavat esimerkiksi heidän oikeuttaan irtautua yhtiöstä. Ks. esim. *Viral Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.16.2021.

⁷⁸ *Cumming – Haß – Schweizer* 2014, s. 208.

⁷⁹ *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 911; *Cumming – Haß – Schweizer* 2014, s. 208–209. Käytännössä SPAC-sijoitusta on verrattu rinnastuvan sijoittajan kannalta riskittömään joukkovelkakirjaan, johon on liitetty osto-optio (mikäli sijoittajalle on annettu optioita merkinnän yhteydessä). *Lakicevic – Shachmurove – Vulcanovic* 2014, s. 164.

Siten sijoittajille oli kannattavaa äänestää ehdotettua yrityskauppaa vastaan, sillä se tarjosi heille oikeuden vaatia pääomanpalautusta, mikä oli kyseisissä markkinaolosuhteissa suositeltava vaihtoehto huomioiden muiden sijoituskohteiden kasvaneet riskit ja heikentyneestä kysynnästä seurannut likviditeetin vähentyminen.⁸⁰ Erityisesti sijoittajat, jotka omistivat suuremman osuuden SPAC-yhtiöistä, pystyivät käyttämään asemaansa hyväkseen ja tavoittelivat osakkeidensa myyntiä heille sulkuutililtä kuuluvaa suhteellista osuutta korkeampaan hintaan yrityskaupan kannattajille tai SPAC-yhtiön johdolle. Erityisesti johdon intressissä oli edellä todetulla tavalla yrityskaupan toteuttaminen, kun taas listautumisannissa sijoittaneiden pääoma oli turvatumpi ja yrityskaupan toteutumisen merkitys vähäisempi.⁸¹

Ratkaisuna edellä kuvattuun ongelmaan 2010-luvulta alkaen listautuneissa SPAC-yhtiöissä on omaksuttu ehtoja, joiden mukaan yrityskaupan toteuttamista ei tarvitse hyväksyttää yhtiön julkisesti noteerattuja osakkeita omistavien osakkaiden kokouksessa. Äänestysoikeuden poistaminen on kompensoitu kyseisille osakkeenomistajille antamalla heille oikeus vaatia osakkeidensa lunastusta. Siten yrityskauppa voidaan toteuttaa sijoittajien tahdosta riippumatta. Luonnollisesti tämä tarkoittaa, ettei lunastusta vaativien joukko kasva niin suureksi, että yritysoston toteuttamiseen ei olisi enää varoja.⁸² Ehdossa on voitu myös rajoittaa samalta sijoittajalta lunastettavien osakkeiden määrää, minkä tarkoituksena on estää suuren suhteellisen osakemäärän tuoman neuvotteluvoiman hyväksikäyttäminen korkeamman lunastushinnan

⁸⁰ *Cumming – Haß – Schweizer* 2014, s. 200 ja 208–209. Yrityskauppojen toteuttamisessa ilmenneet ongelmat heijastuivat myös SPAC-yhtiöiden perustamiseen. Vuonna 2008 yksikään SPAC-yhtiö ei listautunut Yhdysvalloissa. *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 911.

⁸¹ *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 911. Ilmiöstä on käytetty tässä yhteydessä englanninkielisessä kirjallisuudessa nimitystä *greenmailing*, Erityisesti sijoittajina olleilla hedgerahastoilla oli taipumusta kuvatuunlaiseen toimintaan. *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 911. Greenmailing-ilmiö ei sinänsä ole uusi ja sitä on esiintynyt yrityskauppojen yhteydessä jo ennen 2000-lukua. Käytännössä termillä on viitattu tilanteeseen, jossa suuren osakeosuuden omistaja uhkaa vallata yhtiön (*osakevaltaus*), jollei yhtiö tai sen johto suostu osakkeenomistajan vaatimukseen ostaa kyseinen osuus markkinahintaa korkeampaan hintaan (*premio*). *Kurian* 2013, s. 143. Ks. esim. *Liles* 1985, joka on käsitellyt esimerkkejä greenmailing-tapauksista ja ilmiön ongelmia.

⁸² Ks. esim. *57th Street General Acquisition Corp. Form S-1* 16.11.2009, s. 58. Ks. myös *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 911–912; *D’Alvia* 2020, s. 115. Mekanismiin on viitattu englanninkielisessä kirjallisuudessa termillä *tender offer*. Luonnollisesti yrityskaupan toteuttaminen vaatii taakseen tietyn määrän osakkeenomistajia, jotta sen toteuttaminen on ylipäättään mahdollista. Siitä huolimatta, että sijoittajien äänestystä ei edellytetä, on ehdoissa usein asetettu vetäytyvien ja siten osakkeidensa lunastusta vaativien osuudelle raja, jonka ylittäminen johtaa yrityskaupan kaatumiseen. Esimerkiksi *57th Street General Acquisition Corp. Form S-1* 16.11.2009 (s. 58) ehtojen mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista voitiin lunastaa jopa 88 prosenttia, minkä rajan ylittäminen olisi tarkoittanut ehdotetun yrityskaupan toteutumatta jäämistä. Toisaalta lunastus voi perustua listalleottoesitteen ehtojen ohella myös yhtiön yhtiöjärjestyksen määräykseen. *D’Alvia* 2020, s. 115.

toivossa.⁸³ Moderneissa SPAC-yhtiöissä äänivallan merkitys on siten poistunut, mikä entisestään korostaa sulkutilin tärkeyttä sijoittajansuojana.⁸⁴

Sijoittajiin kohdistuvien rajoitusten lisäksi moderneissa yritysoyhtiöissä listautumisehdoissa voidaan myös supistaa kantaosakkeiden haltijoiden ja johdon oikeuksia. Johdon oikeutta myydä osakkeensa yrityskaupan jälkeen on saatettu rajoittaa ajallisesti ”jäädettämällä” osakkeet määräajaksi ja siten tavoitteena estäen sen, että johto myisi osakkeensa heti yrityskaupan toteuttamisen jälkeen. Myös määrälliset rajoitukset ovat mahdollisia, jolloin koko omistusosuuden myyminen kerralla ei ole mahdollista ja luovutusoikeuden syntyminen määräosan osalta edellyttää tiettyjen ennalta määrättyjen edellytysten täyttymistä.⁸⁵ Tällöin tarkoituksena voi olla varmistaa, että johto sitoutuu yhtiön kehittämiseen ja arvon luomiseen sijoittajille myös yrityskaupan toteutuksen jälkeen.⁸⁶ Johdon osalta pitkän aikavälin kannustinvaikutus voidaan saada aikaiseksi myös osinko-oikeuteen kohdistuvilla erityisillä ehdoilla, esimerkiksi asettamalla sijoittajille tulevalle tuotolle tavoitearvo. Tällöin vasta tavoitearvon saavuttaminen luo johdolle oikeuden osinkoon.⁸⁷

Kerätyn pääoman käyttöä koskevat vaatimukset asettavat rajoituksia potentiaalisille kohdeyhtiöille ja rajaavat niiden joukkoa. Sen seikan, ettei kohdeyhtiö ole vielä listautumishetkellä tiedossa, on havaittu aiheuttavan tehottomuutta markkinoille listautumisessa kerätyn pääoman ja varojen käyttöä koskevien vaatimusten kohtaantongelmista johtuen.⁸⁸ Tästä seuraten yksi viimeaikaisimmista uudistuksista liittyy sulkutilille

⁸³ Nilsson 2018, s. 259. Ks. esim. *57th Street General Acquisition Corp. listalleottoesite* 16.11.2009, s. 52: Osakkeenomistajalta, mukaan lukien hänen lähipiirinsä, lunastettavien osakkeiden määrä voi olla enintään 10 prosenttia listautumisannissa merkittyjen osakkeiden kokonaismäärästä. Kyseisiin ehtoihin viitataan nimityksellä *bulldog provision*. Ks. *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 912.

⁸⁴ *Rodrigues – Stegemoller* 2013, s. 924–925: He ovat kuvanneet sulkutilin arvoa toteamalla ”the trust account is nearly as good as gold; until an acquisition occurs, it offers the shareholder a means of withdrawing from the venture at a cost no more than de minimis”. Toisaalta tutkimukset ovat osoittaneet äänestyksen arvon olleen vähäinen jo ennen uusien mekanismien omaksumista. Sijoittajat ovat nimittäin äänioikeudesta huolimatta äänestäneet yrityskauppojen puolesta, vaikka kaupan on todettu olleen arvoa tuhoava. Tutkimuksessa markkinareaktion eli SPAC-yhtiön osakkeissa välittömästi yrityskauppaehdotuksen julkistamisen jälkeen tapahtuneen kurssimuutoksen todettiin olevan paras signaali ehdotetun kaupan tuottavuudesta sijoittajan kannalta. Lisäksi SPAC-yhtiön perustajien havaittiin aktiivisesti hankkineen yhtiön osakkeita markkinoita positiivisen äänestystuloksen varmistamiseksi tilanteissa, joissa suuret sijoittajat olivat ilmaisseet tulevaisuutta vastustamaan kauppaa. Piensijoittajan kannalta tämä saattaa muodostaa riskin, jolloin he eivät voi perustaa arviotaan kaupan kannattavuudesta suursijoittajien perusteellisempiin analyyseihin. *Jenkinson – Sousa* 2011, s. 57.

⁸⁵ Berger 2008, s. 70–71 ja ks. esim. *Empeiria Acquisition Corp. Form S-1* 15.6.2011, s. 6.

⁸⁶ Nilsson 2018, s. 266.

⁸⁷ *Nomad Foods Limited Form F-1* 23.11.2015, s. F-38. Nilsson 2018, s. 267.

⁸⁸ *NASDAQ sääntömuutosehdotus* 26.6.2021, s. 5. Sponsoreiden on havaittu perustavan useamman kokoluokan SPAC-yhtiöitä turvatakseen paremmin mahdollisuudet sopivan kohdeyhtiön löytämiselle. Sijoittajien kannalta toimintamallia on pidetty haitallisena, sillä se johtaa perustajien edun tavoittelemiseen sijoittajien edun kustannuksella: sijoittajakunnan ollessa erilainen jokaisessa yhtiössä perustajien joukon säilyessä samana, saattaa

sijoitettujen varojen käyttämiseen ja tarkemmin ottaen kohdeyhtiöiden lukumäärään. Arvopaperipörssi toimintaa harjoittava NASDAQ⁸⁹ teki Yhdysvalloissa kesällä 2021 ehdotuksen valvontaviranomaiselle SPAC-yhtiöitä koskevasta sääntömuutoksesta, jossa sallittaisiin osan sulkutilille talletettujen varojen jättämisen sulkutilille ja niiden käyttämisen uuden kohdeyhtiön hankintaan. Ehdotuksen mukaan säännön soveltaminen edellyttäisi yritysostoyhtiön jakautumista, jolloin sulkutilille jätetyt varat siirtyisivät jakautumisessa syntyneelle uudelle yhtiölle. Tällöin uuden yhtiön osakkeenomistajien joukko koostuisi samoista osakkeenomistajista kuin alkuperäisen SPAC-yhtiön, ja se olisi myös yritysostoyhtiöitä koskevan sääntelyn alainen. Jakautumisessa alkuperäisen yhtiön osakkeenomistajilla olisi myös oikeus vaatia osakkeidensa lunastusta. Jakautuminen tulisi ehdotuksen mukaan tehdä kuitenkin ennen yritysostoa.⁹⁰ Tätä kirjoittaessa Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio SEC ei ole kuitenkaan vielä hyväksynyt ehdotusta, ja nähtäväksi jää, kuinka hyvin sääntömuutoksella kyetään vastaamaan esitettyyn ongelmaan. Sen sijaan Suomessa useamman yritysoston toteuttamisen mahdollisuus on nimenomaisesti todettu Helsingin pörssin SPAC-yhtiöille asetetuissa erityisissä listalleottamisen ehdoissa.⁹¹

Edellä todettujen ohella SPAC-yhtiöihin liittyvistä kehityskuluista voidaan mainita ensimmäinen yritysostoyhtiöihin pohjautuva pörssinoteerattu rahasto (ETF), SPAK⁹², joka listautui New Yorkin pörssiin syyskuun lopussa vuonna 2020. Rahasto sijoittaa sekä SPAC-yhtiöiden avulla listautuneisiin yhtiöihin⁹³ että SPAC-yhtiöiden perustajaosakkeisiin⁹⁴ sekä optioihin.⁹⁵ SPAK-rahaston tarkoituksena on tarjota sijoittajille keino vähentää yritysostoyhtiösijoitukseen liittyvää riskiä lisäämällä hajautusta sekä pyrkiä valitsemaan

tuoton tavoittelu muodostua sijoittajan kannalta sattumanvaraisesti. Toimintamalli ei myöskään pohjimmiltaan ratkaise kohdeyhtiön ja rahoituksen kohtaanto-ongelmaa. *NASDAQ sääntömuutosehdotus* 26.6.2021, s. 5.

⁸⁹ The Nasdaq Stock Market LLC.

⁹⁰ *NASDAQ sääntömuutosehdotus* 26.6.2021, s. 5–7. Sääntömuutosehdotuksessa jakautumiseen viitataan termillä *spin-off*. Käytännössä kyse on tietyn liiketoiminnan yhtiöittämisestä.

⁹¹ Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021, kohta 2.18.3.

⁹² Defiance Next Gen SPAC Derived ETF.

⁹³ Käytännössä kyse on SPAC-yhtiöiden ja kohdeyhtiöiden yhdistymisestä syntyneistä yhtiöistä.

⁹⁴ Perustajaosakkeilla viitataan tässä SPAC-yhtiön niihin osakkeisiin, jotka eivät ole olleet listautumisainninkohteena.

⁹⁵ *SPAK – Defiance Next Gen SPAC Derived ETF rahastoesite* 30.6.2021, s. 1. Rahaston ehtojen mukaan se voi sijoittaa ainoastaan Yhdysvalloissa listattuihin SPAC-yhtiöihin, joiden markkina-arvo on vähintään 250 miljoonaa Yhdysvaltojen dollaria. Lisäksi hyväksyttävien yhtiöiden osakkeilta edellytetään tiettyä likviditeettiä, minkä vuoksi ehtojen mukaan vähintään 10 prosenttia yhtiön osakkeista tulee olla julkisen kaupankäynnin kohteena ja osakkeilla käytävän kaupan tulee täyttää tietyt aktiivisuusvaatimukset. *SPAK – Defiance Next Gen SPAC Derived ETF Supplement to the Prospectus dated* 30.4.2021, s. 24.

julkisen kaupankäynninkohteena olevista SPAC-yhtiöistä ja niistä alkunsa saaneista yhtiöistä parhaiten menestyvät yhtiöt.⁹⁶

Viimeisenä voidaan vielä mainita SPAC-maailman tuorein innovaatio SPARC⁹⁷, jolla viitataan yritysostoyhtiöistä johdettuun sijoitusmuotoon. SPAC-yhtiöistä poiketen SPARC-yhtiöt eivät kerää rahoitusta listautumisannissa vaan laskevat vastikkeettomasti liikkeelle julkisen kaupankäynnin kohteeksi warrantteja⁹⁸, jotka oikeuttavat tulevaisuudessa vaihtamaan nämä oikeudet SPARC-yhtiön osakkeisiin, kun yritysosto toteutetaan. Tarkoituksena on siten kerätä rahoitus sijoittajilta vasta siinä vaiheessa, kun kohdeyritys on määritetty ja siten parantaa sijoittajansuojaa.⁹⁹ Toistaiseksi ei kuitenkaan ole varmaa, täyttävätkö tällaiset yhtiöt kaikki sääntelyn edellytykset mahdollisen ensimmäisen SPARC-yhtiön, *Pershing Square SPARC Holdings, Ltd:n* odottaessa vielä Yhdysvaltain arvopaperimarkkinaviranomaisen hyväksyntää warranttien ottamisesta julkisen kaupankäynnin kohteeksi.¹⁰⁰

Edellä kuvattu on osoituksena SPAC-yhtiöiden dynaamisesta luonteesta, mikä edesauttaa sopeutumista muuttuviin markkinaolosuhteisiin. Toisaalta tämä asettaa myös haasteita niiden sääntelylle ja valvontaviranomaisten toiminnalle. Toistaiseksi kuitenkin sääntely perustuu pitkälti markkinoiden itsesääntelyyn, mikä osaltaan mahdollistaa kehityksen sekä markkinakäytänteiden nopean omaksumisen.¹⁰¹

2.5 Sääntely ja yritysostoyhtiöt Suomessa

2.5.1 Sääntely – Nasdaq Helsinki

Toistaiseksi SPAC-yhtiöitä ei ole juurikaan tavattu Suomen markkinoilla. Tämä on pitkälti johtunut Helsingin pörssin¹⁰² säännöistä, joissa on aina alkuvuoteen 2021 asti edellytetty markkinapaikalle listattavilta yhtiöiltä vähintään kolmen vuoden toimintahistoriaa¹⁰³.

⁹⁶ *SPAC – Defiance Next Gen SPAC Derived ETF Investment Case 2/2021*, s. 4–5. SPAC-yhtiön sijoittaessa lähtökohtaisesti ainoastaan yhteen kohdeyhtiöön, lisää tämä sijoitukseen liittyvää riskiä.

⁹⁷ SPARC eli Special Purpose Acquisition Rights Company.

⁹⁸ Näihin erityisiin oikeuksiin viitataan myös termillä SPAR (*Special Purpose Acquisition Right*).

⁹⁹ *Pershing Square SPARC Holdings, Ltd. Form S-1* 24.11.2021, johdanto.

¹⁰⁰ *Pershing Square SPARC Holdings, Ltd. Form S-1* 24.11.2021.

¹⁰¹ *D’Alvia 2020*, s. 123.

¹⁰² Helsingin pörssin toiminnasta vastaa Nasdaq Helsinki Oy, johon viitataan jäljempänä tekstissä termillä *Helsingin pörssi*.

¹⁰³ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 11.5.2020, kohdat 2.7.1 ja 2.8.2. Toimihistoriaa koskevan vaatimuksen tarkoituksena on taata, että Pörssillä ja sijoittajilla olisi riittävät edellytykset arvioida listattavan yhtiön liiketoimintaa ja sen kehitystä. Liiketoiminnalta edellytetään myös tiettyä pysyvyyttä, sillä siinä tapahtuneet merkittävät muutokset ennen tavoiteltua listautumishetkeä saattavat johtaa siihen, ettei vaatimus täyty ja listautuminen ei siten ole mahdollista. *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 11.5.2020, kohta 2.8.2.

Yritystoyhtiöiden luonne huomioiden ne eivät ole täyttäneet kyseistä edellytystä, minkä vuoksi niillä ei ole käytännössä ollut toimintaedellytyksiä Suomessa.

Sääntöjä kuitenkin muutettiin maaliskuussa 2021, jolloin niihin lisättiin erillinen SPAC-yhtiötä koskeva osuus¹⁰⁴, ja Suomen ensimmäinen SPAC-yhtiö, Virala Acquisition Company Oyj listautui Helsingin pörssin päälistalle kesäkuussa 2021¹⁰⁵ ja historian toinen yritysostoyhtiö Lifeline SPAC I Oyj saman vuoden lokakuussa¹⁰⁶. Uusien sääntöjen mukaan yritysostoyhtiöt on vapautettu tilinpäätöstä, liiketoimintaa ja toimihistoriaa koskevista säännöistä, eikä kolmen vuoden aikarajaa siten sovelleta, mikäli yhtiö täyttää kyseiselle yhtiötyypille säännöissä määritellyt erityiset listalleottamisen edellytykset.¹⁰⁷ Säännöissä SPAC-yhtiöt on määritelty yhtiöiksi, jotka on perustettu yhden tai useamman yritysoston toteuttamista varten. Yritysosto on toteutettava tietyn ajanjakson aikana.¹⁰⁸

Helsingin pörssin säännöissä SPAC-yhtiölle asetetut erityiset edellytykset vastaavat pitkälti edellä etenkin Yhdysvaltojen sääntelyn ja yritysostoyhtiöiden näkökulmasta käsiteltyjä ominaispiirteitä. Erityisten edellytysten mukaan sulkutilille talletettavien varojen osuuden tulee olla vähintään 90 prosenttia pääomasta, joka on hankittu listautumisannilla tai muulla tavalla. Yritysoston toteuttamiselle asetettu aikaraja on 36 kuukautta, mikä on Yhdysvaltojen markkinakäytänteisiin verrattuna pidempi aika¹⁰⁹. Listalleottoesitteen ehdoissa voidaan kuitenkin määrätä tästä lyhyemmästä aikarajasta. SPAC-yhtiön sallitaan toteuttaa edellä todetulla tavalla yksi tai useampi yritysosto, joiden yhteenlaskettu markkina-arvo tulee olla vähintään 80 prosenttia¹¹⁰ sulkutilille talletetusta pääomasta. Tämän vaatimuksen mukaista

¹⁰⁴ Kyseisellä osiolla tarkoitetaan *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021 kohtaa 2.18, ja siihen viitataan jatkossa myös termeillä ”SPAC-yhtiön erityiset listalleottamisen edellytykset” tai ”erityiset listalleottamisen edellytykset”.

¹⁰⁵ *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021.

¹⁰⁶ *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 14.10.2021.

¹⁰⁷ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.1.

¹⁰⁸ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, s. 5 ja kohta 2.18.1.

¹⁰⁹ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohdat 2.18.2–2.18.3. Aikarajoituksen osalta on tosin huomattava, että vaikka Yhdysvaltojen sääntely-ympäristössä toimivia SPAC-yhtiöitä koskien kirjallisuudessa puhutaan usein 18 tai 24 kuukauden aikarajasta, esimerkiksi myös Yhdysvalloissa Nasdaqin ja NYSE:n säännöissä sallitaan 36 kuukauden toteutusaika yrityskaupalle, ellei aikaa ole määritetty lyhyemmäksi SPAC-yhtiön listalleottoesitteessä. *The Nasdaq Stock Market LLC Rules*, kohta IM-5101-2 (b) ja *The New York Stock Exchange Listed Company Manual*, kohta 102.06e. Sijoittajat saattavat kuitenkin suosia tätä säännöissä määriteltyä enimmäisaikaa lyhyempiä ajanjaksoja, sillä se vähentää heidän varojensa sitoutumista.

¹¹⁰ Sen sijaan säännöissä ei tarkemmin kuvata sitä, miten kohdeyhtiön arvo tulee käytännössä määrittää ja mitkä tahot ovat kelpoisia tekemään tämän määrityksen. Erityisesti listaamattomien yhtiöiden osalta arvonmäärittäystä ei voida pitää yksiselitteisenä, jolloin useampaa toisistaan poikkeavaa arvoa voidaan eri syistä pitää perusteltuna.

sulkuutilin arvoa tarkastellaan hetkellä, jolloin ensimmäisen yritysoston sopimus allekirjoitetaan.¹¹¹

Ehdotetun yritysoston päätöksentekoa koskeva menettely eroaa jonkin verran yksityiskohdiltaan edellä käsitellystä Yhdysvalloissa tavanomaisesta menettelystä. Päätöksentekomenettely on kaksivaiheinen edellyttäen sekä hallituksen että yhtiökokouksen hyväksyntää. Hallituksen hyväksynnän osalta edellytyksenä on, että enemmistö sellaisista jäsenistä, jotka ovat riippumattomia SPAC-yhtiöstä ja sen johdosta, hyväksyy yritysoston. Yhtiökokouksen hyväksynnän osalta riittää enemmistö yhtiökokouksessa annetuista äänistä.¹¹² Siten määräenemmistövaatimusta ei ole, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä.¹¹³ Yrityskaupan toteuttamismuodosta riippuen lienee pörssin erityisten edellytysten ohella noudatettavan myös OYL:n päätöksentekoa koskevia vaatimuksia, mikäli ne tässä suhteessa asettavat tiukempia vaatimuksia päätöksenteolle.

Myös Suomessa listattavilla SPAC-yhtiöiden osakkeenomistajilla on oikeus osakkeidensa lunastukseen hinnasta, joka vastaa lunastushetkellä osakkeiden suhteellista osuutta sulkuutilin varoista¹¹⁴. Yritystoyhtiöllä on oikeus rajoittaa osakkeenomistajien lunastusoikeutta, ei kuitenkaan alle 10 prosenttia sen kokonaispääomasta. Lisäksi Helsingin pörssin säännöissä on rajattu niiden henkilöiden joukkoa, jota lunastus koskee. Tällaista oikeutta vaatia lunastusta ei voida antaa SPAC-yhtiön hallituksen jäsenille tai muulle johdolle eikä perustajaosakkaille, mukaan lukien edellä mainittujen ryhmien lähipiiri. Myös oikeushenkilöillä, joissa lunastusoikeuden ulkopuolelle rajatut henkilöt ja heidän lähipiirinsä käyttävät määräysvaltaa,

¹¹¹ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohdat 2.18.1–2.18.3. Jokseenkin säännöt jättävät tulkinnanvaraa sille, millaisia pääomaa koskevia sääntöjä sovelletaan myöhemmin toteutettaviin yritysostoihin. Edellä todetulla tavalla Yhdysvaltojen osalta on vireillä hakemus sääntömuutoksesta, jossa sallittaisiin SPAC-yhtiön jakautuminen eli niin sanotusti sulkuutililla olevien ”ylimääräisten” varojen yhtiöittäminen (*spin-off*) pääomaoptimoimiseksi. (Ks. edellä luku 2.4 ja *NASDAQ sääntömuutosehdotus* 26.6.2021). Sen sijaan Helsingin pörssin säännöissä ei tarkemmin oteta kantaa menettelysääntöihin, joita ensimmäisen yritysoston jälkeen sulkuutilille jäljelle jäävien varojen osalta tulisi soveltaa.

¹¹² *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.4.

¹¹³ *Rader – de Búrca* 2006, s. 5; *Heyman* 2007, s. 543. Ks. luku 2.2. Päätöksentekomenettely eroaa OYL:n mukaisesta menettelystä ollen siten ankarampi kuin esimerkiksi sulautumisesta päätettäessä. OYL 16:9.2:n mukaan vastaanottavassa yhtiössä päätös sulautumisesta voidaan nimittäin tehdä hallituksessa, ellei vähintään yhden kymmenesosan vähemmistö vaadi päätöstä tehtäväksi yhtiökokouksessa. Sen sijaan, mikäli yritysosto toteutetaan osakekauppana, riittää normaaleissa tilanteissa hallituksen päätös. Osakevaihdon tilanteessa kyse on usein suunnatusta annista (OYL 9:4), josta tulee päättää kahden kolmasosan määräenemmistöllä (OYL 5:27). *Immonen* 2018, s. 502.

¹¹⁴ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.7: Lunastushintaa ja siten osakkeille sulkuutililla olevista varoista suhteellista osuutta määrätessä sijoittajalle maksettavaa pääomaa vähentävät verot sekä SPAC-yhtiön johdon käyttöön käyttöpääomaksi uskotut varat. Siten lunastushinta on edellä todetulla tavalla usein pienempi kuin sijoittajan alkuperäinen sijoitus.

ei ole oikeutta osakkeidensa lunastamiseen. Lunastus tulee kyseeseen tilanteessa, jossa yritysosto hyväksytään ja toteutetaan.¹¹⁵

On huomioitava, että osakkeenomistajien ja hallituksen hyväksynnän lisäksi yritysoston loppuunsaattaminen vaatii Helsingin pörssin hyväksynnän. Ennen täytäntöönpanoa, ja mahdollisimman pian yritysostoa koskevan sopimuksen solmimisen jälkeen SPAC-yhtiön on nimittäin aloitettava uusi listalleotto-prosessi. Yhdistymisen seurauksena syntyneen yhtiön on täytettävä listalleottamisen edellytykset uhalla, että sen osakkeiden julkinen kaupankäynti lakkautetaan markkinapaikalla.¹¹⁶ SPAC-yhtiöitä koskevissa erityisissä listalleottamisen edellytyksissä ei ole määritelty yritysostolle tarkempaa toteutustapaa, jolloin vaihtoehtoina tulisi kyseeseen sulautuminen, puhdas osakekauppa taikka osakevaihto. Myöskin oikeuskäytännön puuttumisen vuoksi oikeustila näiden toteutusmuotojen sallittavuuden osalta on tällä hetkellä epäselvä.

Suomessa SPAC-yhtiöitä koskevat vaatimukset vastaavat siten pitkälti niiden yhdysvaltalaisille esikuville asetettuja listautumisvaatimuksia.¹¹⁷ Yritysostoyhtiöiden luonteen ja kehityksen ollessa vahvasti sidottuna markkinakäytäntöön on vielä tässä vaiheessa vaikea sanoa, millaiseksi markkinat Suomessa SPAC-yhtiöiden osalta kehittyvät. Myös sääntelyn vähäisyyden vuoksi sisältää toimintaympäristö toisaalta laajat mahdollisuudet kehittää yhtiötyypistä Suomen olosuhteisiin ominaisuuksiltaan sopiva yhtiö. Toisaalta on pidettävä mielessä sääntelyn puutteesta johtuvat riskit, jotka saattavat tosiasiaassa johtaa yritysostoyhtiöiden vähäiseen esiintymiseen tai ääritilanteessa jopa katoamiseen Suomen markkinoilta. Esimerkiksi Helsingin pörssin sääntöihin sisältyvät SPAC-yhtiön erityiset listalleottamisen edellytykset eivät suoranaisesti määrittele menettelyä useamman kohdeyhtiön ostamiseen. Sääntö vastaa Nasdaqin yhdysvaltalaisen yhtiön¹¹⁸ pörssin säännöissä kohdassa IM-5101-2(b) todettua. Pitäen mielessä edellä luvussa 2.4 todettu ja Nasdaqin vireillä oleva sääntömuutoshakemus, on tässä vaiheessa vielä hankala sanoa, onko useamman yritysoston toteuttaminen käytännössä mielekästä. Suomen markkinoiden koko huomioiden saattaa sopivien kohdeyhtiöiden löytämisessä esiintyä haasteita¹¹⁹, mikä voi vaikuttaa kielteisesti

¹¹⁵ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.7. Lähipiirillä tarkoitetaan tässä yhteydessä kyseisten henkilöiden avo- ja aviopuolisoita sekä huollettavia.

¹¹⁶ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohdat 2.18.6 ja 2.18.8.

¹¹⁷ Ks. esim. *The Nasdaq Stock Market LLC Rules*, kohta IM-5101-2.

¹¹⁸ The Nasdaq Stock Market LLC.

¹¹⁹ Suomen ensimmäisen SPAC-yhtiön, Virala Acquisition Company Oyj:n osalta tämä mahdollinen haaste osoittautui kuitenkin aiheettomaksi yhtiön julkistaessa yrityskaupan vain muutama kuukausi sen jälkeen, kun sen

SPAC-yhtiöitä kohtaan esiintyvään kiinnostukseen. Verotukselliset kysymykset ja niihin liittyvä epävarmuus vaikuttavat osaltaan yritysostoyhtiöiden tulevaisuuteen Suomessa. Näihin verotuksellisiin kysymyksiin palataan pääluvussa 3.

2.5.2 Case Virala Acquisition Company ja Lifeline SPAC I – suomalaiset pioneerit

Suomessa Helsingin pörssiin on toistaiseksi sääntömuutoksen jälkeen listautunut kaksi SPAC-yhtiötä, Virala Acquisition Company Oyj (VAC) ja Lifeline SPAC I Oyj (Lifeline SPAC I). Varsin lyhyen toimintahistorian vuoksi pidemmälle menevien johtopäätösten tai yleistysten tekeminen Suomen SPAC-markkinoiden rakenteesta ei ole mahdollista, mutta yhtiöiden rakenteellisista eroista johtuen niiden vertaileminen auttaa hahmottamaan SPAC-yhtiöiden monipuolisuutta.

Listautuneista yhtiöistä VAC edustaa tiettyssä mielessä modernimpaa suuntausta, sillä toisin kuin Lifeline SPAC I:n tapauksessa listautumisannin yhteydessä ei tarjottu optio-oikeuksia tai vastaavia erityisiä oikeuksia lisäosuuksien hankkimiseksi, vaan rakenne on korvattu niin sanotulla perustajaosakemallilla, jossa osakesarjat eroavat toisistaan merkittävästi niin taloudellisten kuin äänioikeuden suhteen.¹²⁰ Tehtyä ratkaisua on perusteltu sen läpinäkyvämmällä, yksinkertaisemmalla, turvatumalla ja yhtenäisemmällä luonteella erityisesti yhtiön pääosakkeenomistajan ja sijoittajien näkökulmasta.¹²¹ Lifeline SPAC I taasen voidaan pitää perinteisemmän yhdysvaltalaisen esikuvansa edustajana, sillä sen perustajille, sponsoreille sekä sijoittajille tarjottiin warrantteja, jotka oikeuttavat niiden haltijat merkitsemään yhtiön listattuja A-sarjan osakkeita tiettyjen edellytysten täytyessä ja tuoden yhtiölle samalla lisäpääomaa.¹²² Sponsoreiden ja perustajien osalta warranttien käyttömahdollisuudet ovat rajatummalla ja sidottu yritysoston toteuttamiseen.¹²³ Molemmissa yhtiöissä on lisäksi listaamattomien osakesarjojen osakkeita koskevat muuntolausekkeet,

osake oli ensi kertaa otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi Helsingin pörssissä. Ks. *Helsingin pörssin tiedote* 8.9.2021: Virala Acquisition Company Oyj tarkkailulistalle.

¹²⁰ *Virala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 3 §; *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 41.

¹²¹ *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 51: Nämä seikat liittyvät ennen kaikkea luovutusrajoituksiin, jotka sisältyvät VAC:n yhtiöjärjestykseen listaamattomien osakesarjojen osalta ollen. Sen sijaan warrantit saattavat olla vapaasti luovutettavissa, jolloin sijoittajien voi olla vaikea selvittää yhtiön sponsoreiden todellista sitoutumisen astetta yhtiöön.

¹²² *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 94–96. Lifeline SPAC I:n osalta sen molemmat osakesarjat vastaavat pääosin oikeuksiltaan toisiaan lukuunottamatta A-sarjan lunastusehtoa sekä B-sarjaa koskevia osinko- ja varojenjako-oikeuksien sekä jako-osuuden rajoituksia. *Lifeline SPAC I Oyj:n yhtiöjärjestys*, 4 §.

¹²³ *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 66.

joiden nojalla kyseisiä osakkeita voidaan tai ne tulee muuntaa tiettyjen edellytysten täytyessä yhtiön listatun osakesarjan osakkeiksi.¹²⁴

Yhtiöiden osalta eroja löytyy myös sijoittajaosakkaille annettua lunastusoikeutta tilanteessa, jossa yritysosto on hyväksytty yhtiökokouksessa ja lunastusta vaativa osakas on vastustanut ehdotettua yritysostoa. VAC:n tapauksessa on hyödynnetty pörssin sääntöjen mahdollistamaa tiukempaa sääntelyä ja lunastusoikeus on siten rajatumpi, koskien korkeintaan 10 prosenttia yhtiön ulkona olevien listattujen kokonaismäärästä. Lunastushinta on tässä tapauksessa osakkeenomistajan pro rata -osuus sulkutilin varojen kokonaismäärästä.¹²⁵ Sen sijaan Lifeline SPAC I:n lunastusehtoa voidaan pitää sijoittajan kannalta joustavampana, sillä lunastettavien osakkeiden osuutta ei ole rajattu. Lisäksi yhtiöjärjestyksen mukaan lunastushinta vastaa tässä tapauksessa osakkeen merkintähintaa, jolloin sijoittaja ei kärsi tappiota eikä myöskään joudu kantamaan riskiä kohdeyrityksen kartoittamisen ja yritysoston toteuttamisen synnyttämistä kuluista.¹²⁶

Kolmantena voidaan tarkastella myös yhtiöiden taustahenkilöitä ja omistusrakennetta ennen listautumista. VAC:ssa omistus on keskitetympää suurimman omistusosuuden keskittyessä sen perustajaosakkaalle Virala Oy Ab:lle, jonka toiminta keskittyy kotimaisista ja ulkomaisista yhtiöistä koostuvan sijoitusportfolion omistamiseen ja hallinointiin.¹²⁷ Yhtiö ei ole erikseen määritellyt tai nimennyt SPAC-yhtiöille tyypillisiä sponsoreita. Sitä vastoin Lifeline SPAC I:n omistus oli jo ennen listautumista hajaantunut siten, ettei mikään yksittäinen taho omistanut yli 20 prosentin suuruista osuutta yhtiön kaikista ulkona olevista osakkeista. Yhtiöllä on kuitenkin merkittävä yhteys pääomasijoitustoimintaa harjoittavaan Lifeline-konserniin¹²⁸, vaikka se ei ole osa kyseistä konsernia, sillä listautumisesitteessä Lifeline SPAC I:n sponsoreiksi nimetyt yksityishenkilöt toimivat niin Lifeline SPAC I:n merkittävänä osakkeenomistajina kuin myös Lifeline-konsernin osakkeenomistajina.¹²⁹ Listalleottoesitteessä sponsoreiden roolia on kuvattu

¹²⁴ *Virala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 11 § ja 12 §; *Lifeline SPAC I Oyj:n yhtiöjärjestys*, 6 §.

