



Turun yliopisto
University of Turku

BIOTEKNOLOGIAYRITYSTEN PÄÄOMARAHOITUS

Yritysjuridiikan pro gradu -tutkielma

Laatija:

Suvi Saari

Ohjaajat:

Professori OTT Raimo Immonen

Tohtorikoulutettava Patrik Nyström

19.8.2013

Turku



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics

SISÄLLYS

| | |
|--|-----|
| SISÄLLYS | I |
| LÄHTEET | III |
| LYHENTEET | XI |
| 1 JOHDANTO | 1 |
| 1.1 Bioteknologia ja sen mahdollisuudet | 1 |
| 1.2 Rahoituksen tarve | 2 |
| 1.3 Tutkimusongelma, tutkimuksen rajaus ja tutkimusmetodi | 3 |
| 1.4 Tutkimuksen rakenne ja lähteet | 4 |
| 2 BIOTEKNOLOGIA-ALAN ERITYISPIIRTEITÄ | 6 |
| 2.1 Ideasta tuotteeksi | 6 |
| 2.2 Patentointi | 9 |
| 2.2.1 Patentoitavuus ja patentin voimassaolo | 9 |
| 2.2.2 Lisensointi | 11 |
| 2.2.3 Kansainväliset sopimukset | 12 |
| 2.2.4 Erityisesti bioteknologiaan liittyviä seikkoja | 14 |
| 2.3 Due diligence – kohdeyhtiön tarkastus | 15 |
| 3 OSAKEYHTIÖSTÄ JA RAHOITUKSESTA | 18 |
| 3.1 Osakeyhtiön yleiset periaatteet | 18 |
| 3.2 Yhtiöjärjestys | 20 |
| 3.3 Osakassopimus | 22 |
| 3.4 Rahoitusvaihtoehdot ja niiden asema maksunsaantijärjestyksessä | 23 |
| 3.4.1 Oman pääoman ehtoinen rahoitus | 23 |
| 3.4.2 Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus | 25 |
| 3.4.3 Välipääomarahoitus | 26 |
| 3.5 Eturyhmät ja päämies-agenttisuhteet | 27 |
| 3.6 Rahoitussopimusten ehtoja | 30 |
| 3.6.1 Kovenantit | 30 |
| 3.6.2 Diluutiosuoja | 32 |
| 3.6.3 Likvidaatioetuoikeus | 32 |
| 4 BIOTEKNOLOGIAYRITYSTEN RAHOITUS | 34 |
| 4.1 Rahoitusrakenteesta ja sitä määrittävistä tekijöistä | 34 |
| 4.2 Välipääomarahoitusinstrumentteja | 36 |



II

| | | |
|-------|---|----|
| 4.2.1 | Erilajiset osakkeet | 36 |
| 4.2.2 | Äänimäärältään poikkeavat osakkeet..... | 37 |
| 4.2.3 | Taloudellisilta oikeuksiltaan poikkeavat osakkeet | 38 |
| 4.2.4 | Lunastus- ja hankkimisehtoiset osakkeet..... | 39 |
| 4.2.5 | Muuntoehtoiset osakkeet | 40 |
| 4.2.6 | Pääomalaina | 41 |
| 4.2.7 | Vaihtovelkakirjalaina..... | 43 |
| 4.3 | Pääomasijoittaminen | 45 |
| 4.3.1 | Yleistä | 45 |
| 4.3.2 | Pääomasijoitusrahaston toiminta | 47 |
| 4.3.3 | Irtautuminen sijoituksesta | 49 |
| 4.3.4 | Lisäsopimisen tarve | 52 |
| 4.3.5 | Osakassopimuksen merkityksestä..... | 54 |
| 4.3.6 | Osakkeiden liikkuvuuteen liittyviä ehtoja | 57 |
| 4.3.7 | Lukuja Suomesta..... | 60 |
| 4.4 | Corporate venturing | 61 |
| 4.5 | Julkinen rahoitus | 63 |
| 4.5.1 | EU:n kilpailulainsäädännön vaikutus | 63 |
| 4.5.2 | Tekes | 64 |
| 4.5.3 | Finnvera | 65 |
| 4.5.4 | Sitra..... | 66 |
| 4.5.5 | Suomen teollisuussijoitus | 66 |
| 5 | LOPUKSI | 68 |

LÄHTEET

Kirjallisuus, artikkelit ja elektroniset lähteet

Alkio, Mikko: Terveysteknologia- ja lääketutkimus Suomen kasvun tukijalkana. TEM raportteja 33/2012.

Austin, Martin: Business development for the biotechnology and pharmaceutical industry. Ashgate Publishing Group. Oxon 2008.