¹²⁵ *Virala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 10 §. Ks. *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.7.

¹²⁶ *Lifeline SPAC I Oyj:n yhtiöjärjestys*, 5 §. Huomionarvoista on, että lunastushintaa koskeva yhtiöjärjestyksen määräys ei vastaa pörssin SPAC-yhtiöitä koskevissa erityisissä listalleottamisen ehdoissa määriteltyä lunastushintaa vastaavassa tilanteessa. Lisäksi kyseisen yhtiöjärjestyksen määräyksen sanamuoto ”hinta, jolla kyseisen A-sarjan osakkeenomistaja on osakkeen merkinnyt” jättää tulkinnanvaraiseksi sen, millä hinnalla pörssissä jälkimarkkinoilla osakkeensa ostaneen osakkeet on lunastettava. Johdonmukaista on kuitenkin tulkita, että tässä merkintähintaa sovelletaan myös myöhempiin osakkeenomistajiin.

¹²⁷ *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 59.

¹²⁸ Tässä Lifeline-konsernilla tarkoitetaan Lifeline Ventures Fund Management Oy:tä, LLV Fund Management Oy:tä sekä Lifeline Ventures -rahastoyhtiöitä. *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. i.

¹²⁹ *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. i.

konsulteiksi, jotka tarjoavat Lifeline-konsernin toiminnassa keräämänsä sijoituskokemukset ja verkostot käytettäväksi Lifeline SPAC I:n kohdeyhtiön kartoittamiseen. Yhtiön tavoitteen saavuttamiseksi ja intressien yhtenevyyden takaamiseksi sponsorit ovat sitoutuneet osakkeitaan koskeviin luovutusrajoituksiin. Lisäksi heidän omistukseensa liitetyt varojenjako koskevat rajoitukset merkitsevät sitä, että heidän saavuttamansa taloudellinen hyöty on täysin riippuvainen onnistuneesta yritysostosta.¹³⁰ Sponsoreiden vahva asema yhtiössä mukailee siten vahvasti SPAC-yhtiöiden yhdysvaltalaisista esikuvaa.

On huomattava, että molempien yhtiöiden taustalla on siis pääomasijoitustoimintaa tai sen kaltaista toimintaa harjoittava yhtiö, joko suoraan tai välillisesti SPAC-yhtiön omistuksen ollessa kuitenkin järjestetty toisistaan poikkeavasti. Verotuksellisesti tällä saattaa olla merkitystä jäljempänä luvussa 3.2.4 kuvatulla tavalla tilanteessa, jossa joudutaan arvioimaan EVL 6 b §:n mukaisen käyttöomaisuusosakkeiden verovapaan luovutuksen edellytyksiä.

Lopuksi voidaan vielä tarkastella SPAC-yhtiön selvitystilaan asettamista koskevia yhtiöjärjestysmääräyksiä, joita sovelletaan siinä tapauksessa, että yritysostoa ei ole hyväksytty yritysoston toteuttamiselle ennalta asetetussa määräajassa. Molempien yhtiöiden osalta lähtökohtana on selvitystilaan asettaminen hallituksen ehdotuksesta yhtiökokouksen päätöksellä. Kuitenkin Lifeline SPAC I:n osalta yhtiökokouksella on velvollisuus hyväksyä ehdotus, kun taas VAC:n tapauksessa vaihtoehtoiset tavat voivat tulla kyseeseen osakkeenomistajien hylätessä tällaisen ehdotuksen. Sijoittajan kannalta niin sanottua pakotettua selvitystilaan asettamista voitaneen pitää turvallisempana vaihtoehtona turvaten siten jäljellä olevien varojen palauttamisen jako-osuutena. Sen sijaan VAC:n osalta mahdollinen päätös hylätä selvitystilaan asettamista koskeva ehdotus johtaa merkittävään epävarmuuteen sijoituksen realisoimisesta toiminnan loputtua. Todellisuudessa mahdollisuus lienee kuitenkin lähinnä teoreettinen. Myös tähän kysymykseen palataan vielä jäljempänä luvussa 3.5.

¹³⁰ *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 71–72.

2.6 Esiintyminen Euroopassa

Euroopassa SPAC-yhtiöt ovat yleistyneet 2000-luvun puolivälistä alkaen, mitä on tukenut alueen pääomasijoitusmarkkinoiden suotuisa kehitys.¹³¹ Tästä huolimatta yritysostoyhtiöiden markkina ja aktiivisuus Euroopassa on vielä toistaiseksi kaukana Yhdysvaltojen tasosta.¹³²

Yhdysvaltalaiseen esikuvaansa verrattuna eurooppalaisissa SPAC-yhtiöissä on havaittavissa joitakin eroavaisuuksia. Esimerkiksi kaikissa Euroopan valtioissa ei ole asetettu vaatimusta koskien kohdeyhtiön hankintaan käytettävää pääomaa, mikä mahdollistaa useamman yritysoston toteuttamisen. Myös hankittavan kohdeyhtiön sallitaan tietyissä valtioissa olevan tiedossa jo listautumishetkellä, jolloin sijoittaja pystyy muodostamaan huomattavasti kattavamman käsityksen sijoitukseensa liittyvistä riskeistä.¹³³ Tutkimuksissa on myös havaittu, että ainakin historiallisesti eurooppalaiset SPAC-yhtiöt eivät omistajakuntaansa ja kohdeyhtiöiden sijaintia tarkasteltaessa rajoitu ainoastaan SPAC-yhtiön sijaintivaltion rajojen sisäpuolelle vaan ovat tässä mielessä monikansallisia.¹³⁴ Yleisesti eurooppalaisen sääntelyn on todettu olevan tässä suhteessa yhdysvaltalaisesta verrokkiaan suotuisampaa SPAC-yhtiöiden kannalta.¹³⁵ Lisäksi tämä näkyy markkinapaikan valinnassa, jossa on havaittu tiettyjä eroja eurooppalaisten suosiessa myös vaihtoehtoisia markkinapaikkoja, kuten Lontoon Alternative Investment Market (jäljempänä AIM) -listaa niiden helpotettujen listalleottovaatimusten vuoksi.¹³⁶

Sääntelyn osalta Euroopassa käytänteet ja suhtautuminen SPAC-yhtiöihin vaihtelevat valtiosta toiseen, eikä sääntelyä ole toistaiseksi saatu yhdenmukaistettua. On esitetty, että yritysostoyhtiöitä olisivat verrattavissa AIFM-direktiivin¹³⁷ mukaisiin vaihtoehtoisin

¹³¹ Schumacher 2020, s. 405.

¹³² Statista – SPACs, s. 10 ja 14. Esimerkiksi vuoden 2020 aikana Yhdysvalloissa listautui 256 SPAC-yhtiötä, kun Euroopassa vastaavassa ajassa listautuneita oli ainoastaan kuusi.

¹³³ Ignatyeva – Rauch – Wahrenburg 2013, s. 64 ja 77–78; Schumacher 2020, s. 404–405. Eurooppalaisten SPAC-yhtiöiden on todettu suoriutuvan yrityskauppaprosessista yhdysvaltalaisia vastineitaan lyhyemmällä aikataululla. Kohdeyhtiötä koskevan ennaltamäärittämättömyyden vaatimuksen puuttuminen voi osin vaikuttaa tähän, jolloin potentiaalinen kohdeyhtiöiden joukko on saatettu jo muodostaa ennen yritysostoyhtiön listautumisannin aloittamista. Myös johdon kannustamiseksi rakennetut erilaiset ehdot sekä palkitsemistavat saattavat kannustaa johtoa tehokkaampaan prosessiin, kannustinjärjestelmien tarkoitettujen etujen ansaitsemiseksi. Ignatyeva – Rauch – Wahrenburg 2013, s. 71. Myös Suomessa kesäkuussa 2021 listautunut Suomen ensimmäinen SPAC-yhtiö Virala Acquisition Company Oyj tiedotti yritysostosta vain muutama kuukausi listautumisannista. Ks. *Helsingin pörssin tiedote* 8.9.2021: Virala Acquisition Company Oyj tarkkailulistalle.

¹³⁴ Ignatyeva – Rauch – Wahrenburg 2013, s. 65 ja 77.

¹³⁵ Schumacher 2020, s. 405.

¹³⁶ Ignatyeva – Rauch – Wahrenburg 2013, s. 67.

¹³⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU)

sijoitusrahastoihin niiden täyttäessä kaikki kyseisen Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (jäljempänä ESMA) ohjeissa¹³⁸ yhteissijoitusyrityksille määritetyt tunnusmerkit. Kantaa ei kuitenkaan ole virallisesti hyväksytty, ja näin ollen yhteistä sääntelypohjaa ei ole edelleenkään saavutettu.¹³⁹ ESMA:n ohjeiden mukaan AIFM-direktiivissä tarkoitetuille yhteissijoitusyrityksille ominaista on yleisen kaupallisen tai teollisen tarkoituksen puute, varojen kerääminen sijoittajilta tarkoituksena sijoittaa varat tuottavasti ja se, että osuudenomistajat tai osakkeenomistajat eivät kollektiivisesti käytä harkintavaltaa tai päätäntävaltaa yhtiön päivittäiseen toimintaan liittyen.¹⁴⁰ Sen sijaan ESMA on julkaissut lausunnon¹⁴¹ koskien vaatimuksia, jotka SPAC-yhtiöiden tulee huomioida julkaistessaan arvopaperisääntelyn edellyttämiä tietoja. Tarkoituksena on yhdenmukaistaa kansallisten viranomaisten käytäntöjä SPAC-yhtiöiden osalta niiden arvioidessa esiteasetuksen¹⁴² sekä esitteen vähimmäissisältöä koskevan asetuksen¹⁴³ mukaisten vaatimusten täyttymistä.¹⁴⁴

Verrattain vähäisen, mutta kasvavan SPAC-aktiivisuuden vuoksi Eurooppa näyttäisi muodostavan verrattain homogeenisen sääntelyalueen yritysostoyhtiöille, mikä johtuu valtioiden kansallisten sääntelyiden eroista. On toki muistettava, että EU-sääntely luo tiettyjä suuntaviivoja muun muassa sijoittajansuojaa koskien, mutta suurta merkitystä on kansallisten pörssien säännöillä. Lisäksi SPAC-yhtiöt itsessään mahdollistavat valinnan erilaisten rakenteiden välillä, mikä osaltaan monipuolistaa markkinaa. Tulevaisuudessa nähtäväksi jää, tullaanko SPAC-yhtiöitä koskevaa sääntelyä yhdenmukaistamaan EU:n tasolla ja missä määrin, mikä osaltaan riippunee yhtiöiden saamasta suosiosta. Seuraavaksi kuitenkin

N:o 1095/2010 muuttamisesta (direktiivi vaihtoehtorahastojen hoitajista; jäljempänä ”AIFM-direktiivi”). Vaihtoehtoihin sijoitusrahastoihin viitataan AIFM-direktiivin artiklassa 4(1)(a).

¹³⁸ ESMA – *Guidelines on key concepts of the AIFMD* 2013.

¹³⁹ D’Alvia 2020, s. 109.

¹⁴⁰ ESMA – *Guidelines on key concepts of the AIFMD* 2013, s. 5. Myöskään ESMA:n oheissa ei ole otettu kantaa siihen, täyttääkö SPAC-yhtiö todellisesti vaihtoehtoisen sijoitusrahaston määritelmän. Markkinatoimijat ovat nostaneet asian esille ESMA:n heille suuntaamassa kyselyssä koskien AIFM-direktiivin soveltamista, ja pyytäneet selvennystä voidaanko direktiiviä soveltaa myös yritysostoyhtiöihin. Asian on tältä osin jäänyt kuitenkin avoimeksi. ESMA – *Consultation paper: Guidelines on key concepts of the AIFMD* 2012, s. 33. Ks. D’Alvia 2020, s. 109 alaviite 17.

¹⁴¹ ESMA – *Public Statement: SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations* 2021.

¹⁴² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (jäljempänä ”esiteasetus”).

¹⁴³ Komission delegoitu asetus (EU) 2019/980, annettu 14 päivänä maaliskuuta 2019, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1129 täydentämisestä esitteen muodon, sisällön, tarkastuksen ja hyväksymisen osalta sekä komission asetuksen (EY) N:o 809/2004 kumoamisesta (jäljempänä ”esitteen vähimmäissisältöä koskeva asetus”).

¹⁴⁴ ESMA – *Public Statement: SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations* 2021, s. 1.

keskitytään tarkastelemaan Suomen kansallista verosääntelyä, ja sen yritysostoyhtiöille aiheuttamia haasteita.

3 Verotukselliset erityiskysymykset

3.1 SPAC-yhtiöitä koskevan verotuksellisen ympäristön kuvaus

Suomessa SPAC-yhtiöiden verotukseen liittyy useita avoimia kysymyksiä, mikä johtuu niitä koskevasta niukasta tai pikemminkin olemattomasta erityissääntelystä sekä viranomaisten taholta annetun ohjeistuksen, lähinnä verohallinnon ohjeiden puuttumisesta. Yritystoyhtiöiden vielä lyhyen historian vuoksi ei myöskään suoraan niihin soveltuvaa oikeuskäytäntöä ole päässyt syntymään. Sen vuoksi tässä pääluvussa on tarkoitus jäsentää mahdollisia verotuksellisia ongelmakohtia, sekä selvittää nykyisen sääntelyn soveltumista näiden ongelmien ratkaisemiseksi.

Verotuksellisia kysymyksiä voidaan lähestyä SPAC-yhtiöiden, kuten muidenkin yhtiömuotoisten toimijoiden osalta, useammasta näkökulmasta. Ensinnäkin tarkastelu voidaan aloittaa itse SPAC-yhtiön perspektiivistä. Toisaalta verotusta voidaan lähestyä myös osakkeenomistajan kannalta, jolloin valittavina näkökulmina voi edelleen olla toisaalta yhtiön sponsorit taikka toisaalta sijoittajat, jotka voivat olla kummassakin tapauksessa joko yritysmuotoisia toimijoita tai yksityishenkilöitä.

Tässä pääluvussa tarkastelun osalta keskitytään ensin yritysverotukseen, jolloin painoarvo on omistuksen luonteella – tarkemmin sillä, voidaanko osakkeet katsoa käyttöomaisuusosakkeiksi. Tällä on merkitystä erityisesti osakkeiden luovutuksen veroseuraamusten kannalta, käyttöomaisuusosakkeiden luovutuksen ollessa tietyin edellytyksin verovapaa. Toisaalta, luovutuksen verovapaus voi tulla laajemminkin pohdittavaksi yritysjärjestelyissä. SPAC-yhtiöiden kannalta ajankohtainen on erityisesti osakevaihtoa koskeva sääntely ja sen periaatteiden soveltaminen toteutettavaan yrityskauppaan, mitä tarkastellaan toiseksi. Kolmanneksi, etenkin käyttöomaisuusosakkeiden osalta arvioitavaksi tulee yhtiön harjoittaman toiminnan luonne, jolla on merkitystä pohdittaessa kohdeyhtiön hankintaan liittyviin kuluihin sisältyvän arvonnäkökulman vähennyskelpoisuutta. Lopuksi keskitytään vielä osakkaisiin liittyviin kysymyksiin.

3.2 Käyttöomaisuusosakkeiden verovapaa luovutus

3.2.1 Verovapauden edellytykset – EVL 6 b §

Elinkeinotulon verottamisesta annettu laki rakentuu ajatukselle laajasta veropohjasta, jolloin lähtökohtana on elinkeinotoiminnassa rahana tai rahanarvoisena etuutena saatujen tulojen veronalaisuus (EVL 4 §).¹⁴⁵ Toisaalta EVL sisältää myös tulon veronalaisuudesta poikkeuksia, joista yhtenä on EVL 6 b §:ssä¹⁴⁶ säädetty käyttöomaisuusosakkeiden luovutuksen verovapaus.¹⁴⁷ Vastaavasti luovutuksesta syntynyt tappio ei ole vähennyskelpoinen, mikäli vastaava luovutus olisi ollut verovapaa (EVL 6 b.1 §)¹⁴⁸. Jotta luovutusta voidaan pitää verovapaana, tulee seuraavien edellytysten täytyä (EVL 6 b.1–2 §)¹⁴⁹:

- *Verovelvollinen.* Osakkeiden myyjän tulee olla yhtiömuodoltaan osakeyhtiö tai osuuskunta¹⁵⁰. Lisäksi kyse tulee olla elinkeinotoiminnasta¹⁵¹, eikä yhtiön toiminta saa pääsääntöisesti koostua pääomasijoitustoiminnasta. (EVL 6.1 § kohta 1 ja EVL 12 §).¹⁵²

¹⁴⁵ Ks. HE 172/1967 vp., s. 4–6. Yhtenä syynä laajan tulokäsityksen omaksumiselle on ollut EVL:n säätämisen aikaan se, että eri rahoitusmuotoja on verotuksellisesti kohdeltu toisistaan poikkeavalla tavalla, millä on vaikutusta yritysten investointipäätöksiin. Lisäksi pääomamarkkinoiden kehittymättömyys ja suomalaisyritysten kansainvälisesti vertaillen voimakas velkaantuminen ovat vaatineet verotuksellisia uudistuksia. Laaja veropohja on toisaalta luonut edellytykset menojen laajalle vähennyskelpoisuudelle. HE 172/1967 vp., s. 2–4. Ks. myös *Liikeverotuksen uudistustoimikunnan mietintö* 1966 B:86, s. 13.

¹⁴⁶ Käyttöomaisuusosakkeiden luovutuksen verovapaus sisältyi jo vuoden 1967 elinkeinoverolakiin. Tosin tuolloin edellytetty omistusaika oli viisi vuotta. Säännöksen tarkoituksena oli tukea yritysten investointeja, erityisesti laajentumiseen liittyvien muutosten ja uudistusten toteuttamiseksi. *Liikeverotuksen uudistustoimikunnan mietintö* 1966 B:86, s. 14. Lisäksi taustalla on nähty halu huomioida inflaation vaikutus arvopapereiden hintoihin. *Tikka* 1975, s. 159. Nykyisen säännöksen taustalla on sen sijaan verokilpailun luoma paine. *Niskakangas* 2007, s. 8.

¹⁴⁷ Ks. *Lindgren* 2019, s. 558.

¹⁴⁸ EVL 6 b §:n soveltamisalan piiriin lukeutuminen ei aina ole tavoiteltavaa. Erityisesti luovutustappioiden kannalta yhtiön intressissä on pyrkiä vähentämään syntynyt luovutustappio. Tosin vähennysoikeus ei aina ole sallittu, vaikka EVL 6 b §:n edellytykset jäisivät täyttymättä. *Kukkonen* 2009, s. 147.

¹⁴⁹ Ks. edellytysten jaottelusta myös *Kukkonen – Torkkeli* (2018), jotka katsovat verovapauden edellytykseksi tässä käsiteltyjen lisäksi osakeluovutuksen oltava osa kokonaisjärjestelyä. Tällä he tarkoittavat sitä, ettei EVL 6 b §:n mukaista luovutuksen verovapautta voida soveltaa, mikäli järjestelyyn on ryhdytty veronkiertämistarkoituksessa EVL 52 h §:n tai VML 28 §:n tarkoittamalla tavalla. *Kukkonen – Torkkeli* 2018, s. 309. Myös EVL 6 b §:ä koskevassa hallituksen esityksessä veronkiertosäännökseen ja verovapauden epäämiseen järjestelyn tarkoituksen vuoksi on viitattu omistusaikaa koskevan vaatimuksen osalta. HE 92/2004 vp., s. 34.

¹⁵⁰ EVL 6.1 §:n kohdan 1 mukaisesti myös säästöpankit ja keskinäiset vakuutusyhtiöt täyttävät yhtiömuodolle asetetun edellytyksen ja ovat vapautettu käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoiton verotuksesta muiden EVL 6 b §:n edellytysten täytyessä.

¹⁵¹ Yhteisöjen tulolähdejaon muutoksen myötä elinkeinotoiminnan tulolähde poistui vuoden 2020 alusta alkaen. Käyttöomaisuusosakkeilla viitataan muutoksen myötä *liike- tai ammattitoiminnan* pysyvässä käytössä olevaan omaisuuteen (vrt. ennen muutosta: *elinkeinossa* pysyvään käyttöön tarkoitettuihin hyödykkeisiin). Asiallisesti tulolähdejaon muutoksella ei kuitenkaan haluttu vaikuttaa käsitteen sisältöön. HE 257/2018 vp., s. 25. Ks. *Malmgrén* 2021, joka on käsitellyt tulolähdejaon muutoksen vaikutusta käyttöomaisuusosakkeiden verovapauteen.

¹⁵² Ks. HE 92/2004 vp., s. 32 ja 62.

- *Luonne*. Luovutettavien osakkeiden tulee olla tarkoitettu verovelvollisen pysyvään käyttöön ja kuulua siten yhtiön käyttöomaisuuteen.¹⁵³
- *Omistus*. Verovelvollisen on tullut omistaa luovutettavat osakkeet vähintään vuoden ajan. Lisäksi verovelvollisen omistusosuuden tulee kattaa vähintään kymmenen prosenttia kohdeyhtiön osakepääomasta¹⁵⁴.
- *Kohdeyhtiö*. Luovutuksenkohteena tulee olla nimenomaan osakeyhtiön osakkeet¹⁵⁵. Verovapautta ei voida soveltaa, mikäli kyse on kiinteistö- tai asunto-osakeyhtiöstä taikka yhtiö tosiasiallisesti harjoittaa kiinteistöjen omistamista tai hallintaa.¹⁵⁶
- *Asuinvaltio*. Poikkeus koskee vain suomalaisia yhtiöitä ja emotytärtyhtiödirektiivin¹⁵⁷ soveltamisalaan kuuluvia eurooppalaisia yhtiöitä. Tämän lisäksi kolmansissa valtioissa asuvat yhtiöt ovat oikeutettuja poikkeuksen tumaan verovapauteen, mikäli niiden asuinmaan ja Suomen välillä on solmittu kahdenkertaisen verotuksen välttämistä koskeva sopimus ja sopimus sisältää määräykset koskien yhtiön osingonjakoa.

Kolmen viimeisen edellytyksen osalta edellytyksen täyttyminen tai täyttymättä jääminen on pääsääntöisesti melko yksiselitteisesti todettavissa. Sen sijaan käyttöomaisuusluonteen ja siihen kytkeytyvän elinkeinotoimintaa koskevan vaatimuksen arviointi ei ole yhtä suoraviivaista ja edellyttää tulkintaa. Samoin voidaan todeta toiminnan luonteen osalta, silloin kun joudutaan ratkaisemaan sitä, käsittääkö yhtiön toiminta pääasiassa pääomasijoitustoimintaa vai onko kyse

¹⁵³ Käyttöomaisuus on määritelty EVL 12 §:ssä. Tähän määritelmään palataan jäljempänä luvussa 3.2.2.

¹⁵⁴ Omistusosuutta ja vähimmäisomistusaikaa koskevien vaatimusten tulee täytyä yhtäaikaaisesti. Kuitenkin omistusosuuden luovutus on sallittua pilkkoa pienempiin eriin. Aikarajaksi on kuitenkin tämän osalta asetettu yksi vuosi siitä, kun omistusosuus laski alle kymmenen prosentin. Siten kaikkiin vuoden sisällä tapahtuneisiin luovutuksiin voidaan soveltaa verovapautta, mikäli muut edellytykset täyttyvät. EVL 6 b.2 § kohta 1. Ks. *HE 92/2004 vp.*, s. 33–34 ja 62. Kuitenkaan luovutettavien osakkeiden määrän ei tarvitse kattaa 10 prosenttia osakepääomasta. *Mattila 2004*, s. 489. Omistusosuutta laskettaessa on syytä huomioida, että kyse tulee olla suorasta omistuksesta, jolloin konserniyhtiöiden kautta määrittyvää välillistä omistusta ei huomioida. Myöskään osakkeiden tuottamalla äänioikeudella ei ole merkitystä – ainoastaan omistusosuudella kohdeyhtiön osakepääomasta. Määritetty omistusosuusraja on yhteneväinen emo-tytärtyhtiödirektiivin suorasijoituksille määritetyn rajan sekä muun muassa tuloverolain (1535/1992, jäljempänä TVL) 48.1 §:n kohdassa 3 sukupolvenvaihdoshuojennukselle määritetyn vähimmäisomistusosuuden kanssa. *HE 92/2004 vp.*, s. 33; *Emotytärtyhtiödirektiivi*, artikla 3.

¹⁵⁵ Siten luovutettaessa osuuskuntien osuuksia tai osuuksia henkilöyhtiöissä, on luovutusvoitto veronalaista tuloa ja vastaavasti syntynyt luovutustappio vähennyskelpoinen. *HE 92/2004 vp.*, s. 32.

¹⁵⁶ Kiinteistöjä koskevan rajoituksen tarkoituksena on ollut estää kiinteistöluovutusten täydellinen verovapaus. Rajaus ei kuitenkaan tarkoita, etteikö kiinteistöjen luovutukset voisi tietyissä tilanteissa tulla verovapauden piiriin. Yhtiön omistama käyttöomaisuuteen kuuluva kiinteistö ei automaattisesti ”saastuta” luovutusta, vaan yhtiön tosiasiallinen toiminta ratkaisee. Arviointi perustuu tässä suhteessa kokonaisarviointiin. *HE 92/2004 vp.*, s. 34.

¹⁵⁷ Neuvoston direktiivi 2011/96/EU, annettu 30 päivänä marraskuuta 2011, eri jäsenvaltioissa sijaitseviin emo- ja tytärtyhtiöihin sovellettavasta yhteisestä verojärjestelmästä.

muusta liiketoiminnasta¹⁵⁸. Tässä yhteydessä on syytä todeta, että arviointi tehdään luovutushetken olosuhteiden mukaan, jolloin omistusaikana käyttöomaisuusosakkeiksi katsottu omaisuus on hankintahetken ja luovutushetken välillä olosuhteissa tapahtuneiden muutosten vuoksi saattanut menettää verovapauden edellytyksenä olevan luonteensa.¹⁵⁹ Tosin oikeuskäytännössä luovutuksen verovapaus on hyväksytty myös tietyn ajan EVL 6 b §:n edellytysten lakattua.¹⁶⁰

Huomioiden SPAC-yhtiöiden luonne ja edellä pääluvussa 2 käsitellyt erityispiirteet, on näitä kysymyksiä koskevilla tulkintaratkaisuilla erityisen suuri painoarvo yritystoyhtiöiden verokohtelua ajatellen.

3.2.2 Käyttöomaisuusluonne ja liiketoiminnan harjoittaminen

Osakkeiden luovutuksen verokohtelun kannalta olennainen merkitys on edellä todetulla tavalla sillä, voidaanko luovutuksenkohteena olevien osakkeiden katsoa kuuluvan verovelvollisen käyttöomaisuuteen vai onko kyse muusta omaisuuslajista.¹⁶¹ Käyttöomaisuus on määritelty EVL 12 §:ssä, jonka mukaan omaisuuden tulee olla tarkoitettu verovelvollisen *elinkeinotoiminnan pysyvään käyttöön*.¹⁶² Siten käyttöomaisuudeksi katsottavalta omaisuudelta edellytetään (i) pysyvää käyttötarkoitusta ja sitä, että (ii) omaisuutta käytetään verovelvollisen elinkeinotoiminnassa.

Yhteisöjen tulolähdejaon poistumisen myötä aiemmin esikysymyksenä ratkaistu rajanveto omaisuuden oikean tulolähteen välillä tehdään nykyään osakkeiden omaisuuslajin mukaan.¹⁶³ Mikäli osakkeet eivät palvele yhteisön tulonhankkimistoimintaa eivätkä ne luonteensa vuoksi täytä myöskään vaihto-, sijoitus-

¹⁵⁸ Siivonen 2013, s. 544.

¹⁵⁹ Penttilä 2010b, s. 504.

¹⁶⁰ KHO 2010:50. Tosin tarkkaa aikarajaa tämän osalta ei ole oikeuskäytännössäkään määritetty, ja arviointi perustuu tapauskohtaisiin olosuhteisiin. Penttilä 2010b, s. 505. Vanhemmasta oikeuskäytännöstä käyttöomaisuusluonteen osalta esim. KHO 1991 B 510.

¹⁶¹ Juusela 2004, s. 167 alaviite 264: Omaisuuslajijaottelulla on merkitystä myös osinkoverotuksessa, jossa arviointi koskee sijoitusomaisuuden käsitettä (EVL 6 a §).

¹⁶² EVL 12 §:ssä on lueteltu omaisuserät, joita voidaan pitää käyttöomaisuutena, mikäli ne täyttävät elinkeinotoimintaa ja pysyvyyttä koskevat vaatimukset. Tällaisia ovat muun muassa yhtiön omistamat maa-alueet, koneet, kalusto, arvopaperit ja aineettomat oikeudet sekä tietyt luonnonvarojen hyödyntämiseen tarkoitettut paikat.

¹⁶³ Ennen tulolähdejaon poistamista EVL 6 b §:n soveltamisen kannalta oli ensin määriteltävä se, kuuluivatko osakkeet yhtiön elinkeinotoimintaan ja siten EVL:n soveltamisen piiriin vaiko henkilökohtaiseen tulolähteeseen, jolloin luovutusvoitot olivat lähtökohtaisesti laajasti veronalaisia. Ks. Penttilä 2013, s. 336. Tiettyjen EVL 1.2 §:ssä lueteltujen yhteisöjen osalta tulolähdejaottelu säilyi. Kuitenkin näiden yhteisöjen osalta EVL 6 b §:n tulkintaa ja verotusta on pidetty epäselvänä – ennen kaikkea lakiin sisältyvän elinkeinotoiminta-termin vuoksi, minkä on katsottu viittaavan sisällöllisesti eri tarkoitukseen EVL 1.2 §:n ja EVL 12 §:n osalta. Malmgrén 2021, s.8.

tai rahoitusomaisuuden määritelmää, katsotaan ne kuuluvaksi yhtiön muuhun omaisuuteen (EVL 12 a §). Muun omaisuuden omaisuuslaji on uusi ja se luotiin tulolähdejaon muutoksen myötä. Ilman uutta omaisuuslajia verovapaiden luovutusten piiri olisi käytännössä laajentunut huomattavasti, mikä olisi ollut EVL 6 b §:n säätämistarkoituksen eli konsernien kilpailukyvyyn parantamisen vastaista ja siten tehnyt myös sijoitustoiminnasta verovapaata. Uuden omaisuuslajin lisäämisellä estettiin näin ollen verovelvollisen varsinaiseen liiketoimintaan liittymättömien omaisuserin tuleminen verovapauden piiriin.¹⁶⁴ Tulolähdejaon muutoksella ei kuitenkaan haluttu muuttaa käyttöomaisuusosakkeiden käsitteen sisältöä, jolloin niihin katsotaan kuuluvaksi omaisuus, joka on verovelvollisen liike- tai ammattitoiminnan käytössä.¹⁶⁵

Pysyvää käyttötarkoitusta koskeva vaatimus erottaa käyttöomaisuuden nimenomaan vaihto-omaisuudesta.¹⁶⁶ Sen sijaan kokonaan toinen kysymys on, kuinka pitkäksi ajaksi omaisuus tulee olla hankittu, jotta se täyttäisi edellä todetun edellytyksen. Tältä osin on tosin huomattava, että ratkaisevaa on *tarkoitus* käyttöajan pituudesta, ei se kuinka pitkän ajan omaisuus todellisuudessa on ollut verovelvollisen käytössä.¹⁶⁷ Toisaalta omaisuuden käytettävyys useammin kuin kerran kuvaa pysyvyyttä. Siten on tehtävä ero sen suhteen, onko omaisuus kulutuksen kohteena vai pysyvässä käytössä.¹⁶⁸

Elinkeinotoimintaa koskevan edellytyksen tarkoituksena on rajata puhtaat sijoitukset verovapauden ulkopuolelle.¹⁶⁹ Omaisuuden käyttö yksinomaan tai pääasiallisesti elinkeinotoimintaa välittömästi tai välillisesti edistäviin tarkoituksiin, merkitsee sen lukeutuvan käyttöomaisuuteen (EVL 53 §).¹⁷⁰ Rajanveto pitkäaikaisten sijoitusten ja käyttöomaisuuden

¹⁶⁴ HE 257/2018 vp., s. 23 ja 37. Vaihtoehtoisesti rajausta olisi voitu toteuttaa muuttamalla EVL 6 b §:ä, mikä olisi tosin entisestään vaikeuttanut käyttöomaisuusosakkeiden luonteeseen liittyvää arviointia. Penttilä 2019, s. 137.

¹⁶⁵ HE 257/2018 vp., s. 25. Liike- ja ammattitoiminnan termeihin viitataan ainoastaan hallituksen esityksessä ja tältä osin EVL 12 §:ssä tosin käytetään termiä *elinkeinotoiminta*. Ks. myös *Liikeverotuksen uudistustoimikunnan mietintö* 1966 B:86, s. 10.

¹⁶⁶ Käyttö- ja vaihto-omaisuuden välistä rajanvetoa on käsitelty jäljempänä luvussa 3.2.4.3.

¹⁶⁷ *Niskakangas* 2007, s. 13–14.

¹⁶⁸ *Kukkonen* 2007b, s. 156–157.

¹⁶⁹ Käytännössä rajanveto ei kuitenkaan ole yksinkertaista. Tämä johtuu osittain historiallisista syistä sekä siitä, ettei TVL:n ja EVL:n soveltamisalojen välillä ole mahdollista tehdä tarkkaa jakoa. Ennen verovapauden säätämistä käyttöomaisuutta koskevalla tulkinnalla ei ollut suurta painoarvoa, minkä vuoksi jaottelua koskeviin ratkaisuihin ei kiinnitetty suurta huomiota ja tarkkaa rajaa ei siten muodostunut. Sitten EVL 6 b §:n verovapauden säätämisen myötä luokittelulla on myös aidosti taloudellista intressiä. Historiallisen kehityksen ”korjaaminen” ja määritelmän tarkentaminen on kuitenkin osoittautunut haasteelliseksi. *Niskakangas* 2007, s. 5; *Penttilä* 2013, s. 336. Ks. myös KHO 1986 II 509.

¹⁷⁰ *Penttilä* 2019, s. 137. EVL 53 §:n sanamuodossa viitataan elinkeinotoiminnan tulolähteeseen, joka siis koskee tulolähdejaon muutoksen myötä vain EVL 1.2 §:ssä määritettyä rajattua joukkoa. Näin ollen EVL 53 §:llä ei ole käytännössä merkitystä muiden yhteisöjen osalta. Tosin sen on katsottu tarjoavan tulkinta-apua käyttöomaisuusluonteen arvioinnissa. *Penttilä* 2019, s. 137.

välillä tehdään sen mukaan, voidaanko omaisuuden katsoa kohdistuvan verovelvollisen varsinaiseen suoritetuotantoon. Esitöiden mukaan omaisuudelta edellytetään välttämättömyyttä suoritetuotannossa.¹⁷¹ Tosin välttämättömyyседелlytys on oikeuskäytännössä sivuutettu, eikä sillä näyttäisi olevan käytännön merkitystä.¹⁷²

Siten osakkeilla tulee olla käyttöarvoa elinkeinotoiminnassa, jolloin pelkkä osinkotulojen tai arvonnousun tavoittelu ei riitä täyttämään tätä edellytystä.¹⁷³ Tarkastelussa voidaan huomioida verovelvollisen pyrkimys lisätä, helpottaa tai turvata tuotteidensa myyntiä taikka tavoite turvata tuotantotehtävien hankkiminen, mitä tavoitellaan kyseisten osakkeiden omistuksella. Esitöissä tytäryhtiö- ja omistusyhteyssyritysosakkeet on mainittu tyyppiesimerkkeinä käyttöomaisuusosakkeiksi katsottavista osakkeista. Yhtiöiden toimiminen samalla alalla otetaan huomioon arvioinnissa, joskin myös lähialalla toimiminen voi osoittaa käyttöomaisuusluonnetta. Näissä tapauksissa puhutaan usein strategisista omistuksista.¹⁷⁴ Huomioiden liiketoiminnan laajentamiseen tähtäävät pyrkimykset, ei ole täysin poissuljettua pitää myös kokonaan eri toimialalla toimivan yhtiön osakkeita käyttöomaisuutena.¹⁷⁵ Tällöin arvioinnissa merkitystä saattaa olla myös omistajapolitiikalla: aktiivinen omistus ilmentää käyttöomaisuusluonnetta, passiivisen omistuksen puoltaessa sijoitusluonnetta.¹⁷⁶

Olennaista siten on pysyvä käyttötarkoitus ja osakkeiden yhteys verovelvollisen elinkeinotoimintaan. Näiden edellytysten täyttymistä erilaisten yhtiöiden osalta tarkastellaan seuraavaksi.

¹⁷¹ HE 176/2008 vp., s. 5.

¹⁷² Penttilä 2013, s. 338.

¹⁷³ HE 92/2004 vp., s.32. Ks. myös Kukkonen 2007b, s. 156. On tosin esitetty, ettei osinkotuoton tavoittelulle pitäisi antaa arvioinnissa lainkaan painoarvoa, sillä se on omistuksen luonteesta riippumatta tytäryhtiöosakkeista saatavan hyödyn tavanomainen ilmenemismuoto. Niskakangas 2007, s. 10. Ks. myös Mattila 2014, s. 246.

¹⁷⁴ HE 92/2004 vp., s.32 ja HE 176/2008 vp., s. 5.

¹⁷⁵ Andersson 1984, s. 120 ja HE 176/2008 vp., s. 5. Toiminnan laajentaminen voidaan tehdä joko orgaanisesti, itse kehittäen ja sisäisesti kasvaen, tai epäorgaanisesti, hankkimalla osaaminen valmiiksi ulkopuolelta. Tällä on osin perusteltu sitä, minkä vuoksi myös eri toimialalla toimivien yhtiöiden osakkeet tulisi katsoa käyttöomaisuusosakkeiksi, erityisesti osakeomistuksen suuruus huomioiden. Tässä suhteessa merkitystä on siten omistussuuden suuruudella, mikä osaltaan puoltaa laajentamispyrkimystä. Toisin sanoen, mitä pienempi osuus, sitä vahvemman oletaman se antaa omistuksen irrallisuudesta suhteessa yhtiön harjoittamaan liiketoimintaan. Andersson 1984, s. 120–121. Ks. KHO 1980 B II 525 ja KHO 1990 B 515.

¹⁷⁶ Tikka ym. 2021, kohdassa 6. Elinkeinovalolain soveltamisala > Elinkeinonharjoittajan elinkeinotuloa vai henkilökohtaista tuloa > Pitkäaikaiset osakesijoitukset ja yhtiöosuudet > Pörssiosakkeet; Niskakangas 2007, s. 12; Sääski Keskitalo 2012, s. 585.

3.2.3 Holdingyhtiöt ja liiketoiminnallinen yhteys

Yhtiöoikeudellisen sääntelyn joustava luonne mahdollistaa sen, että liiketoiminta voidaan järjestää suhteellisen vapaasti erilaisia rakenteita hyväksikäyttäen. Tämä vapaus ja joustavuus ei kuitenkaan ole aina saumattomasti yhteen sovitettavissa vero-oikeudellisten säännösten kanssa, mikä saattaa johtaa vaikeisiin tulkintaongelmiin ja rajanvetotilanteisiin. SPAC-yhtiöidenkin kannalta merkittävänä voidaan pitää holdingyhtiöiden kohdalla ilmenneeseen problematiikkaan käyttöomaisuusosakkeiden verovapautta koskien.

Holdingyhtiöllä eli hallinnointiyhtiöillä viitataan lähinnä yhtiöihin, joiden tarkoituksena on omistaa ja hallinnoida arvopapereita.¹⁷⁷ Arvopaperikauppaa harjoittavista yhtiöistä holdingyhtiöt siis eroavat siinä, ettei niiden tarkoituksena ole käydä kauppaa osakkeilla vaan hallita niitä.¹⁷⁸ Yksi keskeisimmistä kysymyksistä kytkeytykin täten sen ympärille, voidaanko holdingyhtiön toiminta katsoa elinkeinotoiminnaksi, millä on merkitystä EVL 6 b §:n soveltamisen kannalta.¹⁷⁹ Arviointi tapahtuu tällöin elinkeinotoiminnan yleisten edellytysten täyttymisen perusteella.¹⁸⁰ Osakkeiden omistus ja hallinnointi voidaan toteuttaa monilla tavoilla, minkä vuoksi holdingyhtiöt eroavat luonteeltaan toisistaan. Tällä on luonnollisesti vaikutusta niiden verokohteluun – toisin sanoen omistuksen laatu määrää sen, voidaanko osakkeet lukea käyttöomaisuuteen vai muuhun omaisuuslajiin.¹⁸¹

Oikeuskirjallisuudessa holdingyhtiöistä on esitetty erilaisia ryhmittelyitä niiden tarkoituksen ja luonteen mukaisesti. Esimerkiksi *Kosken* mukaan kyseisten yhtiöiden perustyyppinä voidaan pitää omistusyhtiöitä, sijoitusyhtiöitä ja finanssiyhtiöitä¹⁸². *Tikka* sen sijaan jaottelee holdingyhtiöt konserniin kuuluviin apuyhtiöihin, emoyhtiöihin sekä omistuksia hallinnoiviin holdingyhtiöihin.¹⁸³ Ulkomaisesta

¹⁷⁷ *Tikka* 1972, s. 270; *Koski* 1977, s. 101–102; *Andersson – Penttilä* 2014, s. 33. Sinänsä kyse ei ole juridisesti erillisestä yhteisötyypistä – kuten ei SPAC-yhtiöidenkään kohdalla – vaan yleensä osakeyhtiömuotoisen yhtiön varaan rakentuvasta tietyn tarkoituksen omaavasta yhtiöstä. *Koski* 1980, s. 26.

¹⁷⁸ *Mattila* 1987, s. 232. Arvopaperikauppaa harjoittavat yhtiöt eroavat holdingyhtiöistä ja jäljempänä käsiteltävistä pääomasijoitustoimintaa harjoittavista yhtiöistä (ks. luku 3.2.4) siinä, että niiden toiminta perustuu arvopapereilla käytävään aktiiviseen kauppaan. Ks. *Mattila* 1987, s. 232 ja 234–235.

¹⁷⁹ *Andersson – Penttilä* 2014, s. 33.

¹⁸⁰ *Kulovaara* 2012, s. 33. Yleisesti elinkeinotoiminnan tunnusmerkkeinä on pidetty voitontavoittelua, liiketoimintariskin kytkeytymistä toimintaan, toiminnan itsenäisyyttä, aktiivisuutta, suunnitelmallisuutta ja jatkuvuutta. Esim. *Andersson – Penttilä* 2014, s. 19–20.

¹⁸¹ *HE 257/2018* vp., s. 37. Ennen tulolähdejaon muutosta rajanveto keskittyi lainvalintaa eli siihen sovellettiinko holdingyhtiöihin TVL:a vai EVL:a. Esim. *Kukkonen* 2007a, s. 262. Muutoksen jälkeen holdingyhtiöt kuuluvat EVL 1.1 §:n mukaisesti EVL:n soveltamisalaan, ja rajanveto tehdään siis EVL:n sisällä omaisuuslajien välillä. Tällä on tosin ollut merkitystä jo ennen tulolähdejaon poistamista. Ks. *Niskakangas* 2007, s. 5.

¹⁸² *Koski* 1977, s. 102–103.

¹⁸³ *Tikka* 1979, s. 157–158.

kirjallisuudesta löytyy esimerkkejä edellä mainittuja hienojakoisemmasta jaottelusta, jossa omaksi ryhmäkseen on luettu muun muassa niin sanottu *country holding company* eri valtioissa toimivien tytäryhtiöiden omistuksen keskittämiseksi yhteen valtioon sekä sekamuotoinen holdingyhtiö (*mixed holding company*), jolla on omistuksen lisäksi liiketoimintaa.¹⁸⁴

Edellisessä luvussa todetulla tavalla omistukselta edellytetään tiettyä aktiivisuutta, jotta osakkeita ei katsottaisi sijoituksenluonteisiksi. Omistuksen tulisi näin ollen luoda verovelvollisen ja kohdeyhtiön välille yhteyden, jota on oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa vakiintuneesti kuvattu *toiminnallisen yhteyden* vaatimuksella.¹⁸⁵ Tämän yhteyden on voitu katsoa muodostuvan välittömästi tai välillisesti.¹⁸⁶ Siten riittäväksi on katsottu, että omistus palvelee tytäryhtiöiden liiketoimintaa, jolloin osakkeet välillisesti palvelevat emoyhtiön liiketoimintaa.¹⁸⁷ Erityisesti toiminnallisen yhteyden edellytys synnyttää tulkinnallisia kysymyksiä erilaisissa holdingyhtiörakenteissa, joissa puhtaan osakeomistuksen ja liiketoimintaa palvelevan omistuksen rajaa ei voida useinkaan pitää täysin selvänä. Näin on etenkin tapauksissa, jossa omistus kohdeyhtiöstä jää alle 50 prosentin ollen kuitenkin yli EVL 6 b §:n vaatiman 10 prosentin osuuden.¹⁸⁸

Toiminnallisen yhteyden osalta kyse on useimmiten tapauskohtaisesta kokonaisarviointista, jolloin yhteyden on voitu katsoa syntyvän useamman eri tekijän vaikutuksesta.¹⁸⁹ Oikeuskäytännössä liiketoiminnallista yhteyttä koskevassa arvioinnissa on kiinnitetty huomiota muun muassa siihen, (a) miten omistus on muodostunut¹⁹⁰, (b) onko yhtiöiden välillä hallinnollista yhteyttä¹⁹¹ sekä, (c) onko omistajayhtiön ja kohdeyhtiön välillä keskinäisiä toiminnallisia¹⁹² yhteyksiä.¹⁹³ Toiminnallisen yhteyden arvioinnin osalta lähtökohtana on pidetty sitä, että yhtiöiden välisen liiketoiminnan tulisi olla varsin laajaa, merkittävää ja

¹⁸⁴ Eicke 2009, s. 58–61.

¹⁸⁵ Tikka 1975, s. 112. Ks. HE 257/2018 vp., s. 10. Esim. KHO 1984 B 517, KHO 2012:73 ja KHO 2012:74. Vaatimus voidaan johtaa EVL 53.1 §:n sanamuodosta, jossa viitataan välittömään tai välilliseen elinkeinotoiminnan edistämiseen.

¹⁸⁶ Sääsäski Keskitalo 2012, s. 586.

¹⁸⁷ KHO 2019:61. Ks. myös KVL 19/2012.

¹⁸⁸ Järvenoja 2011, s. 576.

¹⁸⁹ KHO 2012:73. Ks. Tapauksen arvioinnista Penttilä 2013, s. 341–342. Ks. myös KHO 2016 T 445.

¹⁹⁰ Ks. KHO 2012:73.

¹⁹¹ Ks. KHO 2010:64.

¹⁹² Ks. KHO 2010:50 ja KHO 2012:74.

¹⁹³ Mattila 2014, s. 247.

kestoltaan pitkää.¹⁹⁴ Hallinnollisten siteiden olemassaolon – kuten kohdeyhtiön hallituksessa toimimista tai talous- ja hallintopalveluiden tuottamista – ei ole yksinään katsottu riittäväksi. Niiden vaikutus onkin lähinnä toiminnallisen yhteyden olemassaoloa puoltava tekijä.¹⁹⁵

Sääski Keskitalo on lähestynyt ongelmaa tulolähdesubjekti- ja tulolähdeobjektitestien sekä omaisuuslajitestin kautta.¹⁹⁶ Tulolähdesubjektin tarkoituksena on selvittää myyjäyhtiön verostatus, jolloin tarkastelussa huomioidaan myös luovuttajayhtiön omistajien luonne ja määrä. Sen sijaan tulolähdeobjektitestissä tarkastelun kohteena on kohdeosakkeet ja se, voidaanko ne katsoa kuuluvaksi myyjäyhtiön elinkeinovarallisuuteen. Arvioinnissa merkitystä on tällöin luovuttajayhtiön ja kohdeyhtiön välisellä suhteella. Lopuksi omaisuuslajitestissä ratkaistaan omaisuuden käyttöomaisuusluonne eli se, voidaanko osakkeita pitää luovuttajayhtiön pysyvään käyttöön tarkoitettuna ja suoritetuotantoa suoraan tai epäsuorasti palvelleena omaisuutena. Toiminnallisen yhteyden olemassaolo tulee lähtökohtaisesti arvioitavaksi jokaisen testin osalta erikseen.¹⁹⁷ Tulolähdejaon poistamisesta huolimatta, on testeillä nähdäkseeni edelleen käyttöarvoa EVL 6 b §:n soveltamisedellytysten tutkimisen kannalta ja tulolähteiden valinnan sijasta tarkastelu kohdistuu EVL:n sisälle omaisuuslajien välille.

Arvioinnin kannalta voidaan todeta, että merkitystä on holdingyhtiön roolilla konsernissa.¹⁹⁸ Näkemystä on perusteltu intressipiirijattelulla, jossa tarkastelu ei rajaudu ainoastaan verovelvollisen itsensä sisälle vaan huomioon otetaan verovelvollisen kytkeytyminen osaksi laajempaan taloudellista kokonaisuutta.¹⁹⁹

Omistuksia hallinnoivat yhtiöt. Puhtaasti sijoitusten hallinnointiin perustetut holdingyhtiöt on usein katsottu vanhan sääntelyn aikana elinkeinotoimintaa harjoittamattomiksi eli TVL:n

¹⁹⁴ Verohallinnon ohje: Yhteisön käyttöomaisuusosakkeiden luovutusten verokohtelu, kohta 3.2. Vrt. Penttilä (2013, s. 339), joka on katsonut, ettei toiminnallisen yhteyden muodostuminen edellytä keskinäistä liiketoimintaa, vaan kyse on kokonaisuuskäsitteestä. Ks. KHO 2010:64.

¹⁹⁵ KHO 2012:74. Ks. Verohallinnon ohje: Yhteisön käyttöomaisuusosakkeiden luovutusten verokohtelu, kohta 3.2. Vrt. KHO 2010:64, jossa yhtiöiden välillä ei juurikaan ollut liiketoimintaa, mutta luovutuksen katsottiin täyttävän EVL 6 b §:n verovapaudelle asetetut edellytykset muun muassa hallinnollisen yhteyden perusteella. Tosin yhtiön ja osakeomistuksen syntyhistorian on arveltu vaikuttavan osaltaan lopputulokseen. Penttilä 2013, s. 341. Ratkaisun KHO 2010:64 kritiikistä *Sääski Keskitalo* 2012, s. 453.

¹⁹⁶ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 431–485 ja 582–697.

¹⁹⁷ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 429 ja 436.

¹⁹⁸ Ks. esim. Kukkonen 2009, s. 149;

¹⁹⁹ Tikka 1983, s. 232. Ks. KHO 1995 T 1026. Useimmiten intressipiiritarkastelua on pidetty verovelvollisen kannalta edullisena, mutta sillä voidaan puuttua myös keinotekoisin järjestelyihin verovelvollisen vahingoksi. *Sääski Keskitalo* 2012, s. 434.

soveltamisalaan kuuluviksi, jolloin osakeomistukset luetaan tulolähdejaon poistumisen jälkeen muuhun omaisuuteen. Ratkaisu pohjautuu tällöin sijoituksen passiivisuuteen.²⁰⁰ Erityisesti omistajakunnan ollessa suppea ja koostuessa luonnollisista henkilöistä, rinnastuu omistus henkilökohtaiseen sijoitusvarallisuuteen, minkä ei voida katsoa täyttävän elinkeinotoiminnan tunnusmerkkejä.²⁰¹ Kääntäen on katsottu holdingyhtiön omistajakunnan laajuuden olevan tekijä, joka puhuu puhdasta sijoitusten hallinnointitarkoitusta vastaan, vaikka holdingyhtiön oma liiketoiminta olisi vähäistä.²⁰²

Mikäli omistuksen siirtämiselle holdingyhtiöön on kuitenkin löydettävissä liiketaloudellisia perusteita, voi tilanne olla arvioinnin kannalta toinen.²⁰³ Myös omistuksen syntyhistorialla voi olla merkitystä kokonaisarvioinnissa kuten ratkaisussa KHO 2012:73, jossa emoyhtiö A Oy:n ainut omistajana oli luonnollinen henkilö. A Oy oli myynyt sittemmin perustamalleen ja 49 prosenttia omistamalleen B Oy:lle liiketoimintansa. Tapauksessa A Oy:tä pidettiin liiketoimintaa harjoittavana sen omistusrakenteesta huolimatta. Tosin arviointiin vaikutti omistuksen syntyvän ohella myös yhtiöiden väliset hallinnolliset siteet sekä muut toiminnalliset tekijät.²⁰⁴ Tällöin konsernin tai yritysryhmän liiketoiminnan jatkumisen tai kehittämisen edistäminen, sijoitusten keskittämisestä huolimatta, saattaa toimia käyttöomaisuusluonnetta puoltavana perusteena.²⁰⁵ Siten emoyhtiö ei voi syntyhistoriastaan huolimatta pysyä täysin passiivisena, vaan siltä vaaditaan tiettyä aktiivisuutta hallinnon suhteen, jotta sen voidaan katsoa harjoittavan elinkeinotoimintaa.²⁰⁶

Väliholdingyhtiöt. Konserniin kuuluvien omistuksia hallinnoivien tytäryhtiöiden osalta kyse on niin sanotusta apuyhtiöstä tai väliholdingyhtiöistä, joiden osalta elinkeinotoiminnan

²⁰⁰ Tikka 1975, s. 112; Niskakangas 2007, s. 11; Sääsä Keskitalo 2012, s. 585.

²⁰¹ KHO 1977 II 562. Ks. myös Tikka 2005, s. 9; Niskakangas 2007, s. 11; Kukkonen 2009, s. 150. Huomioiden yhteisöjen ja pääomatulojen verorasituksen eriytyminen, näyttäytyy yksityishenkilön sijoitusten hallinnointi yhtiön kautta verotuksellisesti houkuttelevalta. Andersson – Penttilä 2014, s. 33. Tulolähdejaon poistamista koskevassa hallituksen esityksessä on myös huomautettu, että yhtiön kautta harjoitettavan sijoitustoiminnan verovapaus olisi pidettävä EVL 6 b §:n tarkoituksen vastaisena. HE 257/2018 vp., s. 23. Ks. myös Kulovaara 2012, s. 32. Tosin myös luonnollisten henkilöiden omistamien sijoitusyhtiöiden voidaan katsoa harjoittavan elinkeinotoimintaan esimerkiksi arvopaperikaupan ollessa aktiivista. Eri asia kuitenkin on, voidaanko luovutettavat osakkeet katsoa kyseisen yhtiön käyttöomaisuusosakkeiksi. Sääsä Keskitalo 2012, s. 586–587. Ks. myös Myrsky 2012, s. 216.

²⁰² Ks. KVL 19/2012. Ks. myös KHO:1986 B II 510, KVL 11/2005.

²⁰³ KHO 1990 T 3346. Sääsä Keskitalo 2012, s. 446; Andersson – Penttilä 2014, s. 51.

²⁰⁴ Muina tekijöinä mainittakoon muun muassa A Oy:n B Oy:ltä saamat rojaltilutot, B Oy:n liiketoiminnan harjoittaminen A Oy:n omistamissa ja sille vuokraamissa toimitiloissa sekä se, että A Oy oli myöntänyt ja taannut B Oy:n lainoja. Lisäksi A Oy:n osakkeenomistaja ja hallituksen jäsen oli toiminut B Oy:n toimitusjohtajana sekä hallituksen jäsenenä.

²⁰⁵ Andersson – Penttilä 2014, s. 51.

²⁰⁶ Engblom 2007, s. 553.

harjoittamista koskevan edellytyksen on tulkittu täyttyvän, mikäli edellytys täytyisi myös tilanteessa, jossa apuyhtiötä ei olisi.²⁰⁷ Toisin sanoen, mikäli apuyhtiön omistajaa pidettäisiin elinkeinonharjoittajana tilanteessa, jossa apuyhtiö poistettaisiin omistusrakenteesta, tulisi myös apuyhtiötä pitää elinkeinonharjoittajana.²⁰⁸ Tosin asiasta on esitetty myös vastakkaisia näkökantoja, joiden mukaan myös väliyhtiöltä edellytettäisiin itsenäistä toimintaa.²⁰⁹ Tällaisia yhtiöitä käytetään useimmiten apuvälineenä omistuksen hallinnointiin taikka yrityskaupan toteuttamiseen.²¹⁰ Sanottua voitaneen soveltaa sellaisiin SPAC-yhtiöihin, joissa omistus on keskittynyt yhden osakkeenomistajan omistaessa merkittävän osan yhtiön osakkeista.²¹¹

Esikuntaholdingyhtiöt. Oikeuskirjallisuudessa elinkeinotoiminnan tunnusmerkkien on yleensä katsottu täyttyvän tilanteessa, jossa holdingyhtiö toimii suuren liiketoimintaa harjoittavan konsernin emoyhtiönä.²¹² Tätä näkemystä on myös kritisoitu, sillä sille ei ole katsottu löytyvän riittävää tukea oikeuskäytännöstä suoran kannanoton sekä etenkin vanhemman oikeuskäytännön epäyhtenäisyyden vuoksi.²¹³ Jotta tällaisen emoyhtiönä toimivan konsernin emoyhtiön voitaisiin katsoa harjoittavan liiketoimintaa, on siltä yleensä edellytetty tiettyä itsenäisyyttä, mikä ilmenee toimintojen harjoittamisena. Tällä on viitattu konsernielin- ja hallintopalveluiden tuottamiseen, jolloin hallinnointiyhtiön on yleensä edellytetty huolehtivan konsernin johdosta, organisaatiosta, rahoituksesta, taloushallinnosta tai muista konsernin yhteisistä tehtävistä oman henkilökuntansa avulla.²¹⁴ Myös toimitilojen ja kaluston vuokraaminen varsinaisen toimivan yhtiön käyttöön, voidaan ottaa arvioinnissa huomioon.²¹⁵ Sen osalta, kuinka laajaa palveluiden tuottamisen tulee olla ja millaisia palveluita hallinnointiyhtiön on tuotettava, voidaan oikeustilaa pitää epäselvänä ja ratkaisu joudutaan

²⁰⁷ KHO 1976 B II 513.

²⁰⁸ Tikka 1979, s. 158. Ks. KHO 1990 T 1665, jossa ei tosin otettu kantaa siihen, tuliko B Oy:tä pitää TVL:n vai EVL:n mukaan verotettavana yhtiönä. Andersson – Penttilä (2014, s. 51) ovat katsoneet, että yhtiötä olisi tullut pitää elinkeinotoimintaa harjoittavana.

²⁰⁹ Sääsä Keskitalo 2012, s. 437.

²¹⁰ Sääsä Keskitalo 2012, s. 436.

²¹¹ Ks. esim. Virala Acquisition Company Oyj:n omistusrakenne, jossa Virala Oy Ab oli edellä mainitun SPAC-yhtiön merkittävä omistaja ennen toteutettua sulautumista Purmo Group Oy:n.

²¹² Haarala 2005, s. 439; Kukkonen 2009, s. 149; Mattila 2009, s. 138; Myrsky 2010, s. 907. Andersson – Penttilä 2014, s. 50–51. Tosin tytäryhtiöiden lukumäärälle ei ole tässä suhteessa annettava painoarvoa, ja jo yksi tytäryhtiö tulee katsoa riittäväksi. Kukkonen 2009, s. 149; Andersson – Penttilä 2014, s. 51. Tikka 1979, s. 158.

²¹³ Niskakangas (2007, s. 10), joka huomauttaa KHO:n vanhempaan ratkaisukäytäntöön sisältyvistä poikkeuksista tämän suhteen. Ks. myös Sääsä Keskitalo 2012, s. 438.

²¹⁴ Penttilä 2010b, s. 506; Sääsä Keskitalo 2012, s. 440.

²¹⁵ KHO 2012:73.

tekemään tapauskohtaisesti huomioiden kulloisenkin tilanteen erityispiirteet kokonaisuutena.²¹⁶

Itsenäisyysvaatimuksesta huolimatta tulee verovelvollisen ja kohdeyhtiön välillä olla siten tietty toiminnallinen ja hallinnollinen yhteys.²¹⁷ Itsenäisyyden ei myöskään ole tulkittu edellyttävän itsenäisyyttä suhteessa konserniin, jolloin holdingyhtiön ei tarvitse tuottaa palveluita konsernin ulkopuolisille yhtiöille.²¹⁸ Näin ollen holdingyhtiön asema koko yrityskokonaisuudessa vaikuttaa siihen, millaiseksi sen verotuksellinen status muodostuu.²¹⁹

Omana erityiskysymyksenään voidaan käsitellä vielä niin sanottuja *MBO-yhtiöitä*²²⁰, joiden verotuksellista asemaa on käsitelty korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisussa KHO 2010:64 (ään. 3–1–1).

Tapauksessa yhtiön toimiva johto oli ostanut yhtiön liiketoiminnan niin sanotussa MBO-yrityskaupassa yhdessä pääomasijoittajien kanssa perustettuun uuteen yhtiöön, joka sittemmin listautui (A Oyj). Johdon omistusosuus oli toteutettu holdingyhtiö G Oy Ab:n kautta: yhtiössä osakkaina olivat ainoastaan A Oyj:n toimivaan johtoon ja sittemmin myös muuhun henkilöstöön kuuluvia luonnollisia henkilöitä, ja omistusosuus A Oyj:n kaikista osakkeista oli vaihdellut vuosien mittaan noin 14,8 ja 36,7 prosentin välillä. Saadun selvityksen mukaan osakkeet oli hankittu pitkäaikaiseen omistukseen ja G Oy Ab:lla oli toiminut aktiivisena osakkaana A Oyj:ssä sekä sillä oli ollut edustus A Oyj:n hallituksessa. Holdingyhtiön G Oy Ab osakkaat ovat myös osakassopimuksessa sitoutuneet toimimaan A Oyj:n toiminnan edistämiseksi. KHO katsoi G Oy Ab:n harjoittavan elinkeinotoimintaa.²²¹

²¹⁶ *Järvenoja 2015a*, s. 122. Ks. myös *Penttilä 2013*, s. 339.

²¹⁷ Helsingin HAO 05.12.2008 08/1306/6 (ei valituslupaa, lainvoimainen).

²¹⁸ *Järvenoja 2015a*, s. 122.

²¹⁹ *Sääski Keskitalo 2012*, s. 446.

²²⁰ MBO eli management buyout -termillä viitataan yrityskaupan toteutustapaan, jossa yhtiön toimiva johto ostaa yhtiön osakekannan joko kokonaan tai yhdessä pääomasijoittajan kanssa. Ks. *Hidén – Tähtinen 2005*, s. 217–221; *Järvenoja 2011*, s. 578.

²²¹ KHO 2010:64. Sen sijaan ratkaisussa ei otettu kantaa, tuliko A Oyj:n osakkeita pitää G Oy Ab:n verotuksessa käyttömaisuutena. Asia palautettiin tämän osalta Verohallinnolle käsiteltäväksi. Vrt. Rovaniemen HAO 6.7.2011 11/0273/1, jossa tytäryhtiön johdon omistamaa holdingyhtiötä A Oy ei pidetty elinkeinotoimintaa harjoittavana. A Oy:n osakkaat olivat luonnollisia henkilöitä ja he olivat sitoutuneet kehittämään tytäryhtiön liiketoimintaa. Kuitenkin ratkaiseva merkitys näyttäisi olleen sillä seikalla, että osakkaat olivat sitoutuneet realisoimaan suhteellisen lyhyen ajan sisällä tytäryhtiön ja siten sen arvonnousun. Siten osakkeita ei katsottu tarkoitetun hankitun pysyvään käyttöön.

Huomionarvoista tapauksessa on se, ettei yhtiöiden G Oy Ab ja A Oyj välillä ollut keskinäistä palvelutoimintaa, ja yhteys näyttäisi perustuneen ainoastaan hallinnolliseen yhteyteen.²²² Merkitystä näyttää olleen osakassopimukseen perustuneella aktiivisella osakkuudella, edustuksella liiketoimintayhtiön hallituksessa sekä holdingyhtiön syntyhistorialla MBO-järjestelyn osana.²²³ Sen sijaan Verohallinnon ohjeessa ja esimerkiksi ratkaisussa KHO 2012:74 pelkää hallinnollista yhteyttä ei ole katsottu riittäväksi.²²⁴ Tässä suhteessa tuoreemman ratkaisun olosuhteiden on kuitenkin katsottu eronneen ratkaisun KHO 2010:64 olosuhteista, minkä on katsottu vaikuttaneen lopputulokseen. Holdingyhtiön syntyhistorian on katsottu osaltaan vaikuttaneen ratkaisussa KHO 2010:64 otettuun kantaan.²²⁵ Keskinäisten liiketoimien puuttuessa, on muilla tekijöillä arvioinnissa suurempi painoarvo ja vaadittaneen liiketoiminnallisen yhteyden syntymisen osalta vahvempaa usean tekijän yhteisvaikutusta.²²⁶ Kuitenkin ratkaisulla on katsottu olevan ennakkopäätösarvoa eikä sitä voida sen vuoksi katsoa yleisestä linjasta poikkeavaksi poikkeusratkaisuksi.²²⁷

Käytännössä siis elinkeinotoiminnan harjoittaminen tulee ilmetä sekä kohdeyhtiön toiminnassa (*tulolähdesubjektitesti*) että verovelvollisen omassa toiminnassa (*tulolähdeobjektitesti*), minkä lisäksi yhtiöiden välillä tulee olla liiketoiminnallinen yhteys.²²⁸ Konsernirakenteiden ja liiketoiminnan luonteen erilaisuuden vuoksi on hankala esittää yleispätevää, kaikkiin tilanteisiin soveltuvaa ohjeistusta, minkä vuoksi arviointi perustuu viime kädessä tapauskohtaiseen kokonaisarviointiin.²²⁹ Erityisesti SPAC-yhtiöiden tapauksessa yhtiön tarkoitusta voidaan niiden ominaispiirteistä huolimatta toteuttaa monella eri tavalla, jolloin kokonaisarviointi on välttämätöntä.

²²² Ks. *Järvenoja 2015a*, s. 122.

²²³ *Mattila 2012*, s. 125.

²²⁴ *Verohallinnon ohje: Yhteisön käyttöomaisuusosakkeiden luovutusten verokohtelu*, kohta 3.2. Tapauksen KHO 2012:74 ennakkopäätösarvoa on kuitenkin pidetty rajallisena sen erityispiirteiden vuoksi. *Lindgren 2019*, s. 559 ja 561.

²²⁵ *Penttilä 2013*, s. 341.

²²⁶ Ks. *Penttilä 2013*, s. 341 alaviite 17.

²²⁷ *Myrsky 2010*, s. 908–909 ja *Järvenoja 2015a*, s. 122: Se, että ratkaisu on julkaistu vuosikirjaratkaisuna, on tulkittu KHO:n myös itsensä pitävän ratkaisua merkittävänä. Tosin ratkaisun syntymistä äänestyksen perusteella on katsottu heikentävän ratkaisun vahvuutta ja sen vuoksi pitkälle menevien johtopäätösten tekemistä tulisi välttää. *Myrsky 2010*, s. 909.

²²⁸ *Sääski Keskitalo 2012*, s. 600.

²²⁹ Ks. *Järvenoja 2015a*, s. 122. Ks. myös *Penttilä 2013*, s. 339.

3.2.4 Pääomasijoitustoiminta

3.2.4.1 Määritelmä ja tulkintaongelmat

Edellä todetulla tavalla EVL 6 b §:n mukaista verovapautta ei ole ulotettu pääomasijoitustoimintaa harjoittaviin yhtiöihin.²³⁰ SPAC-yhtiöiden kannalta rajauksella on erityistä merkitystä kyseisten yhtiöiden pääomasijoitustoimintaan liitettyjen piirteiden vuoksi. Ongelmallisen rajanvedosta tekee pääomasijoitustoiminnan käsitteen sisällön määrittely – siitä huolimatta, että EVL:n esitöissä on esitetty kuvaus pääomasijoitustoiminnasta, ei käsitettä ole määritetty lain tasolla²³¹. Mitä kauemmas irtaannutaan pääomasijoittamistoiminnan ytimeen katsottavasta toiminnasta, sitä ongelmallisemmaksi toiminnan luonteen selvittäminen muuttuu.²³²

Hallituksen esityksessä pääomasijoitustoimintaa on luonnehdittu kasvupotentiaalia omaaviin kohdeyhtiöihin tehtäviksi – usein oman pääomanehtoiseksi – sijoituksiksi, joiden tarkoituksena on saada tuottoa sijoitukselle kohdeyhtiön arvonnousun myötä.²³³ Usein kohdeyhtiöiksi on katsottu valikoituvan listaamattomia yhtiöitä, joihin saattaa muutoinkin liittyä korkeampi rahoituksellinen riski.²³⁴ Usein sijoitukselle ei kerry tuottoa sijoitusaikana, jolloin tuoton realisointi edellyttää irtautumista kohdeyhtiöstä, minkä vuoksi sijoitusta ei pidetä luonteeltaan

²³⁰ Käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoittojen verovapauden puuttuessa luovutustappiot ovat symmetriaperiaatteen mukaisesti vähennyskelpoisia. Ks. *VaVM 12/2004 vp.*, s. 9.

²³¹ *Penttilä 2010a*, s. 252; *Aine 2012*, s. 72; *Siivonen 2019*, s. 544. Ks. *HE 306/2018 vp.*, s. 4. Käsitteen sisältöön liittyvä tulkinnanvaraisuus tunnustettiin jo EVL 6 b §:n valmisteluvaiheessa. *VaVM 12/2004 vp.*, s. 8. Tästä huolimatta pääomasijoitustoiminnan käsite päätettiin jättää lain tasolla määrittelemättä.

²³² *Penttilä 2010a*, s. 255. Pääomarahastoja on pidetty tyypiesimerkkinä pääomasijoitustoiminnan harjoittajista. Usein tällaista toimintaa kommandiittiyhtiön muodossa, vaikka myös osakeyhtiömuotoiset toiminnanharjoittajat eivät ole poissuljettuja. *HE 92/2004 vp.*, s. 34–35. Ks. KHO 2001:28. Esitöissä tehty nimenomainen viittaus kommandiittiyhtiömuotoon on tulkittu lainsäätäjän kohdistaneen huomionsa ensisijaisesti juuri pääomasijoitusrahastoihin EVL 6 b §:n säätämistä ajatellen. Tällä on katsottu olevan pääomasijoitustoiminnan laajuutta muotoavaa tulkinnallista merkitystä legaalmääritelmän puuttuessa. *Penttilä 2010a*, s. 255–259. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että sinänsä pääomasijoittamistoiminnan kenttä on laaja kattaen niin alkuvaiheessa oleviin kasvuyrityksiin tehtävät sijoitukset (*venture capital* sekä sen alakäsitteenä siemenrahoitus eli *seed finance / seed capital*) kuin yritysostot, laajentamiseen tähtäävät toimenpiteet ja yritystoiminnan tervehtyttämiseksi annettavan rahoituksen (*buyout*). Yläkäsitteenä käytetään usein termiä *private equity*, jolla viitataan lähinnä suurempiin sijoituksiin listaamattomiin yhtiöihin sekä litalta poistumiseen johtaviin sijoituksiin. Ks. *Hidén – Tähtinen 2005*, s. 15; *HE 306/2018 vp.*, s. 3. Ks. toisenlaisesta jaottelusta *Lauriala 2004*, s. 27.

²³³ *HE 92/2004 vp.*, s. 34; *HE 306/2018 vp.*, s. 3. Ks. *Aine 2012*, s. 73. On huomioitava, että osinkona saatava tuotto ei suinkaan ole ainut keino konserniyhtiöille hyötyä omistuksesta, jolloin tällaisen tulovirran puuttuminen ei automaattisesti tarkoita sijoituksen olevan luonteeltaan pääomasijoitus. Esimerkiksi strategisissa sijoituksissa välitön hyöty voi koitua muulle konserniyhtiölle kuin kohdeyhtiön välittömälle omistajalle. Tällainen hyöty voi tarkoittaa esimerkiksi uusia resursseja tai mahdollisuutta hyödyntää kohdeyhtiön liiketoimintaa muiden konserniyhtiöiden toiminnassa. Ks. *Lauriala (2004)*, s. 28–29), joka viittaa tässä yhteydessä suuryritysten tekemiin sijoituksiin eli niin sanottuun *corporate venturing* -toimintaan osana pääomasijoitustoiminnan kenttää. En kuitenkaan näkisi, että tässä kyse olisi aina välttämättä verotuksellisessa mielessä pääomasijoitustoiminnasta.

²³⁴ *VaVM 12/2004 vp.*, s. 8. *HE 306/2018 vp.*, s. 3.

pysyvänä.²³⁵ Tuotontavoittelutarkoituksessa pääomasijoittajat osallistuvatkin yhtiön rahoittamisen lisäksi usein kohdeyhtiön toiminnan kehittämiseen.²³⁶ Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi hallitustyöskentelyä, mutta myös markkinointi- tai johtamisosaamisen taikka toimialatuntemuksen tarjoamista sekä yhteysverkoston laajentamista. Osaamisen lisäksi kohdeyhtiö voi hyötyä pääomasijoittajan maineesta ja siten lisätä uskottavuuttaan markkinoilla sekä luotonantajien silmissä.²³⁷

Käyttöomaisuusosakkeiden verovapauden ulottamisen pääomasijoitustoimintaan katsottiin tarkoittavan kokonaisen toimialan eli pääomasijoitustoiminnan vapauttamista verosta, minkä ei katsottu vastaavan EVL 6 b §:n säätämisen taustalla vaikuttanutta tavoitetta tukea yritysrakenteiden muutoksia. Tämän vuoksi pääomasijoitustoimintaa ei sisällytetty EVL 6 b §:n soveltamisalaan.²³⁸ Samalla on huomioitava, ettei säännöksellä ole ollut tarkoitus rajata tavanomaisia yritysostoja EVL 6 b §:n soveltamisalan ulkopuolelle, jolloin yhtiön toiminnan laajentamiseen tähtääviä toimenpiteitä sekä strategisten omistusten keskittämistä tiettyyn konserniyhtiöön ei tule katsoa pääomasijoitustoiminnaksi.²³⁹

Johtoa on haettu myös kommandiittiyhtiöitä koskevasta TVL 9.5 §:stä, jossa pääomasijoitustoiminnan harjoittaminen on kytketty yhtiösopimuksen sisältöön sekä tosiasialliseen toimintaan. Tällöin kommandiittiyhtiön ainoana tarkoituksena on oltava pääomasijoitustoiminnan harjoittaminen (EVL 9.5 §).²⁴⁰ Näitä edellytyksiä on katsottu voitavan soveltaa myös osakeyhtiöihin ja EVL 6.1 §:n kohdan 1 mukaisen toiminnan arviointiin.²⁴¹ Kuitenkaan EVL 6.1 §:n kohdan 1 osalta pääomasijoitustoiminnalta ei ole katsottu edellytettävän yksinomaisuutta, jolloin soveltamisala muodostuu tältä osin laajemmaksi.²⁴² Osoituksena tosiasiallisesta toiminnasta voi olla myös esimerkiksi Suomen

²³⁵ HE 92/2004 vp., s. 34–35; VaVM 12/2004 vp., s. 8. Ks. myös Lauriala 2004, s. 23; Kukkonen 2007a, s. 263; Penttilä 2010a, s. 258.

²³⁶ HE 92/2004 vp., s. 34–35; VaVM 12/2004 vp., s. 8.

²³⁷ Hidén – Tähtinen 2005, s. 17.

²³⁸ HE 92/2004 vp., s. 35.

²³⁹ VaVM 12/2004 vp., s. 8. Ks. Penttilä 2010a, s. 258.

²⁴⁰ Ks. ratkaisusta esim. KHO 2007:10 ja KHO 2007:11.

²⁴¹ Lehtimaja 2006, s. 48; Penttilä 2010a, s. 253: Penttilä on jaotellut edellytykset muodollisiin (yhtiösopimuksen tai yhtiöjärjestyksen määräys) ja toiminnallisiin (tosiasiallinen toiminta) kriteereihin.

²⁴² Sääsäki Keskitalo 2012, s. 512. Verohallinnon ohje: Pääomasijoitustoimintaa harjoittavan osakeyhtiön verotus, kohta 3.1.

pääomasijoitusrahasto ry:n jäsenyys.²⁴³ Epäselvissä tapauksissa arvioinnin kannalta toiminnan tosiasiallisen luonteen on katsottu syrjäyttävän muodolliset edellytykset.²⁴⁴

Käyttöomaisuusosakkeiden verovapauden näkökulmasta käsitteen tarkemman sisällön määrittäminen onkin jäänyt oikeuskäytännön varaan.²⁴⁵ Pääomasijoitustoiminnan verotusta koskien annetuista ratkaisuista huolimatta on katsottu, ettei käsitteen sisältö ole vakiintunut. Tämä johtuu toisaalta siitä, ettei vero-oikeuteemme aiemmin sisältynyt säännöksiä, jotka olisivat edellyttäneet käsitteen määrittelyä. Toisaalta EVL 6.1 §:n 1 kohtaa ja 6 b §:ä on pidetty pääomasijoitustoiminnan osalta yleispiirteisenä, minkä vuoksi annetuista ratkaisuista ei ole katsottu voivan muodostaa käsitteelle selkeää sisältöä.²⁴⁶ Ongelmaa ei myöskään helpota se, ettei tarkkaa määritelmää ole pystytty muodostamaan edes vero-oikeuden ulkopuolella.²⁴⁷ Lisäksi on huomioitava, että vero-oikeudellinen tulkinta ei välttämättä ole yhtenevä sen kanssa, millaiseksi toimialalla toimivat sen sisällön itse mieltävät.²⁴⁸ Käsitteen määrittelyyn liittyvät tulkintaongelmat aiheuttavat siten jo itsessään SPAC-yhtiöille merkittävää oikeudellista epävarmuutta, puhumattakaan siitä, että yritysostoyhtiöt ovat Suomessa uusia instrumentteja, joita koskeva vero-oikeudellinen luokittelu on niin ikään epävarmaa.

Käyttöomaisuusosakkeiden verovapauden kannalta tulkinnalliset kysymykset voivat liittyä ensinnäkin yhtiön luonteeseen eli siihen, onko yhtiötä pidettävä pääomasijoitustoimintaa harjoittavana yhtiönä vai onko kyse pikemminkin arvopaperien omistamisesta ja hallinnasta. Tällöin kysymys pääsääntöisesti kulminoituu elinkeinotoiminnan harjoittamisen edellytysten täyttymiseen.²⁴⁹ Siten rajanveto tehdään sen välillä, katsotaanko osakkeet kuuluviksi käyttöomaisuuteen vai muuhun omaisuuteen. Toisaalta ratkaistavaksi voi tulla myös se, tuleeko

²⁴³ Penttilä 2010a, s. 253.

²⁴⁴ Penttilä 2010a, s. 253; Sääski Keskitalo 2012, s. 513. Mattila (1987, s. 234) on katsonut, että verotuksessa (yleisesti) tosiasiallisille olosuhteille sekä taloudellisille seikoille tulisi antaa arvioinnissa muodollisia tunnusmerkkejä suurempi painoarvo, poikkeuksena toiminnan harjoittamisen aloittaminen, jolloin tosiasiallisia tunnusmerkkejä ei käytännössä ole havaittavissa. Tällöin arvioinnissa voidaan painottaa muodollisia seikkoja.

²⁴⁵ Penttilä 2010a, s. 253; HE 257/2018 vp., s. 16.

²⁴⁶ Sääski Keskitalo 2012, s. 511.

²⁴⁷ Penttilä 2010a, s. 255. Pääomasijoittajien toiminnan luonne saattaa vaihdella hyvinkin paljon pääomasijoittajasta riippuen aktiivisista ja kohdeyrityksen kehittämiseen osallistuvista omistajista passiivisiin arvonkasvun tavoittelijoihin. Myös sijoituksen aikajänne saattaa vaihdella, eikä tarkka sijoitushorisontti ole edes selvillä. Niskakangas 2004, s. 253.

²⁴⁸ Penttilä 2010a, s. 255.

²⁴⁹ HE 257/2018 vp., s. 16. Ennen tulolähdejakoja koskevaa muutosta kyse oli siis oikean tuloverolain – EVL tai TVL:n – valinnasta. Heiniö (2006, s. 268) on erottanut nämä oikean tuloverolain valintaa ja pääomasijoittajan luonnetta koskevat kysymykset erillisiksi kysymyksikseen. Tässä esityksessä kysymykset on kuitenkin katsottu luontevaksi käsitellä yhtenä kokonaisuutena.

yhtiö katsoa pikemminkin holdingyhtiöksi kuin pääomasijoitustoimintaa harjoittavaksi yhtiöksi.

Toiseksi, tulkinta voi liittyä pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen kohdalla käyttöomaisuuden ja vaihto-omaisuuden väliseen tulkintaan.²⁵⁰ Näitä tulkintaongelmia käsitellään seuraavaksi.

3.2.4.2 Yhtiön luonne

Se, voidaanko yhtiötä pitää pääomasijoitustoimintaa harjoittavana vai onko kyse muun toiminnan harjoittamisesta, ei ole aina yksiselitteisesti todettavissa.²⁵¹ Rajanvedolla on kuitenkin ratkaiseva merkitys EVL 6 b §:n soveltumisen kannalta.²⁵² Ensivaiheessa tulee näin ollen selvittää, harjoittaako yhtiö elinkeinotoimintaa vai onko kyse TVL:n soveltamisalaan kuuluvasta yhtiöstä tai muuhun omaisuuslajiin luettavista osakkeista.²⁵³ Vakiintuneen tulkinnan mukaan pääomasijoitustoimintaa on pidetty elinkeinotoimintana.²⁵⁴ Vaikka laki ei sisälläkään tästä nimenomaista mainintaa, on tulkinta johdettu epäsuorasti EVL 6.1 §:n kohdan 1 sanamuodosta ja pääomasijoittamista koskevan maininnan sijainnista EVL:ssa, mitä tukee myös oikeus- ja verotuskäytännössä tehdyt kannanotot.²⁵⁵

Toiseksi, elinkeinotoiminnan harjoittamisen toteaminen ei vielä riitä, vaan yhtiön luonnetta ratkaistaessa on lisäksi selvitettävä, onko kyse pääomasijoitustoiminnan harjoittamisesta. Kysymys saattaa nousta esille erityisesti konsernirakenteisiin ja ketjutettuihin omistuksiin liittyvissä hankinta- ja hallinnointiyhtiöiden tapauksissa.²⁵⁶ Huomioiden lainsäädännön

²⁵⁰ *VaVM 12/2004 vp.*, s. 8. *Penttilä 2010a*, s. 253. Ks. myös *Heiniö 2006*, s. 271. Samoin *Niskakangas 2004*, s. 253. Vaihto-omaisuuden määritelmä sisältyy EVL 10 §:än, jonka mukaan vaihto-omaisuutena pidetään elinkeinotoiminnassa sellaisenaan tai jalostettuina luovutettaviksi tarkoitettuja hyödykkeitä sekä tarvikkeita.

²⁵¹ *HE 257/2018 vp.*, s. 16.

²⁵² Ks. *Järvenoja 2007*, s. 307.

²⁵³ *Sääski Keskitalo 2012*, s. 518. Elinkeinotoiminnan harjoittamista (tai harjoittamattomuutta) koskevat tulkintaongelmat liittyvät etenkin yksityishenkilöiden sijoituksia hallinnoiviin holdingyhtiöihin. *Sääski Keskitalo 2012*, s. 518. Oikeuskäytäntö on tämän osalta epäyhtenäinen eikä selkeää tulkintalinjaa ole muodostunut. Ratkaisujen tulkinnasta *Sääski Keskitalo 2012*, s. 519–521.

²⁵⁴ *KVL 121/1998*. *Penttilä 2010a*, s. 253. Ks. *Heiniö 2006*, s. 269; kommandiittiyhtiöiden osalta *KHO 1992 T 1910* ja *HE 306/2018 vp.*, s. 4. Toisaalta tämä tulkinta on myös kyseenalaistettu, ja lain tarkoitus sekä esitöissä esitetty pääomasijoitustoiminnan määritelmä on tulkittu antavan viitteitä myös vastakkaiselle päätelmälle. *Siivonen 2013*, s. 548.

²⁵⁵ *Sääski Keskitalo 2012*, s. 518.

²⁵⁶ *Aine 2012*, s. 76; *Sääski Keskitalo 2012*, s. 539. Konsernirakenteisiin liittyvä pääomasijoitustoiminnan kannalta monenlaisia tulkintakysymyksiä, jotka voivat koskea hankinta- ja hallinnointiyhtiöiden lisäksi myös kehitysyhtiöitä, liiketoimintakonsernin sisäisiä rahoitusyhtiöitä sekä monialakonsernin emoyhtiöiden verotuksellista statusta. Ks. tarkemmin *Sääski Keskitalo 2012*, s. 524–569. Tässä esityksessä keskitytään kuitenkin hankinta- ja hallinnointiyhtiöihin liittyviin kysymyksiin sekä sivutaan monialakonsernia koskevaa problematiikkaa.

vähäsanaisuus tässä suhteessa, joudutaan tulkinnassa nojautumaan pitkälti oikeuskäytäntöön. Arviointi perustuu tapauskohtaiseen kokonaisarvioon, jossa merkitystä on annettu omistusketjulle ja yhtiön asemalle tässä rakenteessa sekä yhtiön toiminnan luonteelle.²⁵⁷ Erityisesti pääomasijoitustoimintayhtiöiden ja operatiivista toimintaa harjoittavien yhtiöiden välissä olevien holdingyhtiöiden verotuksellinen asema saattaa muodostua epäselväksi, jolloin vastakkain ovat holdingyhtiön samastaminen toisaalta pääomasijoitustoiminta harjoittavaan omistajaan, ja toisaalta riittävän liiketoiminnallisen yhteyden olemassaolon osoittaminen suhteessa operatiivista toimintaa harjoittavaan yhtiöön.²⁵⁸

Hankintayhtiöt. Toisinaan pääomasijoitustoimintaa harjoittavat yhtiöt saattavat perustaa operatiivista toimintaa harjoittavan yhtiön tai yhtiöiden hankintaa varten väliholdingyhtiön (hankintayhtiö), jolla ei yleensä ole muuta toimintaa ja tarkoitusta kuin kohdeyhtiön hankkiminen.²⁵⁹

Esimerkiksi suomalainen SPAC-yhtiö Virala Acquisition Company Oyj:n (jäljempänä VAC) perustajaosakkaana ja edelleen listautumisen jälkeen suurimpana osakkeenomistajana on Virala Oy Ab, jonka päätoimialaksi on merkitty rahoitusalan holdingyhtiön toiminta. VAC:n listautumisesitteen ja yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiön tarkoituksena on yritystoston toteuttaminen.²⁶⁰ Siten SPAC-yhtiöiden voidaan todeta *tässä tapauksessa* olevan verrattavissa hankintayhtiöihin ja aiemman oikeuskäytännön tulkintaopit ovat tällä perusteella sovellettavissa niihin. Sanottu ei kuitenkaan tarkoita, että kaikki yritystostoyhtiöt voitaisi rinnastaa edellä kuvattuihin hankintayhtiöihin ja tilanne saattaa vaihdella yhtiökohtaisesti.²⁶¹

Toisaalta on myös mahdollista, että hankintayhtiöön on keskitetty tiettyjä emoyhtiölle tyypillisiä toimintoja, jolloin se voidaan toimintansa osalta rinnastaa alakonsernin

²⁵⁷ Ks. KHO 2005:74, KHO 2010:12, KHO 2013:29 ja KHO 2021:135; *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540. Ks. myös *Mattila* 2014, s. 245.

²⁵⁸ *Penttilä* 2010a, s. 260: Arviointi perustuu tässä tapauksessa edellä mainittuun intressipiirijatteluun. Ks. myös *Pykönen* 2011, s. 405 ja hänen selostamansa KVL:n ennakkotiedon osalta.

²⁵⁹ *Penttilä* 2010a, s. 259; *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540.

²⁶⁰ *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 1; Virala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys 2 §, Virala Acquisition Company Oyj:n nettisivut: osake ja osakkeenomistajat > osakkeenomistajat (<https://www.virala.fi/fi/osake-ja-osakkeenomistajat/osakkeenomistajat>, luettu 13.12.2021). VAC:n ja Virala Oy Ab:n välistä yhteyttä kuvastaa tässä myös se, että VAC ostaa keskeisiä palveluita sekä yhtiöiden hallinnollinen yhteys VAC:n hallituksen puheenjohtajan ollessa myös Virala Oy Ab:n toimitusjohtaja ja hallituksen jäsen. *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 7.

²⁶¹ Ks. esim. *Lifeline SPAC I Oyj*, jonka omistus ennen listautumista oli jakautunut kuudelle yksityishenkilölle suoraan tai välillisesti heidän määräysvallassaan olevien yhtiöiden kautta. Kellään perustajaosakkaista ei ollut hallussaan enemmistöä osakkeista. *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 2.

emoyhtiöön.²⁶² Tässä yhteydessä on usein puhuttu saastumisvaikutuksesta, jolla viitataan holdingyhtiön verotuksellisen statuksen määräytymistä sen omistajien harjoittaman toiminnan – tässä tapauksessa pääomasijoitustoiminnan – mukaisesti.²⁶³ Oppi pohjautuu tarkoitukselle estää verovapaussäännösten hyödyntäminen väliyhtiöitä perustamalla.²⁶⁴ Tällöin poiketaan yhtiön ja sen osakkeenomistajien erillisyyden periaatteesta sekä verovelvolliskohtaisesta tarkastelusta ja huomioidaan verovelvollisen toiminta osana laajempaa taloudellista kokonaisuutta.²⁶⁵ Pelkästään se, että konsernirakenne sisältää pääomasijoitustoimintaa harjoittavan yksikön, ei kuitenkaan pitäisi suoraan johtaa siihen, että myös muut omistusketjussa olevat yhtiöt katsottaisi pääomasijoitustoimintaa harjoittaviksi.²⁶⁶

Pääomasijoitustoiminnan harjoittamista puoltavina argumentteina on esitetty muun muassa holdingyhtiön omistajien harjoittama pääomasijoitustoiminta, holdingyhtiön itsenäisen toiminnan puuttuminen ja siten toiminnan muodostuminen kohdeyhtiön osakkeiden hallinnasta sekä mahdollinen osakassopimus ja sen sisältämät määräykset omistuksesta luopumisen suhteen (ns. *exit*-suunnitelma). Lisäksi järjestelyn rahoittamista pääasiassa velkarahoituksella on pidetty jossain määrin pääomasijoitustoiminnan puolesta puhuvana seikkana.²⁶⁷ Toisaalta sijoituksen pitkäaikaisuus, holdingyhtiön oma kohdeyhtiöön tai kohdeyhtiöiden kokonaisuuteen kohdistuva liiketoiminta sekä holdingyhtiön tulon muodostuminen kohdeyhtiöltä saatavista osingoista, konserniavustuksista ja muista juoksevista kuluista viittaavat siihen, että yhtiö tulisi katsoa operatiivista toimintaa harjoittavan konsernin emoyhtiöksi.²⁶⁸

Korkein hallinto-oikeus on ottanut kantaa pääomasijoitustoimintaa harjoittavien tahojen perustamien hankintayhtiöiden verotukselliseen luonteeseen. Hankintayhtiön itsenäisen toiminnan puuttumisen tai ainoastaan vähäisen toiminnanharjoittamisen vuoksi arviointi

²⁶² *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540.

²⁶³ *Penttilä* 2010a, s. 259. Vastaavasti saastumisvaikutus tunnetaan rakennusosalalla, jossa laajamittaisesti harjoitetun rakennustoiminnan vuoksi verovelvollisen toiminta on katsottu elinkeinotoiminnaksi eikä tällöin ole voitu soveltaa TVL:n luovutusvoittoverotuksen kannalta suotuisia säännöksiä. Ks. problematiikasta *Andersson* 2008, s. 470–479.

²⁶⁴ *Penttilä* 2010a, s. 260–261. Vastaavasti *Sääski Keskitalo* (2012, s. 552) on todennut, ettei pelkästään omistuksellisten kriteerien täyttyminen riitä, vaan myös tosiasiallisen toiminnan tulee sisältää riittäviä elementtejä, jotta yhtiön voitaisi katsoa harjoittavan pääomasijoitustoimintaa.

²⁶⁵ *Ossa* 2020, s. 98. Tältä osin voidaan myös puhua intressipiirirajattelusta. *Penttilä* 2010a, s. 260. Ks. esim. KHO 2005:74.

²⁶⁶ *Penttilä* 2010a, s. 261.

²⁶⁷ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540–541.

²⁶⁸ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540–541 ja 545.

pohjautuu intressipiirijattelulle.²⁶⁹ Ratkaisuissa painoarvo on nimenomaan ollut kokonaisharkinnalla.

*KHO 2009:64.*²⁷⁰ Tapauksessa oli kyse järjestelystä, jossa holdingyhtiö A Oy oli hankkinut tuotannollista toimintaa harjoittavan B Oy:n osakekannan. Järjestelyssä B Oy:n liiketoiminta sekä sen varat ja velat oli tarkoitus siirtää A Oy:lle, minkä jälkeen B Oy oli tarkoitus purkaa vielä saman verovuoden aikana selvitystilaan asettamisen kautta. A Oy oli perustettu ainoastaan kyseisten osakkeiden hankintaa varten ja sen pääomistajana toimi pääomasijoitusrahasto. Korkein hallinto-oikeus katsoi, A Oy:n tosiasiallisesti jatkavan B Oy:n liiketoimintaa, minkä vuoksi sitä ei tullut pääomasijoitustoimintaa harjoittavana yhtiönä.²⁷¹

KHO 2010:12. Pääomasijoittajan hallinnoimat rahastot olivat perustaneet A Oy:n useissa valtioissa harjoitettavan kohdeliiketoiminnan hankkimista varten. A Oy:llä oli neljä työntekijää, ja sen toiminta oli käsittänyt lähinnä ulkopuolisen rahoituksen kanavoimisen sen täysin omistamille, operatiivista liiketoimintaa harjoittaville tytäryhtiöilleen, minkä lisäksi se oli vähäisessä määrin tuottanut konserniyhtiöille liiketoimintaa tukevia palveluita niiden solmiman Group Management Services Agreement -sopimuksen puitteissa. A Oy:n suomalaiset tytäryhtiöt B Oy ja C Oy oli tarkoitus purkaa ja niiden harjoittama liiketoiminta siirtää A Oy:lle. Korkein hallinto-oikeus katsoi, keskusverolautakunnan tavoin, A Oy:n toiminnassa olleen kyse pääomasijoitustoiminnan harjoittamisesta.²⁷²

²⁶⁹ Ks. *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540

²⁷⁰ Selostetun ratkaisun KHO 2009:64 kanssa vastaavaan tulokseen on päädytty konserniverokeskuksen vuonna 2010 antamassa ennakkotiedossa, jossa pääomasijoitusrahastojen omistama yhtiö A Oy oli perustettu vuonna 2007 operatiivista toimintaa harjoittavan B Oy:n hankintaa varten. Sitten B Oy oli tarkoitus purkaa vuoden 2010 aikana ja sen liiketoiminta siirtää A Oy:lle. KOVE katsoi, ettei A Oy:n toiminnan voitu katsoa tapauksen olosuhteiden valossa olevan pääomasijoitustoimintaa ja siten purkutappio oli sille vähennyskelpoton. Lopputuloksen kannalta painoarvoa annettiin A Oy:n ja B Oy:n yhteiselle hallinnolle sekä A Oy:n olemattomalle merkitykselle pääomasijoitustoiminnan osana. Tapauksen selostus *Pykönen* 2011, s. 405. Vastaavasti ks. Helsingin HAO 19.9.2014 14/1367/3.

²⁷¹ On myös esitetty, että järjestelyä on voitu jossain määrin pitää keinotekoisena, millä olisi ollut vaikutusta lopputuloksen kannalta, mikä ei tosin suoraan ilmene KHO:n julkaisemasta ratkaisuselosteesta. Hankintayhtiön käyttämisen taustalla olisi siten ollut ennemminkin tarve hyötyä purkutappiosta, mikä ei olisi ollut mahdollista suoran sijoituksen tapauksessa, kuin aito liiketoiminnallinen peruste valitulle rakenteelle. *Sääski Keskitalo* 2012, s. 552.

²⁷² Tapauksessa ei niinkään ollut kyse käyttöomaisuusosakkeiden verovapaasta luovutuksesta, vaan kysymyksenasettelu koski A Oy:n suomalaisten tytäryhtiöiden purkamisesta aiheutuvan tappion vähennyskelpoisuutta A Oy:n verotuksessa. Siten lähtökohta oli ikään kuin käänteinen verovapauden edellytysten arvioinnin näkökulmasta ja tarkoitus oli päästä hyötymään vähennysoikeudesta, mikäli A Oy:n katsottiin jäävän EVL 6 b §:n soveltamisalan ulkopuolelle. Koska A Oy:n katsottiin harjoittavan pääomasijoitustoimintaa, jäivät

KHO 2021:135. Ratkaisu koski niin sanottua kaksiportaista hankintarakennetta, jossa pääomasijoitustoimintaa harjoittava C Oy omisti välillisesti kohdeyhtiö B Oy:n osakkeet täysin omistamansa hankintayhtiö D Oy:n ja D Oy:n täysin omistaman hankintayhtiö A Oyj:n kautta.²⁷³ A Oyj oli hankkinut B Oy:n osakkeet vuonna 2014, ja osakkeita koskeva irtautumissuunnitelma oli laadittu kesällä 2019. A Oyj:n toiminta oli koostunut konsernin strategisista johto- ja hallinnointipalveluista ja sen palvelukseen oli siirretty B Oy:n johtohenkilöitä. Korkein hallinto-oikeus samasti A Oyj:n sen välilliseen omistajaan, pääomasijoitustoimintaa harjoittavaan C Oy:öön, minkä vuoksi B Oy:n osakkeiden luovutuksesta syntynyttä voittoa ei voitu pitää A Oyj:lle verovapaana EVL 6 b §:n tarkoittamalla tavalla.²⁷⁴

Ratkaisujen perusteella voidaan hakea tiettyjä suuntaviivoja arvioinnille, vaikka täsmällisen rajanvedon tekeminen on edelleen hankalaa.²⁷⁵ Painoarvoa näyttäisi ensinnäkin olevan ajallisella ulottuvuudella. Tämä on pääteltävissä erityisesti kahden ensin mainitun ratkaisun – KHO 2009:64 ja KHO 2010:12 – osalta, joista ensimmäisessä liiketoiminnan siirto hallintoyhtiöön tapahtui varsin lyhyen ajan sisällä osakekannan hankkimisesta. Sen sijaan näistä jälkimmäisessä ratkaisussa aika yhtiöiden hankkimisen ja purkamisen välillä oli pidempi. Siten pääomasijoitustoiminnan harjoittajan aseman ulottuminen hankintayhtiölle sen pääomasijoitustoimintaa harjoittavalta omistajataholta näyttäisi edellyttävän ajan kulumista.²⁷⁶ Muussa tapauksessa siteiden voidaan katsoa olevan kiinteämmät liiketoimintaa harjoittavaan yhtiöön. Lyhyt aikajänne siis tukee sitä, että väliyhtiön tarkoituksena on muunlaisen liiketoiminnan kuin pääomasijoitustoiminnan harjoittaminen, jolloin väliyhtiön perustamiselle

EVL 6 b §:n soveltamisedellytykset sen osalta täyttyvät, minkä vuoksi yhtiöllä oli oikeus vähentää sen suomalaisten tytäryhtiöiden purkamisesta aiheutunut tappio. KHO 2010:12.

²⁷³ Myös ratkaisussa KHO 2005:74 oli osittain kyse kaksiportaisesta omistuksesta. Tosin konsernin emoyhtiönä oleva A Oy, jonka omistuksesta suurin osa oli keskitetty pääomasijoitusrahastoille, omisti välillisen omistuksen lisäksi suoraan konsernin tytäryhtiöitä.

²⁷⁴ Vastakkaiseen lopputulokseen on päädytty vuonna 2010 konserniverokeskuksen antamassa julkaisemattomassa ennakkotiedossa, jossa pääomasijoittajien perustama hankintayhtiö X Oy oli hankkinut suomalaisen operatiivista toimintaa harjoittavan Y Oy:n sekä ulkomaisen X Ltd:n osakekannat. X Oy:n toiminta koostui sen tytäryhtiöilleen tuottamista konsernipalveluista ja sen palveluksessa oli toimitusjohtajan lisäksi muun muassa talousjohtaja ja myyntijohtaja. Lisäksi se sai tytäryhtiö Y Oy:ltä vuosittain huomattavia konserniavustuksia sekä osinkotuloja. KOVE piti X Oy:tä kokonaisarvion perusteella luonteeltaan ennemmin perinteiseen konsernin emoyhtiöön verrattavana kuin pääomasijoitustoiminnan harjoittajana yhtiönä, mikä osaltaan perustui X Oy:n omaan aktiiviseen toimintaan konsernissa. Tapauksen selostus *Pykönen* 2011, s. 405.

²⁷⁵ Ks. *Sääski Keskitalo* 2012, s. 556.

²⁷⁶ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 553. Toisaalta ratkaisussa Helsingin HAO 19.9.2014 14/1367/3 (korkein hallinto-oikeus ei myöntänyt valituslupaa; päätös 18.5.2016 taltio 2231/16) pääomasijoitusyhtiön ja sen omistamien rahastojen kanssa samaan konserniin kuuluneen A Oy:n ei katsottu harjoittavan pääomasijoitustoimintaa, vaikka sen omistaman C Oy:n purkautuessa ja liiketoiminnan siirtyessä A Oy:lle osakkeiden hankinnasta oli kulunut alle kaksi vuotta. Ratkaisussa hallinto-oikeus veti rajan omistusketjussa korkeammalle ja katsoi A Oy:n olevan pikemminkin pääomasijoitustoiminnan kohde ja siten arvonnousun tavoittelun kohdistuvan tähän yhtiöön.

voidaan löytää sen omasta toiminnasta seuraavia liiketaloudellisia syitä.²⁷⁷ Sen sijaan pidempi omistusaika näyttäisi puoltavan tulkintaa, jonka mukaan hankintayhtiö toimii nimenomaisesti pääomasijoittajien tarkoitusta ajavana yhtiönä.²⁷⁸ Tässä suhteessa tuore ratkaisu KHO 2021:135 on linjaltaan yhtenäinen aiemman oikeuskäytännön kanssa aikaulottuvuuden näkökulmasta.

Toisaalta on huomioitava, että ajallinen tarkastelu näyttäisi painottuneen erityisesti kahden viimeksi mainitun ratkaisun osalta ainoastaan menneeseen aikaan suhteessa suunniteltuun toimenpiteeseen, jolloin holdingyhtiön luonteessa toimenpiteen jälkeen tapahtunutta mahdollista muutosta ei ole huomioitu.²⁷⁹ Ratkaisussa KHO 2010:12 holdingyhtiöstä tuli sen tytäryhtiöiden purun seurauksena itse liiketoimintaa harjoittava yhtiö tyttärien liiketoiminnan siirtyessä sille. Tästä näkökulmasta katsoen ratkaisu ei ole yhtenäinen aiemman tapauksen KHO 2009:64 kannalta.²⁸⁰ Tapauksissa ei myöskään ollut kyse perinteisestä kohdeyhtiöstä irtautumisesta, vaan operatiivinen toiminta jatkui konsernissa hankintayhtiön harjoittamana.²⁸¹ Sen sijaan uusimmassa ratkaisussa KHO 2021:135 holdingyhtiön toiminnan luonne ei muuttunut, sillä osakkeet luovutettiin konsernin ulkopuolelle ja irtautuminen toteutettiin pääomasijoitustoiminnalle tyypillisellä tavalla, minkä vuoksi samastus pääomasijoitustoiminnan harjoittamiseen näyttäisi olevan luontevammin perusteltavissa.

Arvioinnin hankaluutta kuvastaa se, että jälkimmäisissä tapauksissa hankintayhtiöille on kehittynyt myös omaa liiketoimintaa, joskin KHO 2010:12 tapauksessa tämä toiminta on ollut vähäistä ja liiketoiminnallinen yhteys tytäryhtiöihin ohut. Ratkaisun KHO 2010:12 osalta on myös huomattava, että kyse on ollut äänestysratkaisusta (3–2), mikä osaltaan vahvistaa rajanvetoon liittyvää tulkinnanvaraisuutta. Lopputulosta on myös kritisoitu sen osalta, ettei holdingyhtiön toiminta sisältänyt pääomasijoitustoiminnalle ominaisia piirteitä, vaan se olisi

²⁷⁷ Penttilä 2010a, s. 261.

²⁷⁸ Penttilä 2010a, s. 261.

²⁷⁹ Vrt. KHO 2010:12 erimieltä olleen hallintoneuvos Halénin perustelut, joissa hän olisi katsonut merkitystä olevan enemmän sillä, millaiseksi yhtiön toiminnan luonne muuttuu järjestelyn seurauksena kuin sillä, millaista toimintaa se on harjoittanut ennen osakkeiden luovutusta koskevaa tapahtumaa.

²⁸⁰ Sääski *Keskitalo* 2012, 558. Verrattaessa ratkaisuja KHO 2009:64 ja KHO 2010:12 keskenään, ei myöhemmän ratkaisun lopputulos vaikuta perustellulta. Molemmissa tapauksissa kyse oli nimenomaan kohdeyhtiön purkautumisesta ja liiketoiminnan siirtämisestä hankintayhtiöön, joskin eri aikajänteellä. Ratkaisussa KHO 2010:12 hallinnointiyhtiölle oli kehittynyt jonkin verran omia toimintoja ja konserniyhtiöiden välillä oli liiketoimintaa, joskin erittäin vähäisessä määrin. Sen sijaan ratkaisussa KHO 2009:64 hankintayhtiölle ei ollut ehtinyt kehittyä toimintaa ennen kohdeyhtiön purkua lyhyen toteutusajan vuoksi. Toiminnan puuttumisen vuoksi argumentaatio pääomasijoitustoiminnan osalta olisi tässä mielessä voinut kulkea myös toiseen suuntaan. On tosin vaikea arvioida, pitikö KHO järjestelyä tapauksessa KHO 2009:64 siinä mielessä keinotekoisena, että yhtiön katsominen pääomasijoitustoimintaa harjoittavaksi olisi antanut yhtiölle säännöksen vastaisen veroedun (ks. liiketoiminnallisen perusteen osalta Sääski *Keskitalo* 2012, s. 552).

²⁸¹ *Aine* 2012, s. 80.

ollut pikemminkin rinnastettavissa liiketoimintaa harjoittavan konsernin emoyhtiöön²⁸². Sen sijaan uudemmassa ratkaisussa KHO 2021:135, jossa korkein hallinto-oikeus nojasi perusteluissaan ratkaisussa KHO 2010:12 antamaansa oikeusohjeeseen, liiketoiminnallisia yhteyksiä oli enemmän holdingyhtiö A Oyj:n ja sen tytäryhtiö B Oy:n välillä. Siten toiminnallisen näkökulman kannalta olisi ollut perusteltua, että korkein hallinto-oikeus olisi arvioinut tarkemmin A Oyj:n asemaa liiketoimintaa harjoittavan yhtiön emona eikä perustanut johtopäätöstään suoraan aiemmin antamaansa ratkaisuun²⁸³. On katsottu, että itsenäisen pääomasijoitustoiminnan puuttuminen, yhtiön tarkoitus toimia hankintayhtiönä, kohdeyhtiön purkaminen välittömästi hankinnan jälkeen sekä kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamisen jatkaminen holdingyhtiössä puoltavat sitä, että holdingyhtiön verotuksellisen aseman tulisi määräytyä pikemmin kohdeyhtiön kuin sen pääomasijoitustoimintaa harjoittavien omistajien luonteen mukaan.²⁸⁴

Ratkaisuista havaitaan, että hankintayhtiöiden tapauksessa on mahdollista esittää argumentteja sekä pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen puolesta että sitä vastaan. Kuitenkin uusimman ratkaisun KHO 2021:135 valossa näyttäisi hankintayhtiön omistajan toiminnan luonteelle annettu painoarvoa, jolloin muiden tekijöiden osalta vaadittaneen vahvempaa näyttöä, jotta hankintayhtiötä ei tulisi katsoa pääomasijoitustoimintaa harjoittavaksi. SPAC-yhtiöiden kannalta näyttäisi siltä, ettei niiden verotuksellista luonnetta ole mahdollista selvittää lopullisesti etukäteen, vaan ratkaisu perustuu viimekädessä tapauskohtaisiin olosuhteisiin. Tältä osin on myös huomioitava se, että aiemmissa ratkaisuissa hankintayhtiön omistus oli kokonaan tai suurimmaksi osaksi – välittömästi tai välillisesti – pääomasijoittajien hallussa. Myös SPAC-yhtiöissä pääomasijoittajat voivat olla merkittävässä asemassa kyseisten yhtiöiden omistajakunnassa. Se, että osakkeenomistajien joukossa on myös yksityishenkilöitä, ei lähtökohtaisesti poista pääomasijoittajien toiminnan luonteen vaikutusta holdingyhtiöön²⁸⁵. Kuitenkin epäselvää on, kuinka suuri pääomasijoittajien omistusosuus muodostaa riittävän

²⁸² *Sääski Keskitalo* 2012, 557. Rajanvetoa sen suhteen, onko holdingyhtiötä pidettävä konsernipalveluita tarjoavaksi emoyhtiöksi vai pääomasijoittajiin verrattavaksi väliyhtiöksi on pidetty hankalana. *Aine* 2012, s. 77.

²⁸³ Tapauksen aiemmassa käsittelyssä hallinto-oikeus lähestyi kysymystä ennemmin A Oyj:n oman toiminnan näkökulmasta ja kiinnitti huomiota sen asemaan liiketoimintaa harjoittavan yhtiön emoyhtiönä. Hallinto-oikeus antoi painoarvoa A Oyj:n tytäryhtiölleen tuottamille hallinto- ja johtopalveluille sekä yhtiöiden hallinnolliselle siteelle, minkä vuoksi se katsoi yhtiön tehtävät tavanomaisiksi konsernin emoyhtiön toiminnaksi.

²⁸⁴ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 559. Ks. KHO 2009:64 ja Helsingin HAO 19.9.2014 14/1367/3.

²⁸⁵ Ks. KHO 2005:74. Kuitenkin, mitä selkeämmin myös muita osakkeenomistajia on pidettävä pääomasijoittajina, sitä vahvempia perusteita on katsoa kyseessä olevan pääomasijoitus. *Juusela* 2004, s. 174.

vahvan siteen omistajan ja hankintayhtiön välille pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen samastamisen kannalta.

SPAC-yhtiöiden tilanteessa merkitystä on myös sillä, millaisella järjestelyllä kohdeyhtiön hankinta toteutetaan. Mikäli kyse on puhtaasta osakekaupasta, näyttäisi oikeuskäytäntö puoltavan tulkintaa, jonka mukaan myös SPAC-yhtiö voidaan katsoa pääomasijoitustoimintaa harjoittavaksi, jolloin osakkeiden luovutuksesta saatava voitto katsotaan veronalaiseksi. Toisaalta mitä kiinteämmät liiketoiminnalliset siteet SPAC-yhtiö kykenee luomaan kohdeyhtiönsä, sitä enemmän luonne muistuttaa liiketoimintaa harjoittavan konsernin emoyhtiötä. On tosin huomattava edellä todettu pääomasijoitustoiminnan luonteeseen kuuluva pääomasijoittajien pyrkimys kehittää kohdeyhtiötä, ja siten kasvattaa omistuksen arvoa, mikä saattaa hankaloittaa arviointia tässä suhteessa. Sitä vastoin, mikäli kohdeyhtiön liiketoiminta siirretään SPAC-yhtiölle – erityisesti, mikäli järjestely toteutetaan lyhyen ajan sisällä kohdeyhtiön osakkeiden hankinnasta – ei SPAC-yhtiötä tulisi pitää pääomasijoitustoimintaa harjoittavana. Asetelma saattaa edellä todetulla tavalla muuttua ajan kulumisen seurauksena. On myös syytä pitää mielessä, että pääomasijoittajastatuksen saavuttaminen saattaa olla verotuksellisesti edullista, mikäli tavoitteena on hyödyntää kohdeosakkeiden luovutuksesta syntyvä luovutustappio.

Hallinnointiyhtiöt. Konsernin holdingyhtiön toimintaa voidaan myös itsenäisesti arvioida pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen kannalta ilman, että sen omistajatahoista ketään pidettäisi varsinaisesti pääomasijoittajana. Tällöin huomiota kiinnitetään juuri hallinnointiyhtiön oman toiminnan luonteeseen ja tarkastelu perustuu lähtökohtaisesti verotuksessa noudatettavaan pääsääntöön verovelvolliskohtaisesta tarkastelusta²⁸⁶. Ongelmatilanteet voivat liittyä esimerkiksi siihen, tuleeko konserniyhtiön tekemä sijoitus katsoa pääomasijoitukseksi vai onko kyse strategisesta osakesijoituksesta.²⁸⁷ Jälkimmäiset kuuluvat valmisteluaineiston perusteella EVL 6 b §:n soveltamisalaan, jolloin kyseessä ei ole

²⁸⁶ Siivonen 2013, s. 549; Ossa 2020, s. 98.

²⁸⁷ Juusela 2004, s. 174. Sinänsä arviointia ei yhtään helpota se, että lain esitöissä mainittua strategisen omistuksen sisältöä ei ole määritelty sen paremmin lain kuin esitöidenkään tasolla. Aine 2012, s. 77. Tunnuksomaisena tällaiselle sijoitukselle voidaan kuitenkin pitää sijoituspäätöksen taustalla vaikuttava pyrkimys edistää yrityksen strategiaa. Esimerkiksi sijoituksen myötä mahdollistunutta uuden teknologian hyödyntämistä tai pääsyä uusille markkinoille voisi pitää strategisena sijoituksena. Lauriala 2004, s. 28–29; Hidén – Tähtinen 2005, s. 29.

pääomasijoitustoiminta.²⁸⁸ Tässä tapauksessa arviointi painottuu siten yhtiön oman toiminnan luonteen tarkasteluun pääomasijoitustoiminnan tunnusmerkkien valossa.²⁸⁹

KHO 2016:141. Tapauksessa A Oyj oli perustettu puunjalostustoimintaa harjoittavan B Oy:n osakekannan hankintaa varten. A Oyj oli listautunut vuonna 2011, ja sen listautumisesitteessä oli muun muassa todettu A-konsernin olevan pakkaus- ja paperikonserni. Lisäksi esitteessä mainittiin osakkeenomistajille ja muille oikeudenhaltijoille koituvan arvontuottamisen perustuvan aliarvostetun omaisuuden hankintoihin ja kyseisen omaisuuden myyntiin suorituksen parannuttua ja omaisuuden arvon noustua. A Oyj oli omistanut suoraan ja välillisesti tytäryhtiönsä C Oy:n kautta vuonna 2009 hankkimansa saksalaiset paperiliiketoimintaa harjoittavat E1 mbH:n ja E2 GmbH:n, joiden omistuksesta konserni oli sittemmin luopunut vuonna 2011 myymällä yhtiöt konsernin ulkopuoliselle F BV:lle kokonaisuudessaan luovutusvoitolla²⁹⁰. Lisäksi A Oyj oli perustanut vuonna 2008 konsernin ulkopuolisten tahojen kanssa puun hankintaa varten D Oy:n, jonka osakkeita se on luovuttanut vuonna 2011 luovutusvoitolla. Sittemmin A Oyj hankki D Oy:n osakkeita vuonna 2012 kasvattaen omistusosuuttaan D Oy:ssä 33 prosentista 45 prosenttiin. Korkein hallinto-oikeus katsoi saamansa selvityksen perusteella, ettei A Oyj:tä tullut pitää pääomasijoitustoimintaa harjoittavana²⁹¹.

Ratkaisussa otettiin kantaa toisaalta listautumisesitteessä konsernista annettujen tietojen merkitykselle, ja toisaalta osakeluovutusten luonteelle konsernin kokonaisuudessa. Pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen puolesta puhuivat muun muassa osakeomistuksen lyhyt ajallinen kesto ja listautumisesitteen sisältämä maininta tuotontavoittelusta omaisuuden arvonnousuja hyödyntämällä. Vastakkaista tulkintaa sen sijaan puolsivat se, että osakkeiden myynnit olivat perustuneet ulkopuolisen tahon aloitteeseen ja yhtiön rahoitustilanteen parantamiseen²⁹². Lisäksi A Oyj oli koko tarkasteluaikana säilyttänyt omistuksensa

²⁸⁸ *VaVM 12/2004 vp.*, s. 8.

²⁸⁹ Ks. *Honkamäki – Kujanpää – Pennanen 2018*, s. 324.

²⁹⁰ Yhtiön E1 mbH:n luovutuksesta oli syntynyt noin 1,7 miljoonan euron luovutusvoitto. Sen sijaan E2 GmbH:n osakeluovutus oli ollut 25 000 euroa tappiollinen. *KHO 2016:141*.

²⁹¹ Ratkaisussa ei kuitenkaan otettu kantaa siihen, voitiinko osakeluovutuksista syntyneitä luovutusvoittoja pitää A Oyj:lle verovapaina, ja tältä osin verotus palautettiin Verohallinnolle EVL 6 b §:n muiden soveltamisedellytysten täyttymisen arvioimiseksi. *KHO 2016:141* ja ratkaisuun liittyvä verotuksen oikaisulautakunnan 16.12.2013 antama ratkaisu.

²⁹² Korkein hallinto-oikeus muun muassa totesi, ettei mahdollisimman korkean myyntihinnan tavoittelu ja siten huomattavan luovutusvoiton syntyminen sinänsä osoita, että kyseessä olisi pääomasijoitustoiminta vaan tätä voidaan pitää normaalina osakekaupan lähtökohtana. *KHO 2016:141*.

puunjalostustoimintaa harjoittavassa B Oy:ssä, jonka osakekanta oli muodostanut merkittävän osan A Oyj:n varallisuudesta. Konsernin liiketoiminta oli koostunut muusta kuin pääomasijoitustoiminnasta. Saadun selvityksen perusteella ei ollut myöskään havaittavissa viitteitä siitä, että A Oyj:llä olisi ollut aikomusta luopua B Oy:n osakeomistuksesta ennalta määrätyn ajan kuluessa.²⁹³ Kokonaisarvion perusteella liiketoiminnan ei katsottu olevan luonteeltaan pääomasijoitustoimintaa siitä huolimatta, että toiminnassa oli havaittavissa pääomasijoitustoiminnalle tyypillisiä piirteitä²⁹⁴. Käsitellyssä tapauksessa ei näyttäisi kiinnitetyn juurikaan huomiota emoyhtiön ja tytäryhtiöiden väliseen liiketoimintaan, joka voidaan kuitenkin ottaa huomioon arvioinnissa.²⁹⁵ Sitä, että emoyhtiö harjoittaa konsernia palvelevaa itsenäistä liiketoimintaa, on pidetty pääomasijoitustoiminnan harjoittamista vastaan puhuvana seikkana.²⁹⁶ Ei kuitenkaan liene välttämätöntä, että liiketoiminta kohdistuisi juuri luovutuksen kohteena olevaan yhtiöön.²⁹⁷ Johtopäätöksenä voidaan todeta, että arvioinnissa vastakkain ovat toisaalta emoyhtiölle ja toisaalta pääomasijoitustoiminnalle tyypillisten piirteiden vertailu. Mitä enemmän yhtiöiden väliset siteet sisältävät liiketoimintaa harjoittavan konsernin piirteitä, sitä vahvemmin yhtiötä tulisi pitää emoyhtiönä²⁹⁸.

Sovellettaessa edellä selostetun ratkaisun oikeusohjeita SPAC-yhtiöihin, näyttäisi siltä, etteivät yritysostoyhtiössä havaittavat pääomasijoitustoiminnalle tyypilliset piirteet vielä yksistään tee siitä pääomasijoitustoiminnan harjoittajaa. Esimerkiksi suomalainen lokakuussa Helsingin pörssiin listautunut Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesitteessä on kohdeyhtiöiksi rajattu korkean kasvupotentiaalin omaavat listaamattomat

²⁹³ KHO 2016:141. Ratkaisussa todettiin myös, ettei sijoitusten kohdistuminen julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin automaattisesti johtanut tulkintaan siitä, että A Oyj:n toimintaa oli pidettävä pääomasijoittamisena.

²⁹⁴ Ks. *Honkamäki – Kujanpää – Pennanen* 2018, s. 324.

²⁹⁵ Ks. *Venesjärvi* 2005, s. 83–84.

²⁹⁶ KVL 11/2005.

²⁹⁷ *Heiniö* 2006, s. 271.

²⁹⁸ Tosin ei liene välttämätöntä, että kyse olisi nimenomaan konsernista OYL 8:12 ja KPL 1:5 tarkoittamalla tavalla, vaan kohdeyhtiö voisi olla myös osakkuusyhtiö. Ks. esim. KVL 11/2005. Tällöin tosin muiden tekijöiden merkitys korostunee arvioinnissa, jotta yhtiön liiketoimintaa ei katsottaisi pääomasijoitustoiminnaksi. Pienemmän osuuden omistaminen voitaneen helpommin tulkita muuksi kuin liiketoimintaa tukevaksi tai strategiseksi omistukseksi, mikä viittaisi pääomasijoitustoimintaan. Ks. *VaVM 12/2004 vp.* (s. 8) ja *Honkamäki – Kujanpää – Pennanen* (2018, s. 324), jotka toteavat pääomasijoittajien sijoitusten käsittävän yleensä vähemmistöosuuden kohdeyhtiöstä. On tosin huomattava, että sijoitusosuuden suuruus saattaa myös vaihdella pääomasijoittajan luonteesta riippuen. Vähemmistöosuudet ovat tyypillisempiä *venture capital* -sijoittajien (VC) keskuudessa, sitä vastoin suurin osa *buyout*-sijoittajien tekemistä sijoituksista koskee kohdeyhtiön enemmistöosuutta. *Pääomasijoittajat: Pääomasijoitusalan markkinakatsaus ja tie ulos koronavuodesta* 10.2.2021, s. 6. Ks. *Heiniö* 2006, s. 267 alaviite 1. *Lehtimaja* (2006, s. 48) on myös esittänyt EVL 6 b §:ä koskevan lakimuutoksen alkutaipaleella näkemyksen erityisesti buyout-sijoituksiin liittyvästä epävarmuudesta viitaten juuri siihen, että kyseiselle sijoitukselle on ominaista hankkia koko kohdeyhtiön osakekanta, ei siis vähemmistöosuus. Siten katsoisin, että omistusoosuuden suuruudesta ei voida automaattisesti tehdä päätelmiä sijoituksen luonteesta, joskin se voi yhdessä muiden tekijöiden kanssa vaikuttaa lopulliseen arvioon.

teknologiapainotteiset yhtiöt. Lisäksi yhtiön *sijoitusstrategia* on tarkoitus sisällyttää kohdeyhtiön strategiaan osakassopimuksen, luovutusrajoitusten tai vastaavien järjestelyjen avulla.²⁹⁹ Nämä piirteet viittaavat vahvasti pääomasijoitustoimintaan. Listalleottoesitteessä ei kuitenkaan ole suoraan todettu yhtiön irtautumistavoitetta kohdeyhtiöstä, jolloin SPAC-yhtiön yritysoston jälkeisellä toiminnalla ja kehitymisellä on merkitystä verokohteluun. Esimerkiksi useamman yhtiön hankkiminen samalta toimialalta ja synergiaetujen hyödyntäminen sekä aktiivinen rooli konsernin emoyhtiönä voivat puhua sitä vastaan, että yhtiötä pidettäisiin pääomasijoitustoiminnanharjoittajana. Siten irtautuminen yhdestä kohdeyhtiöstä ei välttämättä muuttaisi tulkintaa, etenkin jos irtautumisen taustalla on ollut esimerkiksi rahoituksellisia syitä.

Toisaalta tarkastelussa voidaan lähteä liikkeelle myös omistusketjun alatasolta. Hallinnointiyhtiöiden omistamat yhtiöt voivat harjoittaa itsenäisesti pääomasijoitustoimintaa, jolloin niiden harjoittaman toiminnan luonteella saattaa olla merkitystä arvioitaessa hallinnointiyhtiön verotuksellista asemaa.³⁰⁰ Lähtökohta arvioinnille tulee tässäkin tilanteessa olla holdingyhtiön oman toiminnan luonne, mutta joissain tilanteissa saastumisvaikutus on syntynyt alhaalta ylös eli tytäryhtiöstä emoyhtiöön.³⁰¹

KHO 2013:29. Ratkaisu koski A-konsernin hallinnollista emoyhtiö A Oyj:tä, joka tarjosi tytäryhtiöilleen rahoitus-, markkinointi- hallinto- ja muita vastaavia palveluita. Konsernin tytär- ja osakkuusyhtiöiden liiketoiminta koostui henkilömuotoisten pääoma- ja kiinteistösjoitusrahoitusten hallinnoinnista. Kyse oli ensinnäkin siitä, voitiinko myös A Oyj:tä pitää pääomasijoitustoiminnan harjoittajana sen tytäryhtiöiden liiketoiminnan perusteella, ja toiseksi siitä, voitiinko rahastojen rahasto (*funds of funds*)-muotoisen B-yhtiön hankintaa pitää A Oyj:n tavanomaisena yrityshankintana tarkoituksena laajentua uudelle toimialalle vai oliko kyse pikemminkin A-konsernin pääomasijoitustoiminnan laajentamisesta uudelle markkina-alueelle. Korkein hallinto-oikeus samasti A Oyj:n liiketoiminnan muiden konserniyhtiöiden harjoittamaan pääomasijoitustoimintaa sekä piti B-yhtiön hankinnassa olleen tosiasiallisesti kyse

²⁹⁹ *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 1 ja 64.

³⁰⁰ *KHO 2013:29.* Vrt. *Siivonen* (2013, s. 548–549), joka ei pidä hallinnointiyhtiön pääomasijoittajastatuksen muodostumista automaattisena sen omistamien yhtiöiden toiminnan perusteella.

³⁰¹ *Siivonen* 2013, s. 549.

pääomasijoitustoiminnan laajentamisesta. Siten B-yhtiön osakkeiden luovuttamisesta syntynyttä voittoa ei voitu pitää A Oyj:lle verovapaana.

Näin ollen ratkaisun perusteella on selvää, että arvioinnissa ei tule keskittyä ainoastaan yhtiön itsensä tai sen omistajan harjoittaman toiminnan laatuun, vaan myös yhtiön omistamien kohdeyhtiöiden liiketoiminnalla on merkitystä. Tytäryhtiöiden harjoittaessa pääomasijoitustoimintaa, pidetään myös hallinnointiyhtiötä pääomasijoittajana.³⁰² Toisaalta yhtiön tekemä sijoitus pääomasijoitusrahastoon ei automaattisesti johda saastumisvaikutukseen. Sen sijaan se, että pääomasijoitusrahastot kuuluvat hallinnointiyhtiön kanssa samaan *konserniin* johtaa helposti tulkintaan, jonka mukaan konsernin kokonaisuudessaan katsotaan harjoittavan pääomasijoitustoimintaa.³⁰³ Tältä osin korkeimman hallinto-oikeuden perustelujen mukaan merkitystä on hallinnointiyhtiön asemalla sekä tehtävillä pääomasijoitustoimintaa harjoittavien yhtiöiden muodostamassa konsernissa.³⁰⁴

Oikeuskirjallisuudessa on myös esitetty kannanottoja, joiden mukaan myös toisenlainen ratkaisu olisi ollut perusteltu. On nimittäin esitetty, että arvioinnin tulisi nojata vahvemmin (hallinnointi)yhtiön oman toiminnan luonteen tarkasteluun kuin johtopäätöksen perustaminen pääomasijoitustoimintaa harjoittavan kohdeyhtiön toiminnan laatuun.³⁰⁵ Tällöin aktiivinen liiketoiminnallinen yhteys voisi muodostua hallintoon osallistumisen myötä, ohjaamalla operatiivista toimintaa tai kehittämällä konsernistrategiaa. Pääomasijoitustoiminnan harjoittamisen tunnusmerkkien täyttymistä arvioitaisiin hallinnointiyhtiön oman toiminnan valossa ja esimerkiksi

³⁰² *Siivonen* 2013, s. 544 ja 550–551. Vrt. KVL:n ennakkotieto, jossa kokonaisarvioinnin perusteella yhtiön katsottiin harjoittavan operatiivista kiinteistökehitystoimintaa siitä huolimatta, että yhtiön täysin omistamat kahden kiinteistöyhtiön osakkeet muodostivat lähes kokonaisuudessaan yhtiön varallisuuden. Siten kiinteistöyhtiöiden osakkeiden omistus ei saastuttanut yhtiötä, kun sillä oli myös kiinteistökehityksenä pidettävää omaa toimintaa. Tapauksen selostus *Pykönen* 2011, s. 403. Vastakkaiseen lopputulokseen on päädytty ratkaisussa KHO 2011 T 450 (KVL 24/2010). Ennakkotiedossa lausuttua oikeusohjetta ei kuitenkaan ole sovellettu pääomasijoitustoimintaan. Ks. myös *Sääski Keskitalo* 2012, s. 567.

³⁰³ *Siivonen* 2013, s. 550–551. Siten konserniyhteys saa tässä aikaan vaikutuksen, jonka vuoksi yhtiön toiminta katsotaan pääomasijoitustoiminnaksi, vaikka sen tuottamat konsernipalveluita ei sellaiseksi olisi katsottu verovelvolliskohtaisen tarkastelun perusteella. *Siivonen* 2013, s. 550.

³⁰⁴ KHO 2013:29. Ratkaisussa korkein hallinto-oikeus totesi, ettei ”EVL 6 b §:n säännös -- koske pelkästään pääomasijoitustoimintaa harjoittavan osakeyhtiön omistamien osakkeiden luovutuksia”. Tämän voi tulkita viittaavan intressipiirijatteluun ja siten poikkeamiseen yleisestä vero-oikeudellisesta lähtökohdasta eli verovelvolliskohtaisesta tarkastelusta.

³⁰⁵ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 566–567; *Siivonen* 2013, s. 551. Pääomasijoitustoimintaa harjoittavassa konsernissa hallinnointiyhtiöiden kohdalla niiden liiketoiminta muodostuu hallinnointipalveluiden tarjoamisesta, jolloin niiden tulonmuodostus koostuu muilta konserniyhtiöiltä saatavista hallinnointipalkkioista – ei siis sen tekemien sijoitusten tuotoista. Mikäli kyseessä olisi konsernin ulkopuolinen toimija, olisi selvää, että tällainen liiketoiminta ei täytä pääomasijoitustoiminnan tunnusmerkkejä. Siten on katsottu, että rajattaessa tarkastelu puhtaasti hallinnointiyhtiön tasolle, ei hallinnointiyhtiötä tulisi pitää pääomasijoitustoimintaa harjoittavana. *Siivonen* 2013, s. 548–549.

tuotonmuodostukselle – jatkuva osinkotuotto vai arvonnousun tavoittelu – tulisi antaa merkitystä.³⁰⁶ Sijoituksen toteutustavalla olisi tässä suhteessa myös merkitystä, jolloin hallinnointiyhtiön omasta taseesta tehdyt pääomasijoituksen luonteiset sijoitukset puoltaisivat sen toiminnan katsomista pääomasijoitustoiminnaksi.³⁰⁷ Korkein hallinto-oikeus kuitenkin esitti päätöksensä perusteeksi huolen siitä, että EVL 6 b §:n verovapauden soveltuminen hallinnointiyhtiöihin saattaisi mahdollistaa pääomasijoitustoimintaan kuuluvien luovutusvoittojen saattamisen perusteettomasti verovapauden piiriin.³⁰⁸ Edellä esitetyt vastakkaiset näkemykset eivät kuitenkaan – ainakaan niiden esittäjien mukaan – olisi aiheuttaneet KHO:n mainitsemaa ongelmaa lopullisen ratkaisun jäädessä edelleen tapauskohtaisen arvion ja verotuskäytännön varaan.³⁰⁹ Lopullisesti ongelma ratkeaisi poistamalla pääomasijoitustoiminnan harjoittamista koskeva raja, jonka on katsottu tosiasiallisesti mahdollistavan pääomasijoitustoimintaa tai sen kaltaista toimintaa harjoittavien yhtiöiden verosuunnittelu ja siten johtavan tilanteeseen, jossa verotus ei tosiasiallisesti kohdistu neutraalisti verovelvollisiin.³¹⁰

Lopputuloksesta huolimatta edellä käsitellyn ratkaisun KHO 2013:29 on katsottu jättävän avoimeksi sen, voiko myös pääomasijoitustoimintaa harjoittavalla yhtiöllä olla käyttöomaisuusosakkeita, joiden luovutus olisi EVL 6 b §:n nojalla luovuttajalleen verovapaa.³¹¹ Aiemmin on katsottu – pohjautuen ratkaisussa KHO 2009 T 1619 lausuttuun – ettei tämä ole ollut mahdollista siitä huolimatta, että osakkeet olisivat palvelleet yhtiön muuta kuin pääomasijoitustoimintaa.³¹² Siten pääomasijoitustoiminnan harjoittaminen on saastuttanut kaikki yhtiön käyttöomaisuusosakkeet.³¹³ Lausuttu ei kuitenkaan ole perusteltu

³⁰⁶ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 566–567. Tällöin olennaista olisi EVL 6 b §:n soveltamisedellytysten täyttyminen nimenomaan hallinnointiyhtiön näkökulmasta. Merkitystä olisi sillä, että kohdeyhtiön katsotaan harjoittavan liiketoimintaa riippumatta siitä, onko harjoitettu toiminta pääomasijoitus- vai esimerkiksi tuotannollista toimintaa.

³⁰⁷ *Siivonen* 2013, s. 551.

³⁰⁸ KHO 2013:29.

³⁰⁹ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 566. Ks. myös *Siivonen* 2013, s. 551.

³¹⁰ *Torkkel* 2007, s. 61.

³¹¹ *Siivonen* 2013, 551.

³¹² Toisaalta on huomattava, että ratkaisusta KHO 2009 T 1619 julkaistu ratkaisuseloste on lyhyt ja varsin niukkasanainen. Verovapauden kannalta kielteinen kanta on perusteltu toteamalla seuraavaa: ”*Kun pääomasijoitustoimintaa harjoittava osakeyhtiö luovutti sellaiset käyttöomaisuuteensa kuuluvat osakkeet, jotka se selitti alun perin hankitun yhtiön pysyvään omistukseen, osakkeet eivät olleet verovapaasti luovutettavia osakkeita.*” Siten korkein hallinto-oikeus pysytti keskusverolautakunnan ratkaisun (KVL 35/2008). Ks. *Penttilä* 2010a, s. 263: Hänen mukaansa ratkaisussa ei kuitenkaan oteta kantaa tilanteeseen, jossa yhtiöllä olisi kaksi toisistaan täysin irrallista toimialaa, joten ratkaisun soveltuvuus tällaisiin tilanteisiin on jokseenkin epäselvä.

³¹³ *Penttilä* 2010a, s. 262; *Andersson – Penttilä* 2014, s. 154 ja 218. Ks. myös *Järvenoja* 2011, s. 576; *Ossa* 2011, s. 1536. Ratkaisun on katsottu kuvaavan tuloverotukselle ominaista joko–tai-ajattelua, jossa verovelvollisyhtiön verotuksellinen status olisi tilanteesta riippumatta sama. Tämän ajatuksen valossa yhtiötä pidettäisi

valtiovarainvaliokunnan mietinnön valossa, missä on pääomasijoitustoimintaa harjoittavien on todettu voivan harjoittaa myös muuta kuin pääomasijoitustoimintaa, ja tähän toimintaan kuuluvien osakkeiden voivan tulla EVL 6 b §:n soveltamisalan piiriin.³¹⁴ Toisaalta EVL 6.1 §:n sanamuotoa voidaan pitää valiokunnan mietinnössä todetusta poikkeavana: kyseessä tulee olla muun kuin pääomasijoitustoimintaa *harjoittavan* yhtiön käyttöomaisuusosake.³¹⁵ Sen sijaan korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisussaan KHO 2013:29 esittämä toteamus siitä, ettei kohdeyhtiön osakkeiden hankintaa voitu pitää luonteeltaan toiselle toimialalle laajentumisena, jättää mahdollisuuden valiokuntamietinnön mukaiselle tulkinnalle.³¹⁶

Edellä käsitellyt ratkaisut luovat SPAC-yhtiöiden kannalta mielenkiintoisen verotuksellisen toimintaympäristön. Mikäli tavoitteena on osakeluovutuksesta syntyvän voiton verovapaus, voi uhka tulla niin ylhäältä – omistajatahon suunnalta – kuin alhaalta – kohdeyhtiöstä nähden. Pääomasijoitustoiminnanharjoittajaksi katsottavan omistajatahon aikaansaaman verotuksellisen riskin välttäminen on mahdollista luomalla riittävän vahvat siteet kohdeyhtiöön sekä aktiivisesti kehittämällä yhtiön omia konsernitoimintoja.³¹⁷ Passiivisuus omistajana sen sijaan kallistaa johtopäätöstä herkemmin samastamiseen pääomasijoittajaomistajaan.³¹⁸ Sen sijaan alhaalta ylös virtaavaa saastumisvaikutusta lienee mahdotonta välttää, mikäli osakkeet on jo hankittu.³¹⁹ Siten EVL 6 b §:n valossa SPAC-yhtiöiden on syytä välttää sijoituksia pääomasijoitustoimintaa harjoittaviin yhtiöihin. Toisaalta tämän toiminnallisen rajoituksen

verotuksellisesti joko kokonaan tai ei lainkaan pääomasijoitustoimintaa harjoittavana riippumatta siitä, että se todellisuudessa harjoittaisi useampaa erityyppistä toimintaa. *Mattila* 1987, s. 232; *Sääski Keskitalo* 2012, s. 562.

³¹⁴ *VaVM 12/2004 vp*, s. 8–9. Ks. myös *Venesjärvi* 2005, s. 84.

³¹⁵ Säännöksen sanamuoto antaa ymmärtää, että yksistään pääomasijoitustoiminnan harjoittaminen riittää sille, ettei osakeluovutukseen voida soveltaa EVL 6 b §:ssä säädettyä verovapautta. Toisaalta hallituksen esityksessä pääomasijoitustoiminnan jättämistä EVL 6 b §:n soveltamisen ulkopuolelle on perusteltu nimenomaan pyrkimyksellä estää tietyn *toimialan* vapauttaminen verosta säännöksen tarkoituksena ollen pikemminkin tavoite helpottaa yritysrakenteiden muutoksia (*HE 92/2004 vp*, s. 35). Sinänsä yhtiö voi harjoittaa toimintaa useammalla toimialalla, jolloin ei olisi perusteltua evätä veroetu ainoastaan sen perusteella, että osa toiminnasta käsittää pääomasijoitustoimintaa. Se mikä merkitys muun toiminnan harjoittamisella on kokonaisuudessa, arvioidaneen perustuen kokonaisuuskantaan. Erityisesti muun toiminnan harjoittamisen ollessa lähes yhtä laajaa tai laajempaa olisi kohtuutonta asettaa yhtiö verotuksellisesti eri asemaan suhteessa muihin ei pääomasijoitustoimintaa harjoittaviin yhtiöihin. Ks. näkemystä puoltavista kannanotoista myös *Juusela* 2004, s. 173; *Kukkonen – Walden* 2014, s. 165. Lisäksi *Kukkonen* (2007a, s. 265 ja 2007b, s. 153) on todennut, ettei yhtiön sulkeminen kokonaisuudessaan EVL 6 b §:n verovapauden ulkopuolelle – vaikka yhtiöllä olisi myös muuta toimintaa – vastaa lain tarkoitusta.

³¹⁶ *Siivonen* 2013, s. 551; *Järvenoja* 2014a, s. 242. Huomioiden vallitseva oikeustila ja säännöksen tulkinnanvaraisuus etenkin korkeimman hallinto-oikeuden antamien jokseenkin vastakkaisten ratkaisujen valossa, on ratkaisuna esitetty lain sanamuodon tarkistamista esimerkiksi toteamalla (EVL 6.1 §:ssä) EVL 6 b §:n soveltuvan muiden kuin pääomasijoitustoimintaan kuuluvien käyttöomaisuusosakkeiden luovutukseen. *Sääski Keskitalo* 2012, 564.

³¹⁷ Ks. esim. *KVL 11/2005*.

³¹⁸ *Tikka* 2005, s. 9. Ks. myös *Niskakangas* 2007, s. 12.

³¹⁹ Sanottu ei luonnollisesti koske tilanteita, joissa kyse on yhtiön yksittäisestä sijoituksesta pääomarahastoon. *Siivonen* 2013, s. 550.

merkitys käytännössä lienee vähäinen, sillä SPAC-yhtiöiden ensisijainen kiinnostus kohdistunee muihin kuin pääomasijoitusrahastoihin tai pääomasijoitustoimintaa harjoittaviin yhtiöihin.

Monialakonsernit. SPAC-yhtiöiden osalta saattaa myös syntyä tilanne, jossa yhtiö tekee useamman yritysoston eri toimialoilta. Tällöin arvioitavaksi tulee, voidaanko SPAC-yhtiötä pitää monialakonsernin emoyhtiönä vai muistuttaako toiminta ennemmin pääomasijoitustoimintaa. Sinänsä lähtökohtana voidaan pitää sitä, että EVL 6 b § voi soveltua monialakonserneihin säännöksen soveltamisedellytysten täytyessä.³²⁰ Tätä tukee myös esitöihin otettu toteamus toiminnan laajentamisesta uudelle toimialalle.³²¹ Ei kuitenkaan ole poissuljettua, että tällaista monialakonsernin emoyhtiötä pidettäisi pääomasijoitustoimintaa harjoittavana. Tällöin olennaista lienee kuitenkin yhtiön toiminnan luonne ja osakkeiden hankinnan tarkoitus. Siten, mikäli tavoitteena on pikemminkin lyhytaikainen omistus ja kasvattaa kohdeyhtiöiden arvoa, minkä lisäksi tällaisten osakkeiden myynnistä saatavat tulot muodostavat keskeisen osan emoyhtiön tuloista, on vahvoja perusteita pitää emoyhtiötä pääomasijoitustoimintaa harjoittavana.³²² Sen sijaan sitä, mitä pidetään riittävänä osoituksena muun kuin pääomasijoitustoiminnan harjoittamisena ja yhtiöiden välisestä liiketoiminnallisesta yhteydestä, ei voida yksiselitteisesti todeta. Merkitsevinä tekijöinä voidaan pitää lähtökohtaisesti omistuksen luonnetta – pitkäaikaisuutta ja pysyvyyttä, sekä aktiivista omistusta. Tällaisesta osoituksena voi olla esimerkiksi yhtiön hallitustyöskentelyyn osallistuminen.³²³ Tässä suhteessa merkitystä voi olla myös omistuksia hallinnoivan emoyhtiön omistuspohjalla, jolloin pääomasijoittajan merkittävä asema omistajatahojen joukossa saattaa edellä todetulla tavalla johtaa saastumisvaikutukseen konsernin kannalta.³²⁴

³²⁰ *Niskakangas* 2007, s. 12.

³²¹ *VaVM 12/2004 vp*, s. 8. Perusteluja voidaan hakea myös verotuksen neutraalisuustavoitteista, jolloin usealla toimivaa konsernia ei ole perusteltua asettaa verotuksellisesti eriarvoiseen asemaan suhteessa yhdellä toimialalla toimivaan konserniin. *Niskakangas* 2007, s. 12.

³²² Esim. Helsingin HAO 17.6.2011 11/0680/6. Ks. *Kulovaara* (2012, s. 119), joka on todennut oikeuskäytännön esimerkkien valossa havaittavan taipumusta pitää monialakonsernin emoyhtiöitä pikemminkin pääomasijoittajina kuin niin sanotusti aitoina muuta liiketoimintaa harjoittavina hallinnointiyhtiöinä.

³²³ Esim. KVL 11/2005. Tapauksessa ratkaisun kannalta merkitystä ei ollut sillä, että osakkeet luovuttavan A Oyj:n omistuksen suuruus kohdeyhtiöstä B Oyj ei ylittänyt konsernisuhteen muodostumiseen vaadittavaa rajaa. A Oyj oli kuitenkin B Oyj:n suurin omistaja 20 prosentin osuudella ja käytti päätösvaltaa A Oyj:n toimivan johdon osallistussa B Oyj:n hallitustyöskentelyyn. Ratkaisun osalta on esitetty, että juuri tämä kuvattu hallinnollinen side olisi ollut merkitsevä tekijä lopputuloksen kannalta. Toisaalta hallitustyöskentelylle ei tulisi yksinään antaa ratkaisevaa merkitystä. *Niskakangas* 2007, s. 12.

³²⁴ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 567.

Huomioiden se, että SPAC-yhtiöllä ei ole itsenäistä toimihistoriaa, saattaa eri toimialojen yhtiöiden omistus luoda vahvan oletettaman pääomasijoitustoiminnasta. Jotta tämä tulkinta voitaisiin kumota, tulisi esittää näyttöä osakkeiden käyttöomaisuusluonteesta. Oikeuskäytäntö huomioiden, ei kohdeyhtiöiden osakkeiden omistusaika saisi jäädä lyhyeksi vaan omistukselta edellytetään tiettyä pysyvyyttä.³²⁵ SPAC-yhtiöiden tapauksessa pääomasijoitustoiminnan harjoittamista koskevan oletettaman kumoaminen ja holdingyhtiöiltä vaadittavan liiketoiminnallisen yhteyden osoittaminen lienee helpompaa, mikäli kohdeyhtiöt toimivat toisiaan lähellä olevilla toimialoilla.

Exit. Kuten edellä on todettu, pääomasijoitustoiminnalle on ominaista sijoitusten määräaikaisuus. Määräaikaisuus on toki läsnä myös SPAC-yhtiön luonteessa, mutta liittyy sen sijaan selkeämmin itse yhtiön olemassaoloon: kohdeyhtiön hankinnalle asetettu määräaika rajaa itse yritysostoyhtiön elinkaarta. Siten vaatimuksen voidaan nähdä koskevan ajallisesti eri ulottuvuuksia.

Pääomasijoitustoiminnan tunnusmerkkien toteutumista pohdittaessa aikaikkuna liittyy omistukseen. Mitä pidempään osakkeet on omistettu, sitä hankalammaksi käy sen arvioiminen, onko sijoitus ollut luonteeltaan pysyväksi hankittu vai vain tietyksi määräajaksi.³²⁶ Osviittaa voidaan tässä suhteessa hakea esimerkiksi sijoittajien kesken solmituista sopimuksista tai mahdollisen osakassopimuksen määräyksistä.³²⁷ Tässä suhteessa merkitystä on erityisesti irtautumista koskevilla ehdoilla, *exit*-ehdoilla, joiden avulla pyritään pääomasijoittajakontekstissa varmistamaan se, että sijoituksen arvonnousu saadaan realisoitua.³²⁸ Tällaisia ehtoja voivat olla esimerkiksi myötämyyntioikeus- (*drag-along*) ja

³²⁵ Esim. KVL 11/2005 ja Helsingin HAO 17.6.2011 11/0680/6.

³²⁶ Se, että pysyvään käyttöön hankituista osakkeista luovutaan verrattain lyhyen ajan kuluessa, ei automaattisesti tarkoita, ettei kyse voisi olla käyttöomaisuusosakkeista EVL 6 b §:n tarkoittamalla tavalla. Merkitystä rajanvedon osalta on hankinnan taustalla vaikuttaneella tarkoituksella. *Penttilä* 2013, s. 339 alaviite 11. Toisaalta pitkäaikainen omistus ei välttämättä täytä pysyvyyden vaatimusta, jos irtautumisaikomus on selvä. Ks. *Niskakangas* 2007, s. 14. Tämän vuoksi arvioinnissa joudutaan väistämättä antamaan painoarvoa pikemminkin sijoitushetkellä vallinneille olosuhteille kuin luovutushetken olosuhteille. Tämä on perusteltua myös siinä mielessä, että EVL 6 b §:ssä verovapauden edellytykseksi on asetettu yhden vuoden omistusaika. Koska lainsäädännössä on tehty tämä tietoinen ratkaisu omistusajasta, ei ratkaisua omaisuuden luonteesta verovelvollisen osalta voida perustaa puhtaasti omistusaikaan.

³²⁷ *Niskakangas* 2007, s. 14. Ks. *Sääski Keskitalo* 2012, s. 515 ja *Aine* 2012, s. 74. Pääomasijoitusrahastojen osalta rahaston ”elinkaari” on usein ennalta tiedossa ja rahaston ehdoissa on tällöin sovittu rahaston purkamisajankohdasta. *Lauriala* 2004, s. 23. Selvää on, että EVL 6 b § ei koske pääomasijoitusrahastoja, joten tulkintaongelmia ei myöskään tässä suhteessa synny. Sen sijaan rajanveto koskeekin lähinnä yhtiömuotoisia toimijoita ja holdingyhtiörakenteita. Osakassopimuksen osalta on lisäksi huomattava, että se tulee kyseeseen lähinnä tilanteissa, joissa omistus on jakaantunut useamman kuin yhden osakkaan kesken.

³²⁸ *Lauriala* 2004, s. 159; *Pälä* 2006, s. 238; *Pönkä* 2008, s. 251. Tavoiteltu irtautumismuoto heijastuu myös osakassopimuksessa käytettyihin *exit*-ehtojen. Tyypillisemmin irtautuminen tapahtuu myymällä osakkeet kolmannelle tai listaamalla kohdeyhtiö. Vaihtoehtoisesti, mutta tosin harvemmin, irtautuminen voidaan toteuttaa

myötämyyntivelvollisuuslausekkeet (*tag-along*), etuosto-oikeus- (*rights of first refusal*), likvidaatiopreferenssi- ja pörssilistautumislausekkeet (*IPO-lausekkeet*).³²⁹ Toisaalta on voitu sopia hallussapitojaksosta (*holding period*), jonka kuluttua kohdeyhtiön osakkeet hankkinut taho tulee realisoimaan sijoituksensa.³³⁰ Usein näiden mekanismien käyttö on aikaan sidottu, jolloin ajan kuluminen lisää pääomasijoittajan käytettävissä olevia irtautumiskeinoja tai oikeutta vedota ehtoihin.³³¹

Myötämyyntioikeus- ja *myötämyyntivelvollisuuslausekkeiden* tarkoituksena on varmistaa, että yhtiön koko osakekanta voidaan tarvittaessa myydä kerralla samoilla ehdoilla. Tämä mahdollistaa tehokkaan irtautumisen yhtiöstä, jolloin vähemmistöosakkaat eivät jää rasittamaan tulevan ostajan määräysvaltaa.³³² *Etuosto-oikeuslauseke* sen sijaan muistuttaa OYL 3 luvun 3 §:n mukaista lunastuslauseketta ja antaa muille osakkaille oikeuden hankkia osakkeet, mikäli joku osakkaista on aikeissa luovuttaa osakkeensa yhtiön ulkopuoliselle.³³³ *Likvidaatiopreferenssilausekkeilla* sovitaan varojenjaosta tilanteessa, jossa yhtiö puretaan tai tietty osuus yhtiön osakkeista myydään. Usein lausekkeen perusteella sovitaan jako-osan suuruudesta suhteellisesta omistussosuudesta poikkeavasti.³³⁴ Tarkoitus on turvata se, että pääomasijoittaja saa sijoittamansa pääoman takaisin ennen varojenjakoja muille osakkeenomistajille.³³⁵ *Pörssilistautumislausekkeilla* varaudutaan ennalta yhtiön viemiseen julkiseen pörssiin esimerkiksi määrittämällä ehdot, joiden nojalla osakkeenomistajalla on oikeus vaatia listautumista. Pääomasijoittajan kannalta listautuminen tarjoaa usein mahdollisuuden korkeampaan realisointihintaan kuin muut irtautumistavat.³³⁶

myös kohdeyhtiön tai toisen osakkeenomistajan lunastaessa osakkeet taikka yhtiön purkautumista tarkoittavilla toimilla – konkurssin tai selvitystilan kautta. *Hidén – Tähtinen* 2005, s. 250. Osakassopimuksella on katsottu pääomasijoituskontekstissa olevan yhtäältä sijoituksen arvoa turvaava eli riskinhallinnan, ja toisaalta kontrollin välineenä. Siten osakassopimuksella täydennetään OYL:n osakkaiden keskinäisiä suhteita määrittäviä säännöksiä. *Lauriala* 2004, s. 160.

³²⁹ *von Willebrand* 2004, s. 389; *Hidén – Tähtinen* 2005, s. 250; *Pönkä* 2008, s. 254.

³³⁰ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 514.

³³¹ *von Willebrand* 2004, s. 388.

³³² *Chemla – Ljungqvist – Habib* 2007, s. 94 ja 117; *Hannula–Kari* 2007, s. 113. Ks. myös *Andersin* 2021, s. 245.

³³³ *Hidén – Tähtinen* 2005, s. 252; *Chemla–Ljungqvist–Habib* 2007, s. 118. Etuosto-oikeus ei välttämättä edistä pääomasijoittajan irtautumista yhtiöstä, sillä se voi karkottaa potentiaalisia ulkopuolisia ostajia kyseiseen ehtoon liittyvän lunastusriskin vuoksi. *Hidén – Tähtinen* 2005, s. 252.

³³⁴ *Hannula – Kari* 2007, s. 145; *Mähönen – Villa* 2020, s. 208–209. Likvidaatiopreferenssilauseketta vastaava määräys voidaan ottaa myös yhtiöjärjestykseen. Tällöin ehdon toteutuminen edellyttää, että yhtiössä on vähintään kahdenlaisia erilaisia osakkeita. *von Willebrand* 2004, s. 385.

³³⁵ *Lauriala* 2004, s. 132–133; *Hidén – Tähtinen* 2005, s. 258.

³³⁶ *Lauriala* 2004, s. 201; *Pönkä* 2008, s. 258. EVL 6 b §:n soveltamisen kannalta luonnollista listautumislausekkeiden arviointi tulee ajankohtaiseksi ainoastaan siinä tapauksessa, että omistaja todella myy kohdeyhtiön osakkeita listautumisen yhteydessä. Sen sijaan, mikäli listautuminen toteutetaan osakeantina,

Sinänsä edellä kuvattujen lausekkeiden esiintyminen osakassopimuksessa ei käsitykseni mukaan tulisi automaattisesti tarkoittaa kyseessä olevan määräaikainen sijoitus, sillä erityisesti myötämyyntiin oikeuttavia tai velvoittavia ehtoja sekä etuosto-oikeutta voidaan pitää melko tavanomaisina osakassopimuksen ehtoina.³³⁷ Edellä kuvattujen ehtojen lisäksi, viitteitä irtautumispyrkimyksestä voi hakea myös osakassopimuksen tarkoitusta ja tavoitteita kuvaavasta johdanto-osuudesta, jossa omistukselle asetettuja tavoitteita on saatettua avata enemmän ja irtautumispyrkimys tai pysyvä käyttötarkoitus on täten paremmin havaittavissa. Esimerkiksi jo edellä käsitellyssä ratkaisussa KHO 2005:74 osakassopimuksessa oli realisointia koskeva ehto, jonka mukaan irtautuminen oli suunniteltu tapahtuvan viiden vuoden kuluttua sijoituksesta.³³⁸ Tapauksen osalta on vaikea arvioida, kuinka suuri painoarvo osakassopimuksen *exit*-määräyksellä oli arvioinnissa, sillä enemmistö yhtiön omistuksesta oli keskittynyt kahdelle pääomasijoitusrahastolle, mikä on väistämättä ollut omiaan johtamaan saastumisvaikutukseen. Tällöin osakassopimusten ehtojen tulkintaan ja painoarvoon kokonaisarvioinnissa vaikuttanee myös yhtiön omistajien liiketoiminnan luonne. Sitä vahvempia argumentteja irtautumispyrkimyksen puolesta voidaan esittää, mitä vahvempi tausta yhtiön omistajatahoilla on pääomasijoitustoiminnan saralla. Vastaavasti näkisin myös kohdeyhtiön toimihistorian antavan tiettyjä suuntaviivoja rajanvetoon: pääomasijoitukset ovat yleisiä erityisesti start-up -yhtiöihin, kun taas liiketoimintansa vakiinnuttaneet yhtiöt toiminevat todennäköisemmin aidosti liiketoimintaa harjoittavissa konserneissa.³³⁹

tarkoittaa tämä ainoastaan vanhojen osakkeenomistajien omistuksen laimentumista, mikä ei sellaisenaan realisoi veroseuraamuksia omistajille. Vanhoilla omistajilla saattaa olla jopa velvollisuus pidättäytyä myymästä osakkeitaan tietyn ajanjakson ajan listautumisesta lukien (ns. *lock-up*) (ks. esim. *Andersin* 2021, s. 246; *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 54; *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 66). Listautumisen ensisijaisena tavoitteena saattaakin olla rahoituksen kerääminen, kuten SPAC-yhtiöiden tapauksessa, ei omistuksen realisointi.

³³⁷ Useimmat *exit*-lausekkeet voidaan lukea osakkeiden vaihdantaa rajoittavien sopimusmääräysten luokkaan. Yleisesti osakkeiden vaihdantaa rajoittavia lausekkeitä on pidetty lähinnä keinona tukea osakassopimuksen muita tavoitteita ja vaihdannarajoittamista ei siten voida sinänsä pitää itsenäisenä tavoitteena. Siten ne turvaavat ennen kaikkea sen, että sopimuksen osapuolten välinen yhteistoiminta olisi vakaalla ja varmalla pohjalla. *Pönkä* 2008, s. 91.

³³⁸ Kyseisessä ratkaisussa KHO 2005:74 korkein hallinto-oikeus päätyi katsomaan A Oy:n pääomasijoitustoimintaa harjoittavaksi yhtiöksi ja sen tytäryhtiöiden osakkeiden luovutuksesta syntyvän voiton siten veronalaiseksi. Ks. myös Helsingin HAO 19.9.2014 14/1367/3, jossa A Oy:n osakkaiden solmimassa osakassopimuksessa oli osapuolten tavoitteena todettu osakkeiden arvonnousun realisoiminen listautumisen tai osakkeiden myymisen myötä.

³³⁹ Start-up -yhtiöiden osalta yhtiöiden arvonnousupotentiaali on korkeampi kuin toimintansa vakiinnuttaneiden yhtiöiden, joiden arvostuksessa tapahtuvat muutokset ovat huomattavasti pienempiä. Pääomasijoitustoiminnan tavoitteen ollessa kohdeyhtiön arvonnousu ja sen realisointi on luonnollista, että sijoitukset kohdistuvat juuri arvonnousupotentiaalia omaaviin yhtiöihin. Aidossa liiketoimintaympäristössä arvo ja tuotto sen sijaan perustuu yleensä konsernirakenteessa saavutettaviin synergiaetuihin. Ks. *Kaul – Nary – Sighn* 2018, s. 1292.

Merkitystä lienee myös sillä, milloin osakassopimus tai muu irtautumista koskeva suunnitelma on laadittu. Ei ole perusteltua pitää sijoitusta pääomasijoituksenluonteisena ainoastaan sillä perusteella, että irtautumispyrkimys voidaan osoittaa, jos *exit*-suunnitelma on laadittu vasta pitkän ajan päästä kohdeyhtiön hankinnasta.³⁴⁰ Tällöin ratkaisevaa tulisi olla se, onko irtautuminen ollut tavoitteena jo osakkeiden hankintahetkellä vai onko päätös syntynyt liiketoiminnallisten syiden, kuten konsernirakenteen selkiyttämisen tai ydinliiketoimintaan keskittymisen vuoksi.³⁴¹

On syytä muistaa, etteivät osakassopimukset ole julkisia asiakirjoja muista yhtiöiden strategisia tavoitteita sisältävistä asiakirjoista puhumattakaan, jolloin ulkopuolisen saattaa olla vaikea arvioida osakkeiden hankinnan todellisia tarkoituksia. Siten osakeomistuksen luonteen – pääomasijoitus vai ei – määrittelyssä muiden tekijöiden painoarvo saattaa korostua.

SPAC-yhtiöiden ollessa listattuja yhtiöitä, voi viitteitä irtautumispyrkimyksestä löytyä myös niiden listalleottoesitteistä. Tavoitetta ei välttämättä ole lausuttu suoraan, mutta sijoitusstrategiaa koskevat kuvaukset saattavat sisältää viitteitä sijoituksen määräaikaaisuudesta ja irtautumispyrkimyksestä.³⁴² Tältä osin on tosin huomioitava, että lopullinen tavoite saattaa muotoutua vasta kohdeyhtiön löytyessä. Siten tulevan kohdeyhtiön ollessa vielä ennalta määrittämätön, tulisi välttää liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä ainoastaan epäsuorien viitteiden perusteella.

Irtautumistavoite voi siis ilmetä useiden eri seikkojen perusteella. Kuten EVL 6 b §:n soveltamisedellytysten arvioinnin osalta on jo edellä todettu, tulisi myös johtopäätös irtautumispyrkimyksen olemassaolosta perustua kokonaisarviointiin. Minkään edellä käsitellyistä yksittäisistä seikoista ei tulisi yksistään johtaa päätelmään sijoituksen määräaikaaisuudesta – etenkin silloin, kun muut seikat puhuvat tätä vastaan. SPAC-yhtiöissä

³⁴⁰ Ks. myös edellä käsitelty KHO 2021:135, jossa kohdeyhtiön osakkeet oli hankittu vuonna 2014 ja irtautumissuunnitelma laadittu kesällä 2019. Tapauksessa korkein hallinto-oikeus kuitenkin päätyi pitämään osakkeet luovuttavaa A Oyj:tä pääomasijoitustoimintaa harjoittavana. Ratkaisun kannalta olennainen merkitys oli kuitenkin sillä, että A Oyj:n välillinen omistaja C Oy harjoitti pääomasijoitustoimintaa ja siten aiheutti saastumisvaikutuksen.

³⁴¹ Ks. esim. KHO 2016:141, jossa korkein hallinto-oikeus totesi E-yhtiöiden (kohdeosakkeet) taustalla olleen pyrkimys parantaa yhtiön rahoitustilannetta, mikä osaltaan osoitti, ettei yhtiön tarkoituksena ole ollut ainoastaan määräaikainen omistus ja irtautuminen ennalta sovitun ajan kuluessa.

³⁴² Ks. sijoitusstrategian kuvauksesta esim. *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 64 ja 66. Toisaalta esimerkiksi viittauksista arvonluontiin ja kohdeyhtiön arvon kasvattamiseen ei käsittäkseni suoraan voida tehdä päätelmää irtautumispyrkimyksestä

niiden toimintaperiaate saattaa tuoda omat haasteensa arviointiin, mutta viime kädessä kriteerit ovat samat kuin muillekin yhtiöille.

3.2.4.3 Osakkeiden omaisuuslaji

Lopuksi voidaan lyhyesti tarkastella osakkeiden omaisuuslajiin liittyviä kysymyksiä. Kyse on siitä, tuleeko omaisuus katsoa verovelvollisen käyttö- vai vaihto-omaisuudeksi.³⁴³ Määritelmällisesti vaihto-omaisuus eroaa käyttöomaisuudesta siten, että kyse on elinkeinotoiminnassa luovutettaviksi– siis tilapäisesti omistettavaksi – tarkoitetuista hyödykkeistä tai muusta omaisuudesta (EVL 10 §).³⁴⁴ Pääomasijoitustoiminnan näkökulmasta tämä liittyy ennen kaikkea sijoituksen tarkoitukseen ja sen määräaikaasuuteen. Sinänsä sijoitushorisontti voi olla pitkä, mutta sen on katsottu luonteeltaan olevan lähempänä vaihto-omaisuuden määritelmää osakkeiden ollessa hankittu luovutustarkoituksessa ja tuoton perustuessa arvonnousuun.³⁴⁵ Pääomasijoitukselle luonteenomaista kohdeyrityksen kehittämiseen tähtäviä toimia on tässä suhteessa verrattu vaihto-omaisuudelle ominaiseen hyödykkeen jalostukseen.³⁴⁶

Kysymyksellä ei ole merkitystä ainoastaan osakkeiden luovutuksen yhteydessä vaan omaisuuslajiluokittelu vaikuttaa kohdeosakkeiden tilinpäätöskäsittelyyn jo omistusaikana. Nimittäin vaihto-omaisuuden osalta omaisuuden arvonalentuminen hankintamenoista tulee kirjata verovuoden kuluksi, vaikka hankintameno vähennetäänkin lopullisesti vasta kun omaisuus on luovutettu, kulutettu tai menetetty (EVL 28 §). Siten omaisuuslajijaottelulla on merkitystä myös kulun jaksottamiseen. Käyttöomaisuuden hankintameno sen sijaan vähennetään pääsääntöisesti kokonaisuudessaan vasta omaisuuden luovutushetkellä tai vuotuisina poistoina omaisuuden vaikutusaikana (EVL 3 luku). Käyttöomaisuusosakkeiden kohdalla arvonalentumispoistot eivät ole sallittu (EVL 42.1 §).

Rajanvetoon on otettu kantaa esimerkiksi seuraavassa korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisussa:

³⁴³ *VaVM 12/2004 vp.*, s. 8. *Penttilä 2010a*, s. 253. Ks. myös *Heiniö 2006*, s. 271. Samoin *Niskakangas 2004*, s. 253.

³⁴⁴ Sinänsä vaihto-omaisuudeksi voidaan katsoa niin aineelliset kuin aineettomatkin hyödykkeet (ks. KHO 1975 B II 516 (kartoitustyö); KHO 1976 T 2981 (lattiapäällysteiden kiinnitystyö)).

³⁴⁵ *VaVM 12/2004 vp.*, s. 8. Sijoituksen aikajännettä ei ole pidetty ratkaisevana, sillä omaisuuslajijaottelun on katsottu perustuvan pikemminkin hyödykkeen käyttötarkoitukseen kuin ajan kulumiseen. *Penttilä 2010a*, s. 254. Ks. myös *Tikka 2005*, s. 10.

³⁴⁶ *Penttilä 2010a*, s. 253–254. Ks. KHO 1969 II 568.

KHO 2017:44. Ratkaisu koski tuulivoimahankkeita kehittävää ja käynnistävää A Oy:tä, joka oli tätä tarkoitusta varten perustanut useita hankeyhtiötä. Koska A Oy:ltä itseltään puuttuivat tuulivoimahankeen toteuttamiseen tarvittava pääoma, erilliset hankeyhtiöt mahdollistivat tarvittavan rahoituksen ja asiantuntemuksen hankkimisen ulkopuolisilta kumppaneilta. A Oy:n oma toiminta koostui lähinnä hankkeiden käynnistämisestä ja kehittämisestä. Korkein hallinto-oikeus katsoi hankeyhtiöt perustetun myyntitarkoituksessa ja siten niiden osakkeita oli pidettävä A Oy:n vaihto-omaisuutena. Merkitystä arvioinnissa ei ollut sillä, että A Oy:n johtoon kuuluvat henkilöt olivat toimineet hankeyhtiöiden hallinnossa.

Ratkaisu ei varsinaisesti koskenut pääomasijoitustoimintaa, mutta se osoittaa tytäryhtiöosakkeiden luonteen arvioinnissa huomioitavia seikkoja. Siten myös tytäryhtiöosakkeita voidaan pitää vaihto-omaisuutena, jos yhtiöiden omistus on tarkoitettu vain väliaikaiseksi. Tässä tapauksessa yhtiöiden väliset hallinnolliset siteet eivät riittäneet muuttamaan lopputulosta. Toisaalta ei liene poissuljettua, että joissakin tapauksissa omistavan yhtiön johdon rooli kohdeyhtiössä voisi – ainakin yhtenä osatekijänä – puoltaa osakkeiden käsittelyä käyttöomaisuutena.³⁴⁷

Edellä käsiteltyyn viitaten perimiltään pääomasijoittamisessa kyse on siis siitä, että yhtiön omistamien osakkeiden myyminen katsotaan yhtiön varsinaiseksi toiminnaksi, ja osakkeet kuuluvat luonteensa puolesta yhtiön vaihto-omaisuuteen.³⁴⁸ Käytännössä on kuitenkin katsottu olevan selvää, että lainsäädännössä myös osakeyhtiömuotoisen pääomasijoitustoiminnanharjoittajan omistamat osakkeet ovat käyttöomaisuutta edellä todetuista piirteistä huolimatta.³⁴⁹ Näkemys perustuu hallituksen esityksessä pääomasijoitustoiminnan yhteydessä todettuun EVL 6 b §:n soveltamista koskevaan rajaukseen siitä, ettei ”*käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoittojen verovapautta ehdoteta sovellettavaksi pääomasijoitusyhtiöiden saamaan tuloon*”.³⁵⁰ Lisäksi EVL 6.1 § kohta 1 sisältää selväsanaisen maininnan pääomasijoitustoimintaa koskevien osakkeiden omaisuuslajista käyttöomaisuutena.³⁵¹ Oikeustila on tältä osin vahvistettu myös oikeuskäytännössä, jossa

³⁴⁷ Ks. edellä luvussa 3.2.3 hallinnollisen yhteyden merkityksestä.

³⁴⁸ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 515.

³⁴⁹ *Niskakangas* 2007, s. 14 ja alaviite 29; *Penttilä* 2010a, s. 254. Sen sijaan kommandiittiyhtiömuotoa käyttävien pääomasijoitusrahastojen kohdalla oikeustila on epäselvempi ja on katsottu, että niiden osalta rajanveto vaihto- ja käyttöomaisuuden välillä lienee mahdollinen. *Penttilä* 2010a, s. 254. Ks. *Heiniö* (2006, s. 271), joka ei näe yhtiömuotojen välistä erilaista kohtelua tältä osin perusteltuna.

³⁵⁰ *HE 92/2004 vp.*, s. 35.

³⁵¹ Tulkinnasta *Penttilä* 2010a, s. 254.

pääomasijoitustoimintaa koskevilla ratkaisuilla on viitattu käyttöomaisuutta koskevaan EVL 12 §:än.³⁵²

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty kritiikkiä lainsäädännössä tehtyä kannanottoa ja vallitsevaa oikeustilaa kohtaan, sillä sen ei ole katsottu vastaavan pääomasijoitustoimintaan kuuluvien osakkeiden todellista taloudellista luonnetta.³⁵³ Lainsäätäjän tietoista – tai tiedostamatonta – ratkaisua on myös pidetty siinä mielessä epäonnistuneena, että pääomasijoitustoimintaan liittyvät rajanveto-ongelmat koskien EVL 6 b §:n soveltamisedellytysten täyttymistä olisivat olleet vältettävissä tai ainakin merkittävästi vähäisemmät, mikäli pääomasijoituksiksi katsottavat osakkeet olisi suoraan todettu vaihto-omaisuudeksi.³⁵⁴ Linjamuutos aiheuttaisi toisaalta tulkintatilanteita sen suhteen, missä tilanteissa vaihto-omaisuuden alakirjaukset ovat verotuksessa hyväksyttävissä.³⁵⁵ Toisaalta omaisuuslajin määrittely paremmin sen luonnetta vastaavaksi ei edelleenkään poistaisi ensivaiheessa tehtävää arviointia siitä, katsotaanko yhtiön harjoittavan pääomasijoitustoimintaa vai muuta liiketoimintaa.

Käytännössä osakkeiden vaihto- ja käyttöomaisuutta koskeva omaisuuslajijaottelu näyttäisi tulleen lainsäätäjän toimesta ratkaistuksi. SPAC-yhtiöiden kannalta saattaisi myös esiintyä ongelmia – ainakin yhtiön alkutaipaleella – sen suhteen, kumpaan omaisuuslajiin osakkeet olisi luettava toimihistorian ollessa lyhyt. Rajanvedon merkitys voisi korostua pidemmällä aikavälillä – tosin tässä vaiheessa yhtiön toiminta lähenisi jo konsernin emoyhtiön toimintaa SPAC-yhtiön erityispiirteiden jäädessä vähemmälle osalle.

³⁵² Esim. KHO 2005:74 ja KHO 2005 T 3776 (KVL 26/2005). Myös tapauksessa KHO 2010 T 2675 muun muassa osakkeiden, kiinteistöjen ja muiden arvopapereiden omistamista, hallintaa ja kaupankäyntiä harjoittava sekä sijoitus-, kehitys ja rahoitusyhtiönä toimivan A Oy:n luovuttaessa omistamansa B Oy:n osakkeet, katsottiin kyseiset osakkeet kuuluvaksi A Oy:n käyttöomaisuuteen. Tapauksessa tosin oli pikemminkin kyse EVL:n ja TVL:n välisestä lainvalintakysymyksestä. Korkein hallinto-oikeus katsoi A Oy:n saaneen luottamuksensuojaa, sillä sen toimintaa oli aikaisempina vuosina verotettu EVL:n mukaisesti. Näin ollen myös osakkeiden omaisuuslajin oli perustuttava EVL:n mukaiseen jaotteluun, jolloin KHO katsoi luovutettujen osakkeiden luonteen poikenneen muiden omaisuuslajien – vaihto-, rahoitus- ja sijoitusomaisuuden – mukaisista edellytyksistä, jolloin ne tuli katsoa jäljelle jääneeseen omaisuuslajiin eli käyttöomaisuuteen. Siten ratkaisun perusteella ei tulisi tehdä tässä suhteessa kovin pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Ks. myös *Myrsky* 2010, s. 907.

³⁵³ *Juusela* 2004, s. 185; *Niskakangas* 2004, s. 253; *Heiniö* 2006, s. 271; *Niskakangas* 2007, s. 14; *Kukkonen* 2007a, s. 265; *Penttilä* 2010a, s. 254–255; *Sääski Keskitalo* 2012, s. 521–522 ja 524.

³⁵⁴ *Penttilä* 2010a, s. 254–255: Erityisesti *Penttilä* katsoo ongelman liittyvän tilanteeseen, jossa yhtiön toiminnan laatu ja siten verotuksellinen asema vaihtelevat yhtiön elinkaaren aikana siten, että yhtiön on mahdollisuus hyötyä niin muuta liiketoimintaa koskevasta EVL 6 b §:n käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoittojen verovapaudesta kuin pääomasijoitustoimintaa koskevasta luovutustappioiden vähennyskelpoisuudesta.

³⁵⁵ *Sääski Keskitalo* 2012, s. 524.

3.2.5 Yhteenveto

Edellä käsitellyn perusteella on selvää, että EVL 6 b §:n mukaisen käyttöomaisuusosakkeiden verovapaan luovutuksen edellytysten täyttymisen arviointi SPAC-yhtiöiden tapauksessa on haastavaa ja muodostaa siten verotuksellisen riskin. Ensinnäkin tulkinnallisuus liittyy siihen, voidaanko yritysostoyhtiön katsoa harjoittavan liiketoimintaa ja onko sillä riittävää liiketoiminnallista yhteyttä kohdeyhtiöön. Toiseksi hankaluuksia aiheuttaa pääomasijoitustoiminnan käsitteen määrittely tai pikemminkin käsitteen määrittelemättömyys lain tasolla. Näillä kahdella ongelmalla voidaan nähdä myös yhteys toisiinsa, mikä liittyy hankkivan yhtiön ja kohdeyhtiön väliseen suhteeseen: siinä missä liiketoiminnallinen yhteys voi osittain ilmetä hallinnollisena yhteytenä, on pääomasijoitustoiminnalle ominaista osallistuminen kohdeyhtiön kehittämiseen hallinnon välityksellä. Siten osittain samojen piirteiden esiintyminen toisaalta EVL 6 b §:n mukaisen liiketoiminnan harjoittamisen tunnuspiirteissä ja saman pykälän ulkopuolelle rajatun pääomasijoitustoiminnan ominaispiirteissä voi johtaa ristiriitaan kyseisen pykälän soveltamisedellytyksiä arvioitaessa.

SPAC-yhtiöiden oman itsenäisen toiminnan puuttuminen ainakin yhtiön alkutaipaleella on omiaan johtamaan, holdingyhtiöitä koskeva oikeuskäytäntö huomioiden, arvioinnin ulottamiseen yhtiön itsensä ulkopuolelle. Intressipiirijattelun heijastuminen verotuksellisen aseman arviointiin tuo esille saastumisvaikutuksen riskin, jolloin omistusketjussa harjoitettu pääomasijoitustoiminta saattaa evätä mahdollisuuden EVL 6 b §:n soveltamisedellytysten täyttymiseen.

Esimerkiksi VAC:n tapauksessa sen suurinta omistajaa – ennen 3.1.2022 täytäntöönpantua sulautumista Purmo Group Oy:n kanssa – Virala Oy Ab:tä on kuvattu VAC:n listalleottoesitteessä teolliseksi omistajayhtiöksi hallinnoiden mittavaa sijoitusportfoliota, joka koostuu niin yksityisistä kuin listatuista yhtiöistä sekä osuuksista pääomasijoitusrahastoissa. Yhtiö harjoittaa aktiivista omistusstrategiaa pyrkimyksenään kehittää kohdeyhtiöitä.³⁵⁶ Näiden piirteiden voidaan katsoa viittaavan pääomasijoitustoimintaan. Huomioiden Virala Oy Ab:n merkittävä omistusosuus VAC:ssa – hieman yli 40 % osakkeista³⁵⁷ – olisi riski saastumisvaikutukseen ollut

³⁵⁶ *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 59.

³⁵⁷ Virala Acquisition Company Oyj:n internetsivut > Osake & osakkeenomistajat > Osakkeenomistajat (<https://www.virala.fi/fi/osake-ja-osakkeenomistajat/osakkeenomistajat/>, luettu 15.12.2021). Virala Oy Ab:n osalta on tosin nähtävissä viitteitä liiketoiminnallisesta yhteydestä sen ja VAC:n välillä Virala Oy Ab:n tuottaessa VAC:lle muun muassa transaktioihin liittyviä palveluita sekä antaessa varatoimitusjohtajansa VAC:n

olemassa, mikäli kohdeyhtiön osakkeet olisi päätetty pitää VAC:n omistuksessa sulautumisen sijasta³⁵⁸. Sen sijaan Lifeline SPAC I:n osalta omistus on jakaantuneempi, jolloin ei liene vaaraa saastumisvaikutukselle.³⁵⁹ Toisaalta omistajakunnan erilaisuus tässä suhteessa ei poista pääomasijoitustoiminnan harjoittamiseen liittyvää tulkinnanvaraisuutta. Lifeline SPAC I:n listalleottoesitteessä on myös tunnistettu tähän liittyvä verotuksellinen riski toteamalla olevan mahdollista, että yhtiön katsotaan harjoittavan pääomasijoitustoimintaa muun muassa sijoituksen määräaikaisuuden vuoksi.³⁶⁰

Johtopäätöksenä voidaan todeta, että lopullinen verokohtelu selviää vasta liiketoimen toteuttamisen eli kohdeyhtiön osakkeiden myymisen yhteydessä. Siten osakkeiden hankintahetkellä saattaa olla mahdotonta ennalta todeta täyttyvätkö EVL 6 b §:n edellytykset osakkeiden luovutushetkellä. Oikeuskäytännössä arviointi perustuu kokonaisarvioon, jolloin olennaista on lähtökohdista riippuen liiketoiminnan tai pääomasijoitustoiminnan harjoittamista puoltavien ja vastaan puhuvien seikkojen tunnistaminen ja punnitseminen toisiaan vasten.³⁶¹ SPAC-yhtiöiden osalta merkitystä on, millaiset siteet se on kyennyt luomaan kohdeyhtiönsä ja miten sen oma toiminta on kehittynyt omistusaikana. Sanotun lisäksi sijoituksen tavoitteelle – tarkemmin ottaen jo ennalta tiedossa olleelle määräaikaaisuudelle – tulee antaa merkitystä.

Edellä todetusta huolimatta, verotuksellisen riskin mahdollinen realisoituminen kohdistuu ajallisesti SPAC-yhtiön elinkaareissa vaiheeseen, jossa kohdeyhtiö on ollut yhtiön omistuksessa vähintään muutaman vuoden ajan ja myös SPAC-yhtiölle on saattanut kerääntyä omaa, sijoittajista ja sponsoreista irrallista varallisuutta. Lisäksi veroriskin suuruus riippuu kohdeyhtiön arvonkehityksestä, jolloin voimakas arvonnousu tarkoittaa myös merkittävämpää verorasitusta, mikäli luovutusvoitto katsotaan veronalaiseksi.

toimitusjohtajaksi sekä VAC:n käyttöön talousjohtajansa. *Viral Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 55. Sanottu ei kuitenkaan vapauttane VAC:a ”vaatimuksesta” luoda toiminnallinen yhteys kohdeyhtiöönsä.

³⁵⁸ VAC ja sen kohdeyhtiö Purmo Group Oy Ab tiedottivat 13.12.2021 sulautumisesta, jossa Purmo Group Oy Ab sulautuu VAC:iin. Siten EVL 6 b §:n soveltamisedellytysten tarkempi tarkastelu ei ole VAC:n tilanteessa relevanttia. Tilanne saattaa kuitenkin olla toinen sen suurimman omistajan Virala Oy Ab:n osalta, mikä jää kuitenkin tämän tarkastelun ulkopuolelle.

³⁵⁹ Lifeline SPAC I Oyj:n internetsivut > Sijoittajat > Osakkeenomistajat (<https://www.lifeline-spac1.com/fi/sijoittajat/osakkeenomistajat/>, luettu 15.12.2021)

³⁶⁰ *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 21.

³⁶¹ Ks. esim. KHO 2005:74, KHO 2010:12, KHO 2012:73, KHO 2013:29, KHO 2016:141 ja KHO 2021:135. Ks. myös *Sääski Keskitalo* 2012, s. 540, *Mattila* 2014, s. 245.

3.3 Osakevaihto

Kohdeyhtiön hankinta voidaan toteuttaa myös osakevaihtona, jolloin osakkeiden hankintahinta voidaan osittain tai kokonaan suorittaa osakkeina. Osakevaihto on verotuksellisesti edullinen vaihtoehto, sillä se voidaan toteuttaa ilman välittämiä tuloveroseuraamuksia, mikäli EVL 52 f §:ssä säädetyt edellytykset täyttyvät.³⁶² Verovapaus johtaa verotusta lykkäävään vaikutukseen, jolloin luovutusvoittoverosäännöksiä sovelletaan vasta sitten, kun vaihdossa saadut osakkeet luovutetaan edelleen.³⁶³ SPAC-yhtiöiden näkökulmasta, osakevaihdon hyödyntäminen voi kasvattaa potentiaalisten kohdeyhtiöiden joukkoa. Tämä on seurausta yritysostoyhtiöille ominaisesta ehdosta, jonka mukaan tietty osuus listautumisannissa sijoittajilta kerätyistä varoista tulee asettaa sulkutilille ja käyttää kohdeyhtiön ostoon. Osakevaihdon hyödyntäminen mahdollistaa valuaatioltaan arvokkaampien kohdeyhtiöiden hankkimisen, kun sulkutilillä olevien käteisvarojen osuuden ylittävä osa voidaan korvata SPAC-yhtiön hallussa olevilla omilla osakkeilla tai sen liikkeeseen laskemilla uusilla osakkeilla.

Osakevaihdolla tarkoitetaan järjestelyä, jossa osakeyhtiö hankkii toisen yhtiön osakkeita määrän, joka vastaa yli puolta kohdeyhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä³⁶⁴. Säännös koskee kaikkia äänimäärän enemmistön ylittäviä hankintoja, jolloin yhtiöllä on voinut olla jo hallussaan äänen enemmistö. Tällöin uuteen hankintaan voidaan myös soveltaa osakevaihtoa koskevaa EVL 52 f §:n säännöstä. Osakevaihdossa hankittavat osakkeet maksetaan hankkivan yhtiön kohdeyhtiön osakkeenomistajille suuntaamalla osakeannilla³⁶⁵. Ilman tätä poikkeussäännöstä kyse olisi tavallisesta vaihdosta, jossa luovutus on voiton osalta veronalainen.³⁶⁶

Vastikkeena voidaan myös osittain käyttää osakkeiden sijasta rahaa. Jotta osakevaihto voidaan toteuttaa osakevastikkeen osalta ilman välittämiä tuloveroseuraamuksia, voi käteisvastikkeen

³⁶² Nykyinen sääntely perustuu EU:n yritysjärjestelydirektiiviin, joka ohjaa kansallisen sääntelyn tulkintaa. Ks. esim. *Penttilä* 2017, s. 1 ja *Immonen* 2018, s. 500 alaviite 4. On huomioitava, että EVL 52 f §:n verovapaus koskee vain tuloveroja. Siten säännös ei estä varainsiirtoverovelvollisuuden syntymistä, mikä on myös vahvistettu EU:n tuomioistuimen Suomen korkeimmalle hallinto-oikeudelle antamassa ennakkoratkaisussa (asia C-240/06 *Fortum Project Finance SA / KHO* 2008:15)

³⁶³ *HE 177/1995 vp.*, s. 14. Ks. myös *Penttilä* 2017, s. 1.

³⁶⁴ Merkitystä on nimenomaan saavutetulla äänivallalla, ei osakkeiden suhteellisella osuudella kaikista osakkeista. *HE 177/1995 vp.*, s. 14.

³⁶⁵ Vaatimus johtaa siihen, ettei verovapaus sovellut tilanetisiin, joissa kohdeyhtiönä in perustettava tai vielä rekisteröimätön yhtiö, jonka osakemerkintä maksetaan toisen yhtiön osakkeilla apportiluovutuksena. Tällöin kyse on veronalaisesta luovutuksesta. KHO 2005 T 254. SPAC-yhtiöiden osalta ongelma ei liene ajankohtainen, sillä kohdeyhtiönä on jo toimiva, liiketoimintaa harjoittava yhtiö.

³⁶⁶ *Ossa* 2011, s. 1537.

osuus EVL 52 f §:n mukaisesti olla enintään kymmenen prosenttia vastikkeena annettujen osakkeiden nimellisarvosta tai osakepääomasta, mikäli osakkeilla ei ole nimellisarvoa.³⁶⁷ On tosin huomioitava, että osakevaihtoa pidetään veronalaisena luovutuksena rahavastikkeen osalta (EVL 52.2 f §; EVL 45.5 §), ellei luovutusvoitto olisi muulla perusteella kuten EVL 6 b §:n soveltumisedellytysten täytyessä verovapaa.³⁶⁸

Rahavastikkeen enimmäismäärä. SPAC-yhtiöiden kohdalla keskeisimmän ongelman muodostaa rahavastikkeen määrittely ja suuruus. EVL 52 f §:n viittaus osakepääomaan tarkoittaa merkintähinnasta osakepääomaan merkittävää osuutta, mikä suomalaisessa yhtiöoikeudellisessa ympäristössä pienentää rahavastikkeen määrää.³⁶⁹ Käytännössä vaatimus tarkoittaa sitä, ettei sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon (SVOP-rahasto) merkittyä osuutta voida huomioida. Siten ilman osakepääomaa perustettujen yhtiöiden kohdalla rahavastikkeen käyttäminen ei ole mahdollista lainkaan.³⁷⁰ Näin ollen hankkivan yhtiön eli SPAC-yhtiön taseen rakenne ratkaisee sen, kuinka suuri osuus voidaan korkeintaan antaa vastikkeena. Tämän jälkeen toisena kysymyksenä on ratkaistava se, voidaanko pörssin sääntöjen katsoa velvoittavan SPAC-yhtiötä sijoittamaan tietyn osuuden sulkutilin varoista kohdeyhtiön hankintaan.

Yhtiöoikeudellisesti osakevaihdossa on kyse apporttisijoituksesta, jolloin osakemerkinnän maksuun käytettävän omaisuuden tulee luovutushetkellä taloudelliselta arvoltaan vastata vähintään maksua vastaavaa arvoa (OYL 2:6). Myös verotuskäytännössä on lähdetty siitä, että vastikkeena käytettävien osakkeiden arvona pidetään osakkeiden käypää hintaa osakevaihdon hetkellä.³⁷¹ SPAC-yhtiöiden osalta niiden osakkeiden käypänä arvona voitaneen käyttää

³⁶⁷ Käteisvastikkeen tarkoituksena on mahdollistaa kohdeyhtiön osakkeenomistajille riittävä kompensatio tilanteessa, jossa osakkeet eivät mene tasan ja siten toimia tasauseränä. *HE 109/2005 vp.*, s. 146; *Järvenoja 2014b*, s. 21. Toisaalta käteisvastikkeen enimmäismäärän rajaamisella kymmeneen prosenttiin osakepääomasta on pyritty estämään osakevaihtosäännökseen ja sen mahdollistamiin vetoamisiin vetoaminen tilanteessa, jossa tosiasiaa on kyse kaupasta. Kansalliseen lakiin nähden enimmäismäärä oli asetettu yritysjärjestelydirektiivissä, eikä suuremman määrän sallimista pidetty säännöksen tarkoitukseen nähden tarpeellisena. *VaVM 42/2006 vp.*, s. 4.

³⁶⁸ *Immonen 2018*, s. 499.

³⁶⁹ *Immonen 2014*, s. 54. Niin kotimaisesta kuin ulkomaisestakin oikeuskirjallisuudesta ja virallisaineistoista löytyy kriittisiä kannanottoja vaatimusta kohtaan. Osakeyhtiöoikeudellisesti suomalaisessa pääomajärjestelmässä merkitystä on lähinnä oman pääoman määrällä eikä osakepääoman määrällä. Tämän vuoksi osakevaihtosääntelyssä todettua edellytystä rahavastikkeen sitomisesta osakepääoman määrään on pidetty *tarpeettoman sitovana*. *Immonen 2014*, s. 54. Ruotsissa vaatimuksesta päätettiin luopua osakepääomaa koskevan vähimmäisvaatimuksen poistamisen yhteydessä, sillä vaatimuksen voitiin katsoa kiertää solmimalla kaksi eri sopimusta. *Regeringens proposition 2005/06:39*, s. 27. Kymmenen prosentin rajoitus ei myöskään huomioi osakkeen käypää arvoa, joka on yleensä sen nimellisarvoa suurempi, jolloin käteisvastikkeen käyttötarkoitus jää saavuttamatta. *Boulogne 2016*, s. 93.

³⁷⁰ *Immonen 2018*, s. 502–503. Vähimmäispääomavaatimus poistettiin yksityisten osakeyhtiöiden osalta vuonna 2019, millä tavoiteltiin pien- ja mikroyritystoiminnan aloittamisen helpottamista. *HE 238/2018 vp.*, s.11.

³⁷¹ KHO 2002:81.

osakkeiden pörssikurssin mukaista arvoa. Yritystoyhtiöiden luonteen mukaisesti ne eivät kuitenkaan harjoita liiketoimintaa, jolloin niiden varallisuus koostuu sponsoreilta ja sijoittajilta kerätystä pääomasta. Näiden tekijöiden lisäksi sijoittajien luottamus SPAC-yhtiön johdon kykyyn löytää sopiva kohdeyhtiö heijastuu yhtiön osakkeen markkina-arvoon.³⁷² Siten SPAC-yhtiöiden osakkeiden arvostus ei todellisuudessa välttämättä ole niiden käteisvarojen määrää merkittävästi suurempi ja siten kasvata yritystostoon käytettävän omaisuuden määrää.

Lisäksi on ratkaistava se, mikä merkitys on pörssin säännöissä todetulla rajoituksella, jonka mukaan kohdeyhtiön tai kohdeyhtiöiden yhteenlasketun *markkina-arvon tulee vastata vähintään 80 prosenttia sulkutilin varoista* – tietyt vähennykset huomioiden – ajankohtana, jolloin ensimmäistä yritystosta koskeva sopimus allekirjoitetaan.³⁷³ Ulkomaisessa oikeuskirjallisuudessa on löydettävissä viitteitä, jonka mukaan edellytyksen katsotaan tarkoittavan vaatimusta käyttää sulkutilin varat kohdeyhtiön hankintaan.³⁷⁴ Tämän tulkinnan omaksuminen näyttäisi johtavan ristiriitaan EVL 52 f §:n käteisvastiketta koskevan edellytyksen ja kohdeyhtiön hankintaan käytettävän vähimmäispääoman suhteen.³⁷⁵

Kuitenkin Helsingin pörssin sääntöjen sanamuoto mahdollistaa myös toisenlaisen tulkinnan, jonka mukaan vaatimus koskee ainoastaan kohdeyhtiön arvoa, mutta ei edellytä varojen käyttämistä yksinomaan yritystoston toteuttamiseen. Tämä tulkinta on omaksuttu myös molemmissa suomalaisissa SPAC-yhtiöissä.³⁷⁶ Tällöin osakevaihdon soveltaminen kohdeyhtiön hankintaan näyttäisi olevan myös yritystoyhtiöiden tapauksessa mahdollinen ja suurempi osuus sulkutilillä olevista varoista voidaan käyttää kohdeyhtiön liiketoiminnan kehittämiseen ja tukemiseen.³⁷⁷

³⁷² Esimerkiksi Suomen ensimmäisen, kesäkuussa 2021 listautuneen SPAC-yhtiön – Virala Acquisition Company Oyj:n – osakkeen pörssikurssi pysytteli pitkälti listautumisannin mukaisen merkintähinnan tasolla ennen yrityskaupan julkistamista 8.9.2021 (vaihteluväli 9,78 – 10,60 euroa ajalla 29.6. – 7.9.2021). Yrityskaupan julkistuksen jälkeen osakekohtainen markkina-arvo oli korkeimmillaan 14,50 euroa, minkä jälkeen kurssi on pysytellyt 11–12 euron tasolla. Lähde: Nasdaq OMX Nordic: VACSPAC, VIRALA ACQUISITION COMPANY C, (FI4000507488) (<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=HEX227936&name=Viral%20Acquisition%20Company%20C&ISIN=FI4000507488>, luettu 30.11.2021).

³⁷³ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.3.

³⁷⁴ Heyman 2007, s. 549; Dimitrova 2017, s. 102.

³⁷⁵ Sulkutilillä olevan varallisuuden muodostaessa suuren osan SPAC-yhtiön omaisuudesta ei sen uusilla osakkeilla välttämättä katsottaisi olevan riittävän suurta käypää arvoa suhteessa luovutettavaan käteisvastikkeeseen.

³⁷⁶ *Viral Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 50; *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 1 ja 7.

³⁷⁷ Ks. *Viral Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 64; *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 66. Huomioiden alkuperäisen sääntelyn taustalla vaikuttaneet sijoittajansuojanäkökohdat vaikuttaisi tässä omaksuttu tulkinta kohdeyhtiön arvosta epäsuotuisalta sijoittajan kannalta. Säännös nimittäin asettaa

Kohdeyhtiön vähimmäisarvoa koskevan vaatimuksen sisältyessä Helsingin pörssin sääntöihin, minkä lisäksi vaatimus ei olennaisesti muuta yhtiön verotuksellista luonnetta, ei käsittääkseni omaksutun tulkinnan mahdolliseen virheellisyteen sinänsä liity merkittävää veroriskiä. Kokonaan toinen asia on, että mahdollinen virheellinen tulkinta saattaa tarkoittaa, ettei SPAC-yhtiö täytä sille asetettuja listalleottamisen erityisiä edellytyksiä.

Rahavastikkeen määritelmä. Käteisvastikkeen enimmäismäärän ohella merkitystä on myös sillä, mitkä suoritukset voidaan lukea osaksi rahavastikkeen määritelmää. Tällä saattaa olla olennainen merkitys suunnitellun järjestelyn verovaikutuksiin ja siihen, voidaanko lopullisen järjestelyn katsoa täyttävän EVL 52 f §:n edellytykset. Erityisesti yritysjärjestelyissä, joissa järjestelyyn liittyy usea eri toimi, saattaa rahavastikkeen määrittely muodostua tulkinnanvaraiseksi.³⁷⁸

Lähtökohtaisesti rahavastikkeen määritelmä on suppea, mikä tarkoittaa, että kyse tulee olla hankintatoimesta suoritettavasta vastikkeesta. Siten se, että rahasuorituksella on ajallinen tai muu yhteys osakevaihtoon ei automaattisesti tarkoita, että myös tämä suoritus tulisi katsoa EVL 52 f §:n³⁷⁹ tarkoittamaksi käteisvastikkeeksi. EU:n tuomioistuimen *Kofoed*-ratkaisun mukaan, olennaista on, että osapuolet ovat sitovasti sopineet maksun olevan vastiketta hankinnasta.³⁸⁰ Siten esimerkiksi osakevaihdon toteuttamisen jälkeen jaettua osinkoa tai julkisesta osakevaihtotarjouksesta kieltäytyneiden osakkeenomistajien osakkeiden lunastuksessa maksettua vastiketta ei ole pidettävä käteissuorituksena, ellei osapuolten välillä ole selvästi toisin sovittu.³⁸¹

Kotimaisessa oikeuskäytännössä on myös todettu, että kymmenen prosentin rajaa sovelletaan kokonaisuudessaan tilanteeseen, jossa luovuttajia on useita ja osakeluovutusten katsotaan

ainoastaan vähimmäisarvon kohdeyhtiön arvolle, jolloin osakevaihdon tullessa kyseeseen ei ole takeita, että sulkutilillä olevia varoja tosiasiallisesti käytettäisi kohdeyhtiön kehittämiseen. Tältä osin Helsingin pörssin SPAC-yhtiöitä koskevat säännöt ovat myös siinä mielessä tulkinnanvaraiset, kuinka vapaasti sulkutilin varat ovat ensimmäisen yritysoston jälkeen SPAC-yhtiön johdon käytettävissä.

³⁷⁸ Ks. *Mattila* 2003, s. 31–32.

³⁷⁹ Yritysjärjestelydirektiivissä vastaava säännös sisältyy 2 artiklan e-kohtaan.

³⁸⁰ Asia C-321/05 *Kofoed v. Skatteministeriet*, kohdat 31. Käteissuorituksen suppeaa tulkintaa on perusteltu muun muassa oikeusvarmuuden periaatteella, sillä lähtökohtaisesti direktiivin tavoitteiden saavuttaminen edellyttää, että järjestelyyn osallistuvat osapuolet voivat ennalta riittävällä varmuudella arvioida järjestelyyn liittyviä veroseuraamuksia. Mikäli riittävän ajallisen yhteyden omaavat suoritukset katsottaisi osaksi järjestelyä, loisi tämä merkittävää epävarmuutta järjestelyn todellisista veroseuraamuksista. *Julkisasiamies Kokottin ratkaisuehdotus* – asia C-321/05 *Kofoed v. Skatteministeriet*, kohdat 49–51.

³⁸¹ Asia C-321/05 *Kofoed v. Skatteministeriet*, kohdat 33–34; KHO 2003:13; KVL 49/2008. Ks. myös KVL 166/1999.

olevan osa samaa kokonaisuutta. Siten ei ole mahdollista suorittaa vastiketta rahana jollekin osakkeita luovuttavalle osakkeenomistajalle, muiden luovuttajien saadessa vastikkeeksi kohdeyhtiön hallussa olevia omia tai liikkeelle laskemia uusia osakkeita, mikäli käteisvastike tällöin ylittää EVL 52 f §:n mukaisen kymmenen prosentin rajan. Tällöin asiallisesti kyse on samanaikaisesti toteutettavasta kaupasta ja osakevaihdosta.³⁸² Tästä lähtökohdasta voidaan poiketa vain, mikäli kyseessä katsotaan olevan selkeästi toisistaan erilliset järjestelyt, tai kyse on edellä todetusta osakkeiden lunastuksesta koskien tilannetta, jossa osakkeenomistaja on hylännyt julkisen osakevaihtotarjouksen.³⁸³ Ajallisesti samanaikaisesti tai toisiaan lähellä toteutetun kaupan ja osakevaihdon osalta olennaista on näiden järjestelyjen asiallinen yhteys toisiinsa. Siten pelkkä ajallinen yhteys ei ole riittävä, joskin se luo vahvan oletuksen tällaisesta yhteydestä.³⁸⁴ Osoituksena asiallisesta ja sitovasta yhteydestä on pidetty osakekaupan ja osakevaihdon keskinäistä riippuvuussuhdetta toisistaan siten, ettei myöskään osakevaihtoa olisi toteutettu, mikäli osakekauppa jäisi toteuttamatta.³⁸⁵ Toisaalta on pidettävä mielessä, että ajallisesti etäisten toimien välillä saattaa olla asiallinen yhteys, jolloin rahavastike huomioidaan osakevaihdon osana. Esimerkiksi sovittua rahana maksettavaa lisäkauppahintaa on pidetty osana samaa järjestelyä, vaikka suoritus tehtäisiin vasta pitkän ajan kuluttua osakevaihdosta. Olennaiseksi on katsottu se, että suoritusten perusteena on sama sopimus.³⁸⁶ Myös *Kofoed-*ratkaisu näyttäisi tukevan tätä kantaa.

³⁸² KHO 2014:151. Ratkaisussa maksettu käteisvastike katsottiin kuuluvan osaksi osakevaihtojärjestelyä, minkä vuoksi EVL 52 f §:n säännöksiä ei voitu soveltaa tapaukseen. Tapauksessa puoliset A ja B olivat luovuttaneet kokonaan omistamansa C Oy:n osakkeet samanaikaisesti D Oyj:lle. Järjestelystä oli sovittu molempien puolisojen osalta samassa asiakirjassa. A oli omistanut 80 prosenttia C Oy:stä ja hänen osuusosuutensa kauppahinnasta oli maksettu 99 prosenttisesti D Oyj:n osakkeina suunnatulla osakeannilla ja ylimenevä osa rahana. Sen sijaan C Oy:stä 20 prosenttia omistaneen B:n osuus kauppahinnasta oli maksettu kokonaisuudessaan rahana. Koska järjestelyssä yli 10 prosenttia vastikkeena annettujen osakkeiden nimellisarvosta oli maksettu käteissuorituksena, ei EVL 52 f § soveltunut tapaukseen. Samoin KHO 2020:71.

³⁸³ KHO 2003:13. Julkisen osakevaihtotarjouksen tapauksessa kieltäytyminen voi johtaa lakisääteiseen lunastusvelvollisuuteen ja siten maksettua lunastusvastiketta ei ole katsottu EVL 52 f §:ssä tarkoitettuun käteisvastikkeeseen rinnasteiseksi. Ks. kuitenkin kritiikistä *Penttilä* 2014, s. 3 ja *Kyllönen* 2021, s. 86. Ratkaisussa KVL 33/2013 todettiin, että lunastuksen ollessa vapaaehtoinen tulee lunastushinta lukea osaksi käteisvastikkeen enimmäismäärää. Vrt. KVL 115/2001, jossa Y Oy:n tarkoituksena oli tehdä julkinen ostotarjous X Oy:n B-sarjan osakkeista sekä hankkia samanaikaisesti osakevaihdolla kaikki A-sarjan osakkeet. Järjestelyt katsottiin yhdeksi kokonaisuudeksi. Y Oy:n suunnitteleman julkisen ostotarjouksen vuoksi EVL 52 f §:n mukainen kymmenen prosentin raja ylittyi, jolloin myöskään osakevaihtoa ei voitu toteuttaa veroneutraalisti.

³⁸⁴ *Järvenoja* 2015b, s. 496.

³⁸⁵ *Immonen* 2018, s. 507. Käytännössä sitova yhteys voi ilmetä esimerkiksi siten, että osakevaihdon toteuttamisen ehdoksi on asetettu osakekannan loppuosan hankkiminen kaupalla. *Immonen* 2018, s. 507. Erityisesti yrityskaupoissa tyypillisenä ehtona on, että ostaja kykenee ostamaan myös vähemmistöosuuden, jolloin kaupan ja osakevaihdon välillä on lähtökohtaisesti katsottava olevan riittävä asiallinen yhteys, jotta myös osakekaupassa maksettu kauppahinta huomioidaan käteisvastikkeen suuruutta laskettaessa. *Kyllönen* 2021, s. 85.

³⁸⁶ *Järvenoja* 2007, s. 248. Verotuksellisen hyödyn maksimoimiseksi kannattaa hankkivan eli tässä tapauksessa SPAC-yhtiön kirjata osakevaihdossa saamiensa osakkeiden arvo osakepääoman korotukseksi, mikä kasvattaa

Edellä todettu huomioiden yritystoyhtiöissä saattaa tulla eteen verotuksellisesti mielenkiintoinen tilanne, mikäli joku osakkeenomistajista vetoa yhtiön lunastusvelvollisuuteen sillä perusteella, että yritysosto on hyväksytty sitä käsittelevässä yhtiökokouksessa ja kyseinen osakkeenomistaja on vastustanut yritysostoa. Tässä tapauksessa lunastusvelvollisuus perustuu yhtiöjärjestyksen määräykseen, joka on Helsingin pörssin sääntöjen³⁸⁷ mukaisesti pakollinen sen kauppapaikalla julkisesti noteeratuilla SPAC-yhtiöillä.³⁸⁸ Siten viimekädessä kyse on siitä, voidaanko lunastusvelvollisuus katsoa yhtiön kannalta pakolliseksi vai pikemminkin vapaaehtoiseksi toimenpiteeksi. Oikeuskirjallisuudessa on pidetty perusteltuna rinnastaa yhtiöjärjestysmääräys lakisääteiseen lunastusvelvollisuuteen, jolloin maksettua lunastushintaa ei tulisi lukea EVL 52 f §:n mukaiseksi rahavastikkeeksi.³⁸⁹ Asiaa koskevan oikeuskäytännön puuttuessa, on oikeustila kuitenkin epäselvä ja voi aiheuttaa merkittävän veroriskin tilanteessa, jossa EVL 52 f §:n mukaisen osakevaihdon edellytykset muutoin täyttyisivät SPAC-yhtiön hankkiessa kohdeyhtiö.

Tosin on muistettava, että veronalainen luovutusvoitto realisoituisi tässä tapauksessa kohdeyhtiön osakkeenomistajien verotuksessa, sillä uusien osakkeiden liikkeeseen laskemista ja luovuttamista ei pidetä yritystoyhtiön – tai minkään muunkaan yhtiön – osalta veronalaisena luovutuksena (EVL 45.4 §).

3.4 Transaktiokustannusten arvonnisäverotus

Siitä huolimatta, että tässä esityksessä keskitytään pääasiassa SPAC-yhtiöitä koskeviin tuloverotuksellisiin kysymyksiin, ei kuitenkaan voida sivuuttaa yritysostoon liittyvien kulujen arvonnisäverotusta koskevia kysymyksiä transaktiokulujen muodostaessa merkittävän osan yritystoyhtiön alkuvaiheen toimihistorian kuluista. Tällaisiin kuluihin liittyvän arvonnisäveron vähennyskelpoisuus tai vähennyskeltottomuus vaikuttaa suoraan SPAC-yhtiön yritysostoon käytettävissä oleviin varoihin ja sitä kautta osakkeenomistajille muodostuvaan

rahavastikkeelle sallitun kymmen prosentin absoluuttista määrää. SVOP-rahastoon tehtävällä kirjauksella ei tätä hyötyä voida saavuttaa. *Wahlroos – Alahuhta*, s. 535.

³⁸⁷ Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021, kohta 2.18.7.

³⁸⁸ Ks. esim. *Viral Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys* 10 §, jossa on määritelty yhtiön julkisesti noteerattujen C-sarjan osakkeiden lunastamista koskevat ehdot ja menettely tilanteessa, jossa yritysosto on hyväksytty yhtiökokouksessa ja osakkeenomistaja on äänestänyt kyseisessä kokouksessa yritysoston toteuttamista vastaan.

³⁸⁹ *Engblom ym.* 2019, s. 508.

arvoon.³⁹⁰ Transaktiokuluilla viitataan tässä kohdeyrityksen hankintaan liittyviin erilaisiin asiantuntijapalkkioihin.

Arvonlisäverolain (1501/1993, AVL) mukainen verovelvollisuus ja siihen kytketty vähennysoikeus perustuu liiketoiminnan harjoittamiselle (AVL 1 § ja 102 §). Siten syntyneisiin kuluihin liittyvän arvonlisäveron vähentämisen edellytyksenä on, että verovelvollisen voidaan katsoa harjoittavan verollista liiketoimintaa (AVL 102 §).³⁹¹ SPAC-yhtiöiden tapauksessa kyse on tyhjästä yhtiöstä, joilla ei ennen yrityksen hankkimista ole omaa itsenäistä liiketoimintaa, jolloin lähtökohtana on pidettävä kulujen vähennyskelvottomuutta. EU:n tuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan osakkeiden omistamista ja hankkimista ei sellaisenaan voida katsoa liiketoiminnaksi arvonlisäverosäännösten tarkoittamalla tavalla. Siten holdingyhtiöitä ei vakiintuneesti ole pidetty arvonlisäverovelvollisena puhtaan osakkeiden omistuksen ja hallinnoinnin perusteella.³⁹² Jotta holdingyhtiöitä voidaan pitää arvonlisäverovelvollisina, tulee niiden osallistua suorasti tai välillisesti omistamiensa yhtiöiden hallintointiin tuottamalla näille yhtiöille hallinto- ja talouspalveluita sekä kaupallisiin ja teknisiin palveluihin rinnastettavia palveluita.³⁹³

Pelkästään sillä, harjoittaako holdingyhtiö tällä hetkellä liiketoimintaa ei yksistään määrää sitä, voidaanko kuluihin liittyviä arvonlisäveroja vähentää vai ei. Myös liiketoiminnan harjoittamiseen liittyvät valmistelevat toimenpiteet voidaan katsoa osaksi yhtiön tulevaisuudessa harjoittamaa taloudellista toimintaa, jolloin vähennysoikeus voi syntyä jo

³⁹⁰ Ks. esim. *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 21, jossa arvonlisäveroriski on mainittu nimenomaisesti. Yritysostoon liittyvät asiantuntijakulut saattavat kasvattaa huomattavan korkeiksi, jolloin myös niihin liittyvän arvonlisäveron vähennysoikeuden merkitys korostuu. SPAC-yhtiön tapauksessa ja varsinaisen liiketoiminnan puuttuessa alkuvaiheessa vähennysoikeus tarkoittaa, että yhtiö saa asiantuntijapalkkioiden osana maksamansa arvonlisäverot palautuksena.

³⁹¹ *HE 88/1993 vp.*, s. 102: Vähennysoikeuden tarkoituksena on estää arvonlisäveron kertaantuminen lopputuotteen koostuessa tuotantoketjun eri tasoilla tuotetuista suoritteista. On syytä muistaa, että arvonlisäverotus on pitkälti harmonisoitu EU:n tasolla, minkä vuoksi EU:n tuomioistuinten oikeuskäytännöllä on merkitystä tulkintaa koskevissa kysymyksissä.

³⁹² Asia C-60/90 *Polysar Investments Netherlands BV v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijnzen*, kohta 13; asia C142/99 *Floridienne SA ja Berginvest SA v. Belgia*, kohta 17; asia C-16/00 *Cibo Participations SA v. Directeur régional des impôts du Nord-Pas-de-Calais*, kohta 19; Asia C-651/11 *Staatssecretaris van Financiën v. X BV*, kohta 36 ja yhdistetyt asiat C-108/14 ja C-109/14 *Beteiligungsgesellschaft Larentia + Minerva mbH & Co. KG v. Finanzamt Nordenham ja Finanzamt Hamburg-Mitte contre Marenave Schiffahrts AG*, kohta 19. EU:n tuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan pääomasijoitustoimintaa ei siten suoraan pidetä liiketoimintana arvonlisäverotuksellisessa mielessä, vaikka se tällaista voisi olla tuloverotuksen kannalta. Ks. asia C-60/90 *Polysar Investments Netherlands BV v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijnzen*, kohta 13.

³⁹³ Asia C-60/90 *Polysar Investments Netherlands BV v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijnzen*, kohta 14; asia C142/99 *Floridienne SA ja Berginvest SA v. Belgia*, kohta 18; asia C-16/00 *Cibo Participations SA v. Directeur régional des impôts du Nord-Pas-de-Calais*, kohta 20 ja asia C-651/11 *Staatssecretaris van Financiën v. X BV*, kohta 37.

ennen varsinaisen liiketoiminnan aloittamista.³⁹⁴ Vähennysoikeuden myöntäminen tässä tapauksessa edellyttää sitä, että verovelvollisen voidaan objektiivisesti katsoa pyrkivän aloittamaan itsenäisen taloudellinen toiminta.³⁹⁵ EU:n tuomioistuin on erikseen ottanut *Ryanair*³⁹⁶- ja *Sonaecom*³⁹⁷-ratkaisuisaan kantaa asiantuntijapalkkioihin liittyvien arvonlisäverojen vähennysoikeuteen tilanteessa, jossa yhtiön tarkoituksena on ollut hankkia toisen yhtiön osakkeet, mutta jossa hankinta on jäänyt lopulta toteutumatta. Molemmissa ratkaisuisa EU:n tuomioistuin hyväksyi toteuttamatta jäänyttä hankintaa koskevien asiantuntijapalkkioiden arvonlisäverot vähennyskelpoisiksi.³⁹⁸ Edellytyksenä on ollut se, että hankkivat yhtiöt olisivat tulleet suorittamaan kohdeyhtiöille arvonlisäverollisia hallintopalveluita.³⁹⁹ Tapauksissa yhtiön hankintaan liittyvät kulut katsottiin hankkivan yhtiön yleiskuluiksi. Siten on syytä huomata, ettei kuluihin liittyvää arvonlisäveroa voida vähentää kokonaisuudessaan, mikäli verovelvollisella on myös vähennykseen oikeuttamatonta toimintaa – toisin sanoen näissä olosuhteissa hallintopalveluita suoritetaan vain osalle tytäryhtiöistä.⁴⁰⁰

EU:n tuomioistuimen edellä selostettujen ratkaisujen soveltaminen SPAC-yhtiöiden tapauksessa edellyttää siten näytön esittämistä siitä, että yritysostoyhtiön aikomuksena on suorittaa kohdeyhtiölle hallintopalveluita hankinnan jälkeen. Ratkaisut jättävät avoimeksi sen, kuinka pian hankinnan jälkeen palveluiden suorittaminen on aloitettava. Joka tapauksessa

³⁹⁴ Asia 268/83 D. A. Rompelman ja E. A. Rompelman-Van Deelen v. Minister van Financiën, kohdat 22–23: mikäli valmistelevista toimista johtuvat kulut suljettaisi vähennysoikeuden ulkopuolelle, johtaisi tämän EU:n tuomioistuimen mukaan mielivaltaiseen erotteluun. Ks. Myös asia C-110/94 Intercommunale voor zeewaterontziling (INZO) v. Belgia, kohdat 15–16.

³⁹⁵ Yhdistetyt asiat C-110/98 - C-147/98 Gabalfrisa SL ym. v. Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT), kohta 47; asia C-400/98 Finanzamt Goslar v. Brigitte Breitsohl, kohta 34 ja asia C-527/11 Valsts ieņēmumu dienests v. Ablesio SIA, kohta 25. Ks. myös asia C-37/95 Belgia v. Ghent Coal Terminal NV, kohdat 16–17. Vastaavasti jo arvonlisäverollista liiketoimintaa harjoittavan yhtiön osalta vähennysoikeus koskee tavaroita ja palveluita, vaikka nämä tavarat ja palvelut verovelvollisen tahdosta riippumattomista syistä jäisivät käyttämättä verovelvollisen liiketoiminnassa. Siten kerran tietyn hyödykkeen osalta saavutettu vähennysoikeus säilyy. Asia C-110/94 Intercommunale voor zeewaterontziling (INZO) v. Belgia, kohdat 20–22; asia C-98/98 Commissioners of Customs and Excise v. Midland Bank plc, kohta 22; asia C-37/95 Belgia v. Ghent Coal Terminal NV, kohta 20.

³⁹⁶ Asia C-249/17 Ryanair Ltd v. The Revenue Commissioners, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2018.

³⁹⁷ Asia C-42/19 Sonaecom SGPS SA v. Autoridade Tributária e Aduaneira, Sähköinen oikeustapauskokoelma 2020.

³⁹⁸ Asia C-249/17 Ryanair Ltd v. The Revenue Commissioners, kohta 32 ja asia C-42/19 Sonaecom SGPS SA v. Autoridade Tributária e Aduaneira, kohta 49. Kotimaisesta oikeuskäytännöstä ks. KHO 2015:134 ja KHO 2015:135.

³⁹⁹ Asia C-249/17 Ryanair Ltd v. The Revenue Commissioners, kohta 30 ja asia C-42/19 Sonaecom SGPS SA v. Autoridade Tributária e Aduaneira, kohta 44. Ks. myös Asia C-435/05 Investrand BV v. Staatssecretaris van Financiën, kohdat 33 ja 36–38; asia C-437/06 Securenta Göttinger Immobilienanlagen und Vermögensmanagement AG v. Finanzamt Göttingen, kohdat 29–31 ja yhdistetyt asiat C-108/14 ja C-109/14 Beteiligungsgesellschaft Larentia + Minerva mbH & Co. KG v. Finanzamt Nordenham ja Finanzamt Hamburg-Mitte contre Marenave Schifffahrts AG, kohta 25.

⁴⁰⁰ Asia C-249/17 Ryanair Ltd v. The Revenue Commissioners, kohta 30–31 ja asia C-42/19 Sonaecom SGPS SA v. Autoridade Tributária e Aduaneira, kohta 47.

voidaan pitää selvänä, että ajan kuluminen asettaa verovelvollisen esittämälle näytölle korkeampia vaatimuksia.⁴⁰¹ Lisäksi on huomioitava, että useamman yritystoston tullessa kyseeseen saatetaan vähennyskelpoisuutta arvioida jokaisen hankinnan yhteydessä erikseen.

Tuloverotuksen näkökulmasta transaktiokustannuksiin liittyy kysymys kyseisten menojen jaksottamisesta ja vähennyskelpoisuudesta. SPAC-yhtiöiden osalta tämä koskee niitä kustannuksia, jotka ovat syntyneet kohdeyhtiöiden kartoittamisesta, mutta jotka voidaan kohdistaa niihin yhtiöihin, joita ei lopulta ole hankittu. Vaihtoehtoina kyseeseen tulee kustannusten vähentäminen vuosikuluina, lukeminen osaksi hankittujen osakkeiden hankintamenoa tai kulujen vähennyskeltvottomuus. Toteutuneen yritystoston osalta on osakkeiden hankintaan välittömästi liittyneet kulut vakiintuneesti katsottu osaksi kyseisten osakkeiden hankintamenoa (EVL 14.1 §).⁴⁰² Yhtiön perustamisesta ja liiketoiminnan uudelleenjärjestämisestä johtuneet kulut ovat sen sijaan vuosikuluina vähennyskelpoisia (EVL 8.1 § 7k). Kuitenkin EVL 6 b §:n mukaisen verovapaan luovutuksen piiriin kuuluvien osakkeiden hankintameno on vähennyskeltvoton (EVL 8.1 § 2k ja EVL 6.1 b §). Oikeuskäytännössä liiketoiminnan strategisen suunnittelun ja yritysjärjestelydirektiivin mukaisin järjestelyin toteutetusta konsernirakenteen muokkaamisesta johtuneet asiantuntijakulut on katsottu vuosikustannuksina vähennettäviksi, ei siis aktivoitaviksi hankintamenoa.⁴⁰³ Huomioiden myös Verohallinnon asiantuntijakulujen vähennyskelpoisuudesta antama ohje, olisi toteutumatta jääneisiin yritysostoihin kohdistuvia kuluja luontevinta kohdella yleisestä selvittämisestä aiheutuneina kuluina ja siten vähennettävissä vuosikuluina.⁴⁰⁴

Yhteenvetona voidaan todeta, että kohdeyhtiön hankintaan liittyvät transaktiokustannuksiin liittyvät arvonlisäverot voivat tulla tietyissä tilanteissa myös käytännössä passiivisten SPAC-yhtiöiden osalta vähennyskelpoisiksi, mikäli sen aikomuksena on harjoittaa verollista liiketoimintaa, johon hankinta liittyy. Kokonaan toinen asia on, minkälaista näyttöä yhtiön edellytetään esittävän, jotta vähennystä koskeva vaatimus voidaan hyväksyä. Transaktiokustannusten ollessa tällaisissa tapauksissa tyypillisesti huomattavat on myös veronsaajalla luonnollisesti intressi pyrkiä estämään vähennysoikeuden syntyminen. Toisaalta

⁴⁰¹ Tamminen 2021, s. 335 ja 337.

⁴⁰² Esim. KHO 2004:93 ja KHO 2013:68.

⁴⁰³ KHO 2017:127.

⁴⁰⁴ Verohallinnon ohje: Osakkeiden hankintaan ja luovutukseen liittyvät asiantuntijapalkkiot yrityksen tuloverotuksessa, kohta 2.1.

on muistettava, että arvonlisäverotusta koskeva sääntely perustuu pitkälti EU:ssa harmonisoituihin normeihin, jolloin EU:n tuomioistuinten ratkaisulla on huomattava tulkintavaikutus, jota kansallisten viranomaisten on tässä suhteessa kunnioitettava. Huomioiden edellä selostetut ratkaisut, joissa hankinta jäi kokonaan tekemättä, voitaneen lähteä siitä, että SPAC-yhtiöillä on tässä suhteessa vahva lähtöasetelma, mitä tulee transaktiokustannusten arvonlisäveron vähennyskelpoisuuteen. Viimekädessä näyttönä toimii yritysostoyhtiöiden osalta toteutuneen liiketoimen jälkeen kohdeyhtiölle suunnatut hallinnolliset liiketoimet.

Arvonlisäverokohtelu näyttäisi tässä suhteessa linkittyvän mielenkiintoisella tavalla edellä käsiteltyyn käyttöomaisuusosakkeiden verovapaaseen luovutukseen, jonka osalta itsenäisen liiketoiminnan harjoittaminen ja toimiminen konsernin aktiivisena emoyhtiönä edesauttoivat tulkintaa siitä, että EVL 6 b §:n edellytysten voitiin katsoa täyttyvän osakkeiden myöhemmässä luovutuksessa. Siten SPAC-yhtiöt voivat pyrkiä maksimoimaan verotuksellisia etujaan pyrkimällä muuttamaan yritysoston jälkeen asemaansa passiivisesta omistajasta aktiiviseen ja kohdeyhtiön toimintaa tukevan omistajan suuntaan.

3.5 Osakkeita ja osakkeenomistajia koskevat kysymykset

Edellä käsitellyt kysymykset ovat pääasiassa liittyneet itse yritysostoyhtiön toimintaan. Seuraavaksi käsitellään vielä lyhyesti tapauksia, joissa SPAC-yhtiön osakkeenomistajien toimintaan liittyvät toimet saattavat aiheuttaa tiettyjä veroseuraamuksia.⁴⁰⁵ Tarkoituksena ei ole ongelmien tyhjentävä kuvaaminen vaan lähinnä nostaa esille, millaisia muita verotuksellisia näkökohtia on syytä huomioida.

Tappioiden käsittely. Kohdeyrityksen etsiminen ja yritysoston toteuttaminen aiheuttaa kuluja, mutta yritysostoyhtiön rahoituksen perustuessa sen sijoittajilta keräämiin varoihin, on SPAC-yhtiöiden toiminta alkuvaiheessa tappiollista. Siten mahdollisuus vähentää syntyneet tappiot tulevaisuuden mahdollisista voitoista, vaikuttaa olennaisesti todelliseen verorasitukseen ja siten sijoituksen kannattavuuteen.⁴⁰⁶ Suomessa tappioiden vähennysoikeutta on rajoitettu TVL 122 §:ssä, jonka mukaan yhtiö menettää tappioiden vähennysoikeuden, mikäli tappiovuoden aikana tai sen jälkeen yli puolet yhtiön osakkeista on vaihtanut omistajaa.⁴⁰⁷ Myös välilliset

⁴⁰⁵ Toki, kuten edellä on todettu, myös EVL 6 b §:n mukaisen käyttöomaisuusosakkeiden luovutuksen verovapauden edellytyksiä arvioitaessa merkitystä on annettu myös intressipiirijattelulle, jolloin esimerkiksi verovelvollisen omistajatahojen toiminnalla on vaikutusta verokohteluun.

⁴⁰⁶ Ks. esim. *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 21.

⁴⁰⁷ Perintö- ja testamenttisaantoja ei katsota tässä sellaisiksi luovutuksiksi, jotka tulisi huomioida omistajanvaihdoksen osuutta laskettaessa (TVL 122.1 §).

omistajanvaihdokset huomioidaan, jolloin yli 20 prosenttia kohdeyhtiössä omistavassa yhteisössä tapahtunut omistajanvaihdos johtaa tappioiden menettämiseen (TVL 122.1 §). Listattujen yhtiöiden osalta osakkeiden julkinen kaupankäynti johtaa siihen, että tappioiden käyttöä rajaavan säännöksen soveltaminen tulisi kyseeseen varsin helposti. Sen vuoksi listattujen yhtiöiden osalta edellä todettu koskee vain yhtiön muita kuin julkisen kaupankäynnin kohteeksi otettuja – eli pörssin ulkopuolisia – osakkeita (TVL 122.2 §).⁴⁰⁸ Verohallinnolla on kuitenkin hakemuksesta oikeus myöntää erityisestä syystä poikkeus tappioiden vähentämiseen, mikäli ne muutoin katsotaan edellä todetulla tavalla menetetyksi.

SPAC-yhtiöiden tapauksessa tappioiden menettämisen uhka liittyy lähinnä julkisen kaupankäynnin ulkopuolella olevien perustajaosakkeiden tai sponsoreilla olevien osakkeiden omistajuuden vaihtumiseen. On toki mahdollista, että listautumisen ehdoissa sponsorit tai perustajaosakkaat ovat sitoutuneet erilaisiin osakkeita koskeviin luovutusrajoituksiin, jotka osaltaan ennaltaehkäisevät tätä riskiä. Toisaalta yritysostoyhtiön toiminnan alkuvaiheessa syntyvät tappiot saattavat olla mittavat, minkä vuoksi tulevaisuudessa mahdollisesti syntyvät voitot eivät alkuvaiheessa riitä kattamaan tappioita, jolloin tappioiden vähentäminen ulottuu useammalle verovuodelle. Tyypillisimmillään luovutusrajoitukset ovat pituudeltaan vain muutaman vuoden, jolloin niillä ei voida täysin varautua tappioiden menetykseen koskevaan uhkaan.⁴⁰⁹

Luovutusrajoitusten lisäksi SPAC-yhtiö voi olla oikeutettu tai velvollinen lunastamaan omia julkisen kaupankäynnin ulkopuolella olevia osakkeitaan, mikä voi johtaa TVL 122 §:n mukaiseen omistajanvaihdokseen. Tällainen oikeus tai velvollisuus on voitu perustaa yhtiöjärjestyksen määräyksiin liittämällä perustaja- ja sponsoriosakkeita koskevat osakesarjoihin esimerkiksi lunastuslauseke.⁴¹⁰ TVL 122 §:n tarkoittamaksi luovutukseksi katsotaan lunastustapahtuma, jossa lunastus ei tapahdu omistussuhteiden suhteessa.⁴¹¹ Näiden lisäksi on huomioitava välillisen omistajanvaihdoksen vaikutus, joka tulee kyseeseen yli 20 prosenttia omistavien yhteisöjen ja yhtymien osalta (TVL 122.1 §). On syytä huomata, että

⁴⁰⁸ Ilman pörssi-yhtiöitä koskevaa poikkeusta säännös synnyttäisi ristiriidan osakkeiden julkisen kaupankäynnin tarkoituksen ja tappioiden vähennystä koskevan rajoituksen välille, sillä listattujen osakkeiden kaupankäynnillä tavoitellaan mahdollisimman laajaa vaihdantaa. Aiemmin pörssi-yhtiöille tosin myönnettiin lähes poikkeuksetta tappioiden käyttöoikeus. *HE 201/1998 vp.*, s. 3–4.

⁴⁰⁹ Esimerkiksi venture capital -sijoituksissa luovutusrajoitukset ovat tyypillisesti 180 päivää listautumisesta. *Andersin 2021*, s. 246.

⁴¹⁰ Esim. VAC:n perustajaosakkeiden vaihdantaa on rajoitettu yhtiöjärjestyksen suostumus- ja lunastuslausekemääräyksillä. *Viral Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys* 13–15 §.

⁴¹¹ *Nuotio 2007*, s. 353; *Engblom ym. 2019*, s. 66. Ks. myös KHO 1980 T 2777.

myös konsernin sisäisten luovutusten perusteella tapahtuneet muutokset kuuluvat säännöksen soveltamisalaan.⁴¹² Tällöin konsernirakenteen järjestelyn vaikutus saattaa ulottua myös SPAC-yhtiöön.

Kokonaan toinen asia tietenkin on se, että SPAC-yhtiö voi omistajanvaihdoksista huolimatta hakea poikkeuslupaa syntyneiden tappioiden hyödyntämiseen (TVL 122.3 §). Luvan myöntäminen edellyttää, ettei tappioiden katsota muodostuvan kaupankäynnin kohteeksi, yhteisön toiminnan jatkuminen edellyttää niiden vähentämistä ja vähentämiselle on erityistä syytä, jolla viitataan liiketaloudelliseen tai siihen rinnastettavaan syyhyn. Ratkaisu perustuu tässä aina kokonaisuarkintaan.⁴¹³ Yritysostoyhtiöiden osalta on etukäteen vaikea arvioida hakemuksen menestymisen todennäköisyys.

Optiot ja warrantit. SPAC-yhtiön perustajat, sponsorit ja muu johto ovat saattaneet sitoutua merkitsemään yhtiön osakkeisiin oikeuttavia optiota tai warrantteja listautumisannin yhteydessä. Tällöin pohdittavaksi saattaa tulla, tuleeko tällaiset optiot tai warrantit katsoa TVL 66.3 §:n mukaisiksi *työsuhdeoptioiksi*⁴¹⁴, jotka ovat saajalleen veronalaista ansiotuloa. Edellytyksenä tässä tapauksessa on, että kyseessä katsotaan olevan etu, joka syntyy oikeudesta merkitä yhteisön osakkeita käypää alempaan hintaan ja etu on saatu työsuhteen perusteella (TVL 66.3 §). Merkitystä ei ole sillä, onko henkilö saanut työsuhdeoption vastikkeetta vai vastikkeellisesti.⁴¹⁵ Työsuhdeterministä huolimatta säännöstä sovelletaan myös toimitusjohtajaan ja hallituksen jäseniin.⁴¹⁶ Veronalaiseksi eduksi katsotaan työsuhdeoption perusteella merkityn osakkeen käypä arvo. Verovelvollisen työsuhdeoptiosta tai osakkeesta mahdollisesti maksama hinta huomioidaan vähentämällä se käyvästä hinnasta. Verotus tapahtuu vasta työsuhdeoption käyttöhetykellä eli osakkeita merkittäessä tai saataessa. (TVL 66.3 §)

⁴¹² Nuotio 2007, s. 352–353.

⁴¹³ Verohallinnon ohje: Vahvistettu tappio ja omistajanvaihdos, kohta 2.1.

⁴¹⁴ Työsuhdeoption käsite on laaja ja kattaa TVL 66.3 §:n mukaan optioiden lisäksi vaihtovelkakirjat, optiolainat ja muut näihin rinnastettavat sopimukset ja sitoumukset, jotka oikeuttavat yhtiön osakkeiden saamiseen tai hankkimiseen. HE 175/1994 vp., s. 4.

⁴¹⁵ Myös työntekijän käypään hintaan hankkimat työsuhdeoptiot voivat tulla verotettavaksi työsuhdeoptiona. KHO 2020 T 2014 (KVL 29/2018). TVL 66.3 §:n mukaisen edun katsotaan muodostuvan siis käypää arvoa alemmasta hinnasta työsuhdeoption perusteella toteutetusta osakemerkinnästä.

⁴¹⁶ KHO 1997 T 1221. Optioita voidaan merkitä myös johdon holdingyhtiön välityksellä. Tällaisella järjestelyllä ei voida lähtökohtaisesti kiertää TVL 66.3 §:n sääntelyä ja pyrkiä muuttamaan saatua etuutta pääomatuloksi. KHO 2014:66.

SPAC-yhtiöissä ei tyypillisesti ole työsuhteisia työntekijöitä tai heitä on vain muutama, jolloin tarkastelu tässä suhteessa rajoittuu lähinnä sen hallitusten jäsenten saamiin etuihin.⁴¹⁷ Verotuksen kannalta olennaista on, millä hinnalla työntekijä toteuttanut option eli ostanut kohde-etuuden. Markkinaehtoisesti tehdyistä osakemerkinnöistä ei ole katsottu syntyvän työntekijälle ansiotulona verotettavaa etua, vaan tällöin mahdollinen tuotto verotetaan saajansa pääomatulona siitä huolimatta, että osakemerkintä olisi tehty kannustinjärjestelmän nojalla.⁴¹⁸ Yritysosoyhtiöiden osakkeiden ollessa julkisesti noteerattuja pidetään niiden käypänä arvona osakkeen merkintäpäivän keskipurssia.⁴¹⁹ Sen sijaan kohdeosakkeiden ollessa muita kuin yritysosoyhtiön listattuja osakkeita, voisi käyvän arvo määrittäminen olla huomattavasti hankalaa jo pelkästään sen vuoksi, ettei osakkeille löydy luotettavia vertailuluovutuksia, mutta myös sen vuoksi, että näiden osakkeiden tuottamat oikeudet ovat usein huomattavasti rajatummalla kuin yhtiön julkisen kaupankäynnin kohteena olevilla osakkeilla.⁴²⁰ Kokonaan toinen asia on, onko yritysosoyhtiön listaamattomien osakkeiden määrittäminen option kohde-etuudeksi tarkoituksenmukaista.⁴²¹

Sinänsä sillä, katsotaanko perustajaosakkaille, sponsoreille tai muulle johdolle annetut optiot ja niihin rinnastettavat työsuhdeoptioiksi vai ei, ei ole pääasiassa merkitystä SPAC-yhtiön verotukseen vaan veroseuraamukset – pääomatulo vai ansiotulo – kohdistuvat lähinnä edun saavaan tahoon. On tosin muistettava, että työsuhdeoptioiksi katsottavien optioiden osalta kyse on työntekijän palkasta, josta työnantaja on velvollinen suorittamaan ennakonpidätyksen (EPL 13.3 §).

Osakkeiden lunastus ja selvitystilaan asettaminen. Viimeisenä voidaan vielä tarkastella tilanteita, joissa SPAC-yhtiö lunastaa omia osakkeitaan sijoittajilta tai jossa yhtiö puretaan selvitysmenettelyn kautta. Sijoittajien osalta heidän osakkeidensa lunastus voi tulla kyseeseen tilanteessa, jossa yhtiökokous on hyväksynyt yritysosaston, mutta sijoittaja päättää vaatia osakkeidensa lunastusta.⁴²² Sanottu lunastusoikeus koskee vain niitä osakkeenomistajia, jotka

⁴¹⁷ Ks. esim. *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 57, jonka mukaan yhtiöllä ei ole työsuhteisia työntekijöitä. Ks. myös *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 67, jonka mukaan ainoastaan yhtiön talousjohtaja toimii työsuhteessa.

⁴¹⁸ KHO 2014:66 ja KHO 2019:26. *Wahlroos* 2021, s. 169.

⁴¹⁹ Verohallinnon ohje: Työsuhdeoptioiden verotus, kohta 3.3.1.

⁴²⁰ Ks. KHO 2002 T 1959. Verohallinnon ohje: Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa, kohta 5.1.

⁴²¹ Ks. sponsoreille ja perustajille annetuista warranteista *Lifeline SPAC I Oyj:n listalleottoesite* 4.10.2021, s. 94.

⁴²² Helsingin pörssin SPAC-yhtiöitä koskevien erityisten listalleottamisen edellytysten mukaan kuvattu lunastusoikeus ei kuitenkaan voi koskea yhtiön hallituksen jäseniä, johtoa, perustajaosakkaita tai näiden henkilöiden lähipiiriä tai yhtiöitä, joissa edellä mainituilla henkilöillä on määräysvalta. *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.7.

ovat äänestäneet yritystoston toteuttamista vastaan.⁴²³ Lisäksi SPAC-yhtiöllä on oikeus rajata määrällisesti osakkeenomistajan lunastusoikeutta, ei kuitenkaan alle 10 prosentin liikkeeseenlaskijan kokonaispääomasta. Osakkeiden lunastushinta vastaa lunastettavien osakkeiden suhteellista osuutta sulkutilin varoista ajankohtana, jolloin lunastus tapahtuu. Tästä määrästä vähennetään kuitenkin mahdolliset verot ja SPAC-yhtiön johdolle osoitettu käyttöpääoma.⁴²⁴ On muistettava, että sulkutilin varat harvemmin vastaavat listautumisannissa sijoittajilta kerättyä pääomaa kohdeyritysten kartoittamiseen ja hankintaan vaadittavien kulujen vuoksi, mikä johtaa siihen, että lunastusta vaativalle sijoittajalle maksettava osuus on mitä todennäköisimmin hänen osakkeistaan maksamaansa merkintähintaa alempi.⁴²⁵ Näin ollen sijoittajalle syntyy luovutustappio, jonka vähennyskelpoisuus ratkaistaan sijoittajan tasolla.

Osakkeiden lunastusehtoisuus tuo esille mielenkiintoisen eron vero-, yhtiö- ja kirjanpito-oikeuden välillä. Niin verotuksessa kuin yhtiöoikeudessa osakkeiden merkintähinta käsitellään yhtiön omana pääoman (EVL 6 § kohta 2; OYL 2:4). Sen sijaan kansainväliset tilinpäätösstandardit saattavat luokitella lunastusehtoiset osakkeet rahoitusvelaksi, jolloin ne tulee kirjata yhtiön vieraaseen pääomaan (IAS 32.18 (a)).

Yritystostolle asetetusta määräajasta johtuen SPAC-yhtiö voidaan purkaa, mikäli määräaika on kulunut umpeen eikä yritystostoa ole toteutettu.⁴²⁶ Selvitystilaan asettaminen vaatii yhtiökokouksen määräenemmistöllä tekemän päätöksen (OYL 20:3). Osakkaiden osalta purkautuminen johtaa käytännössä luovutusvoittoverosäännösten soveltamiseen, jolloin osakkaan saama luovutushinta muodostuu hänelle yhtiön purkautumisesta tulevasta jakoosuudesta (EVL 51 d §, TVL 27 §). Yhtiöjärjestyksessä on saatettu määrätä eri osakesarjojen keskinäisestä oikeudesta purkautuvan yhtiön varoihin.⁴²⁷ Huomioiden SPAC-yhtiöiden liiketoiminnan luonne ja se, että niiden rahoitus koostuu varsinaisen liiketoiminnan puuttuessa

⁴²³ Ks. *Vivala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 10 §. Sinänsä Helsingin pörssin säännöissä ei ole rajattu lunastamiseen oikeutettujen sijoittajien joukkoa, pois lukien edellä alaviitteessä todetut johtoon ja perustajiin kuuluvat tahot. Kuitenkin lunastusvaatimuksen esittämisoikeuden myöntäminen myös yritystoston puolesta äänestäneille sijoittajille olisi ristiriidassa lunastamista koskevan edellytyksen tarkoituksen kanssa.

⁴²⁴ *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.7. Ks. *Vivala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 10 §.

⁴²⁵ Sinänsä sulkutilille talletetuille varoille voi kertyä talletuskorkoa sulkutilin ehtojen mukaisesti. Kuitenkin nykyisessä markkinatilanteessa korkokannan ollessa negatiivinen, johtaa tämä ylimääräisiin kuluihin ja vähentää käytettävissä olevia varoja. Ks. *Vivala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 19.

⁴²⁶ Helsingin pörssin SPAC-yhtiöitä koskevat erityiset listalleottamisen edellytykset eivät mainitse yhtiön purkamista, jolloin kyseeseen tulee lähinnä yhtiön poistaminen listalta ja muut seuraamukset näyttäisivät olevan lähinnä yhtiön itsensä päätettävissä. Ks. *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021, kohta 2.18.3. Selvitystilaan asettamisesta määrätään kuitenkin yleensä yhtiön yhtiöjärjestyksessä. Ks. esim. *Vivala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 18 §.

⁴²⁷ Ks. esim. *Vivala Acquisition Company Oyj:n yhtiöjärjestys*, 18 §.

lähes yksinomaan niiden osakkeenomistajiltaan keräämästä pääomasta, johtaa tämä tilanteeseen, jossa sijoittajien saama jako-osuus on mitä todennäköisimmin alhaisempi kuin heidän yhtiöön sijoittamansa pääoma johtaen siten luovutustappion syntymiseen. Edellä lunastuksen osalta todetun mukaisesti luovutustappion vähennyskelpoisuus ratkaistaan osakkeenomistajien tasolla.⁴²⁸

On syytä huomata, että yritystoston toteuttamiselle asetetun määräajan kulumisen umpeen ei automaattisesti johda SPAC-yhtiön asettamiseen selvitystilaan ja siten purkamiseen, mikä johtuu päätöksentekomenettelyä koskevasta vaatimuksesta. On näet mahdollista, ettei selvitystilaan asettamista koskevassa yhtiökokouksessa saavuteta riittävää määränemmistöä yritystostoyhtiön asettamiseksi selvitystilaan. Määräajan kulumisen umpeen johtanee väistämättä ainoastaan yhtiön osakkeiden listalta poistamiseen. Osakkeenomistajien kannalta tämä voi johtaa hankalaan tilanteeseen, jossa heidän osakkeensa ovat menettäneet likviditeettinsä, mutta heillä ei myöskään välttämättä ole yhtiöjärjestyksen mukaista oikeutta vaatia osakkeidensa lunastusta. Lisäksi SPAC-yhtiön kolmannen kanssa solmima sulkutiliä koskeva sopimus saattaa sisältää yritystoston toteuttamista koskevaan määräaikaan sidotun ehdon, jonka mukaisesti varat vapautetaan yritystostoyhtiön itsensä käyttöön.⁴²⁹ Tällöin ei ole takeita siitä, mihin yhtiö käyttää varansa. Voidaan myös joutua pohtimaan kysymystä siitä, milloin osakkeiden arvonmenetys voidaan katsoa lopulliseksi.⁴³⁰

⁴²⁸ Esimerkiksi osakkeenomistaja, jonka osalta SPAC-yhtiön osakkeet katsottaisiin kuuluvan yhtiön käyttöomaisuuteen EVL 6 b §:n tarkoittamalla tavalla, ei luovutustappio ole symmetriaperiaatteen mukaisesti vähennyskelpoinen (EVL 51.2 d §). Tämä lienee kuitenkin SPAC-yhtiöiden osalta harvinaista jo niiden luonteen ja varsinaisen liiketoiminnan puuttumisen vuoksi.

⁴²⁹ *Virala Acquisition Company Oyj:n listalleottoesite* 14.6.2021, s. 56.

⁴³⁰ Esimerkiksi ratkaisussa KHO 2011:55 osakkeiden arvonmenetys voitiin rinnastaa luovutustappioon jo hetkellä, jolloin yhtiö oli asetettu konkurssiin, kun oli selvää, ettei omistetuille osakkeille jäänyt jako-osuutta jaettavaksi. Edellä kuvatussa yritystostoyhtiötä koskevissa olosuhteissa, joissa päätöstä selvitystilaan asettamisesta ei tehdä, ei jako-osuuden saamatta jäämistä voida pitää selvänä KHO 2011:55 tarkoittamalla tavalla, jolloin luovutustappion realisoituminen jää myöhempään ajankohtaan. Sijoittajan kannalta osakkeet ovat kuitenkin käytännössä saattaneet menettää arvonsa niiden julkisen kaupankäynnin loputtua yritystoston toteuttamiselle varatun määräajan umpeutumisen johdosta.

4 Johtopäätökset ja jälkipuhe

Tutkimuskysymykseen eli yritysostoyhtiöitä koskevien verotuksellisten ongelmakohtien selvittämiseen vastaaminen edellyttää ensinnäkin yritysostoyhtiökäsitteen sisällön ja siihen liittyvien ongelmakohtien ymmärtämistä. Käsitteen määrittelyn tärkeyttä korostaa se, että yhtiötä koskevat käytännön verovaikutukset ovat vahvasti sidonnaisia kyseisen yhtiön todelliseen luonteeseen. Ilmiön ollessa Suomessa varsin uusi, on pohjaa haettava kansainvälisistä esikuvista – erityisesti Yhdysvalloista ja siellä muodostuneista markkinakäytännöistä. Samalla ei tule unohtaa Suomen ja Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmien eroja, jotka tulee osaltaan huomioida tuotaessa instituutio kotimaiseen viitekehukseen. Oman haasteensa arviointiin tuo se, ettei kansainvälisestä ympäristöstä löydy esimerkkiä, jossa SPAC-yhtiöiden käsite olisi pystytty määrittämään lain tasolla.⁴³¹ Käytännössä SPAC-yhtiöiden ominaisuudet nojaavat markkinoiden tarpeen tuottaman oikeudellisen innovoinnin tuloksena syntyneisiin rakenteisiin ja yksityisten toimijoiden – julkista markkinapaikkaa ylläpitävien tahojen – sääntelyyn.⁴³²

Verotuksen kannalta nimenomaisten SPAC-yhtiöitä koskevien normien puuttuminen johtaa tilanteeseen, jossa näitä yhtiöitä arvioidaan tällä hetkellä kulloinkin kyseessä olevaa veronormia sovellettaessa vastaavien periaatteiden mukaisesti kuin muitakin yhtiöitä. Olennaista on erottaa ne tekijät, jotka ovat merkityksellisiä normin soveltamisedellytysten kannalta. Tässä suhteessa tulkinta-apua tarjoavat myös ne oikeuskäytännön esimerkit, joissa on havaittavissa yhtäläisyyksiä SPAC-yhtiöiden toimintaperiaatteisiin, esimerkkinä erilaisia holdinginyhtiörakenteita koskevat ratkaisut. Yritysostoyhtiöiden erityislaatuisten piirteiden vuoksi saattaa tällä tavoin tehtyihin johtopäätöksiin kuitenkin sisältyä merkittävää epävarmuutta, mikä osaltaan johtuu kokonaisarviointiin perustuvan mallin sisäänrakennetusta ongelmallisuudesta: eri osatekijöiden todellista painoarvoa on vaikea, ellei mahdotonta todeta annetusta ratkaisusta. Siten tietyn tason yhtäläisyys annettuun ratkaisuun ei vielä takaa sitä, että kyseessä olevan tapaukseen osalta voidaan päätyä vastaavaan lopputulokseen.⁴³³

Siten vastausta tutkimuskysymykseen, eli siihen voidaanko SPAC-yhtiöiden katsoa harjoittavan elinkeinotoimintaa, tulee arvioida kunkin tapauksen ominaispiirteet huomioiden.

⁴³¹ D'Alvia 2020, s. 122–123: Poikkeuksena Malesia ja Etelä-Korea, joissa määritelmä on otettu lain tasolle.

⁴³² Riemer 2007, s 945–947 ja Heyman 2007, s. 540 alaviite 43. Ks. esim. *The New York Stock Exchange Listed Company Manual* ja *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille* 1.3.2021.

⁴³³ Ks. Juusela 2018, s. 460. Ks. myös *Isomaa-Myllymäki* (2018, s. 9), joka nostaa esille kokonaisarviointiin liittyvän vaaran säännöksen soveltamisalan ja -edellytysten rajojen hämärtymisestä.

Toisinaan arvioinnissa on huomioitava myös laajempi näkökulma, ja ulotettava tarkastelu yhtiön oman toiminnan ulkopuolelle, kuten yhtiön omistajiin tai tytäryhtiöihin. Tarkastelun kokonaisvaltaisuutta korostaa niin ikään tietyissä tilanteissa arvioitavaksi tuleva ajallinen ulottuvuus. Esimerkiksi transaktiokustannusten arvonnisäverotuksen osalta katse siirtyy tulevaisuudessa harjoitettavaksi tarkoitettuun toimintaan. Käyttöomaisuusosakkeiden verovapauden kannalta merkitystä on sen sijaan jo kuluneella omistusajalla. Myös muiden käsiteltyjen verotuksellisten näkökohtien osalta yritysostoyhtiöille ominaiset ainutlaatuiset piirteet saattavat edellyttää kulloisenkin tapauksen huolellista arviointia sen suhteen, voidaanko ja millä edellytyksillä nykyisiä normeja soveltaa kyseessä olevaan tapaukseen.

Nämä tulkintaan liittyvät ongelmat olisi mahdollista poistaa SPAC-yhtiöitä koskevalla nimenomaisella sääntelyllä, mikä lisäisi oikeusvarmuutta ja vahvistaisi verotuksen perusteena olevan legaliteettiperiaatteen toteutumista.⁴³⁴ Vastaavalla tavallahan on annettu esimerkiksi rahastoja ja erilaisia sijoitusinstrumentteja ja arvopapereita, kuten kapitalisaatiosopimuksia, henkivakuutuksia ja optioita koskevia erityisiä säännöksiä. *Olisiko tälle sääntelylle edellytyksiä?* Ensimmäisenä törmätään ongelmaan yritysostoyhtiökäsitteen määritelmästä, jota ei ole edellä todetulla tavalla pystytty tarkasti rajaamaan. Määritelmän ottaminen lain tasolle olisi kuitenkin välttämätöntä, jotta välttytään niiltä rajanveto-ongelmilta, joita on käsitelty edellä pääomasijoitustoimintaa koskevassa luvussa 3.2.4. Sääntelystä ei siten ole verovelvollisen oikeusturvan näkökulmasta juurikaan hyötyä, jollei etukäteen voida riittävällä varmuudella todeta, kuuluuko kyseinen toiminta säännöksen soveltamisalaan vai ei. Tällainen määritelmä olisikin luontevinta pohjata Helsingin pörssin säännöissä lueteltuihin ominaispiirteisiin.⁴³⁵

Toisena tulisi ottaa kantaa siihen, millainen verokohtelun tulisi olla – onko kyse aitoa liiketoimintaa harjoittavasta yhtiöstä vai pikemminkin passiivisesta säästölippaasta. Samalla tulisi ottaa kantaa siihen, missä laajuudessa sääntelyä tulisi antaa eli minkä osa-alueiden osalta tämä koettaisi tarpeelliseksi. Käsitteen määrittely ei ratkaise vero-oikeudelle ominaista oikeudellisen muodon ja tosiasiallisen sisällön välistä jännitettä. Tietyistä ominaispiirteistä huolimatta SPAC-yhtiöiden kirjo tämän yritysluokan sisällä voi olla laaja ja ne voivat olla keskenään hyvinkin erilaisia, jolloin verotuksen neutraliteetti voidaan asettaa kyseenalaiseksi:

⁴³⁴ Ks. esim. *Knuutinen* 2015, s. 816; *Malmgrén* 2018, s. 282.

⁴³⁵ Toisaalta ei liene poissuljettua, että Suomessa kotipaikkaansa pitävä SPAC-yhtiö olisi listattu jonkin toisen valtion arvopaperipörssiin, jonka sääntöjen mukaiset edellytykset eroavat Helsingin pörssin vastaavista säännöistä. Tällöin pohdittavaksi tulisi, millä edellytyksillä yhtiö olisi rinnastettavissa Suomen veronormien mukaiseen määritelmään ja miten tämä huomioitaisi kansallisia säännöksiä sovellettaessa. Toisaalta kysymys lienee lähinnä teoreettinen.

miksi liiketoimintaa harjoittavaa konsernin emoyhtiöihin rinnastettavat yhtiöt tulisi asettaa verotuksellisesti samalle viivalle täysin passiivisten yhtiöiden kanssa? Sääntelyn osalta perusteena voidaan käyttää tarvetta estää perusteettomien veroetujen saavuttaminen keinotekoisilla rakenteilla, mutta samalla tämä tasapäistäminen voisi haitata liiketaloudellisesti järkevien hankkeiden toteuttamisen.

Siten voidaan kyseenalaistaa se, *olisiko yritysostoyhtiöitä koskeville erityisille normeille kuitenkaan aitoa tarvetta?* Jo pelkästään sääntelyn käytännön toteuttamiseen näyttäisi liittyvän edellä kuvattuja ongelmia. Toiseksi, käytännön tasolla ei voida ainakaan tässä vaiheessa sanoa, kuinka laajasti sääntely olisi käytössä. Se, että SPAC-yhtiöt elävät tällä hetkellä, ainakin kansainvälisesti katsoen, kukoistuskautta, ei takaa niiden suosiota tulevaisuudessa. Ei siis ole varmaa, onko kyse pysyvämmästä ilmiöstä vai vain ohimenevästä trendistä. Pahimmassa tapauksessa yritysostoyhtiötä koskeva sääntely olisi jo syntyessään vanhentunutta – lain kuollut kirjain. Suosioon vaikuttanee Suomen ensimmäisten yritysostoyhtiöiden menestys, mutta myös markkinatilanne. Potentiaalisten kohdeyhtiöiden määrä on Suomessa⁴³⁶ rajallinen ja samalla sijoittajien varoista kilpailevat myös muut listautuvat yhtiöt sekä sijoituskohteet.⁴³⁷ SPAC-yhtiöitä koskevan sääntelyn puolustukseksi on tosin vielä mainittava sen vaikutus ulkomaisten sijoittajien kiinnostukseen. Nykyinen sääntely kaikkine tulkinnanvaraisuuksineen saattaa muodostaa merkittävän veroriskin sääntelyyn perusteellisesti perehtymättömille, ja on siten omiaan vähentämään Suomen houkuttelevuutta sijoituskohteena. Siten sääntely saattaisi selkeyttä oikeustilaa ja siten vahvistaa sijoittajien luottamusta.

Yhteenvedona voidaan kuitenkin todeta, että sääntelyyn liittyvien edellä todettujen haasteiden vuoksi ei SPAC-yhtiöitä koskevan erityissääntelyn antamista ole pidettävä tällä hetkellä tarpeellisena. Viime kädessä tulkintaongelmat ratkeavat siten nykyisiä oppeja soveltamalla. Suurimmat haasteet näyttäisivät liittyvän yhtiön toiminnan luonteeseen: onko kyse liiketoiminnan harjoittamisesta vai muusta toiminnasta. Tämä liittyy niin kohdeyhtiön osakkeiden luovuttamisen tuloveroseuraamuksiin kuin yritysoston valmistelusta ja toteuttamisesta syntyneiden kulujen arvonnisäveron vähennyskelpoisuuteen. Erityisesti käyttöomaisuusosakkeiden luovutusta koskevaan oikeustilaan liittyy holdingyhtiöiden ja

⁴³⁶ Toisaalta ei ole estettä sille, että kohdeyhtiö löytyisi myös Suomen rajojen ulkopuolelta. Kokonaan toinen asia on, kuinka tarkoituksenmukaista ulkomaisen yhtiön hankkimista voidaan pitää SPAC-yhtiön tavoitteet ja käyttötarkoitukset huomioiden.

⁴³⁷ Esimerkiksi vuonna 2021 Helsingin pörssiin listautui ennätyselliset 30 yritystä, joista kahdeksan päälistalle ja 22 First North Finland -markkinapaikalle. Nasdaq OMX Nordic (<http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/firstnorth/2021> , luettu 3.1.2022).

pääomasijoitustoimintaa lähellä olevan toiminnan osalta edellä luvussa 3.2 esitetyllä tavalla merkittäviä tulkinnanvaraisuuksia, mikä heijastuu myös SPAC-yhtiöitä koskevaan arviointiin. Siten kokonaan uuden sääntelyn sijasta ratkaisuna saattaisikin olla nykyisen sääntelyn selkiyttäminen.