Bengtsson, Ola: Covenants in venture capital contracts. Management Science. Vol. 57 No 1. 2011, s. 1926–1943.

Bergeron, Bryan & Chan Paul: Biotech industry: A Global, economic and financing overview. John Wiley and Sons Inc. Hoboken 2004.

Bergström, Clas & Samuelsson, Per: Aktiebolagets grundproblem. Norstedts juridik Ab. Stockholm 2001.

Bergström, Pia: Immateriaalioikeuksien arvostaminen – osa yrityksen arvonmäärittystä. Defensor Legis 3/2002, s. 460–478.

Bienz, Carsten & Hirsch, Julia: The dynamics of venture capital contracts. Review of Finance. Vol 16. No 1. 2012, s. 157–195.

Biohit Oyj:n osakkeiden lunastusmääräys. Biohit Oyj. Saatavilla osoitteesta <<http://www.biohithealthcare.com/fi/sijoittajat/osaketiedot/lunastusmaarays>>. Päivitetty 31.8.2010. Luettu 30.6.2013.

EFPIA: The pharmaceutical industry in figures, key data 2012. Saatavilla osoitteesta <<http://www.efpia.eu/sites/www.efpia.eu/files/EFPIA%20Figures%202012%20Final.pdf>>. Luettu 7.6.2013.

Eloranta, Eero; Ranta, Jukka; Salmi, Pekka & Ylä-Anttila, Pekka: Teollinen Suomi. Tuotannon uudistaminen kriisin jälkeen. Sitra 287. Edita Publishing Oy. Helsinki 2010.

IV

Eurooppatiedotus. Ministerit sinetöivät EU-patentin. Ulkoasiainministeriö. Päivitetty 22.2.2013. Saatavilla osoitteesta < <http://eurooppa-tiedotus.fi/public/default.aspx?contentid=270679&contentlan%20=1&culture=fi-Fi#.UeVikY2GFTJ>>. Luettu 16.7.2013.

Finnvera lyhyesti. Finnvera. Saatavilla osoitteesta <<http://www.finnvera.fi/Finnvera/Finnvera-lyhyesti>>. Luettu 22.7.2013.

FVCA:n tietoa pääomasijoittamisesta. FVCA. Saatavilla osoitteesta <<http://www.fvca.fi/yrittajalle>>. Luettu 15.5.2013.

FVCA:n toimialatilastot. FVCA. Saatavilla osoitteesta < <http://www.fvca.fi/tietokeskus/tilastot>>. Luettu 15.5.2013.

Gupta, P.K.: Biotechnology and genomics. Rastogi Publications. Meerut 2009.

Haarmann, Pirkko-Liisa: Immateriaalioikeus. 4. uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2006.

Helminen, Sakari: Osakassopimuksen tehtävä. Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.): Osakassopimuksesta. Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja A. Juhlajulkaisut N:o 6. Turku 1995, s. 19–34.

Hemmo, Mika: Sopimusoikeus II. 2.uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2003.

Hermans, Raine & Tahvanainen, Antti-Jussi: Ownership and financial structure of biotechnology SMEs: Evidence from Finland. Etna discussion papers. 2002.

Hidén, Paulus & Tähtinen, Jyrki: Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Talentum Media Oy. Helsinki 2005.

Hine, Damian & Kapeleris, John: Innovation and entrepreneurship in biotechnology, an international perspective. Edward Elgar Publishing Limited. Cheltenham 2006.

- Hoenen, Sebastian: Do patents increase venture capital investments between rounds of financing. Manuscript presented to patent statistics for decision makers 2012 knowledge assets and economic growth, OECD, Paris, November 28 and 29, 2012.
- Hoppu, Esko & Hoppu, Kari: Kauppa ja varallisuusosoikeuden pääpiirteet. 13. painos. WSOYpro. Helsinki 2011.
- Husa, Jaakko; Mutanen, Anu & Pohjalainen, Teuvo: Kirjoitetaan juridiikkaa. 3.painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2010.
- Huttunen, Allan: Osakassopimuksen rikkomisen vaikutus yhtiökokouksen päätöksen pätevyYTEEN. Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.): Osakassopimuksesta. Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja A. Juhlajulkaisu N:o 6. Turku 1995, s. 111–179.
- Immonen, Raimo: Yritysjärjestelyt. 4. uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2008.
- Kangas, Urpo: Minun metodini. Teoksessa Häyhä Juha: Minun metodini. Werner Söderström lakitieto Oy. Helsinki 1997.
- Kansainvälinen patenttihakemus (PCT-hakemus). Patentti- ja rekisterihallitus. Päivitetty 21.3.2013. Saatavilla osoitteesta <<http://www.prh.fi/fi/patentit/hakuulkom/kvhakemus.html>>. Luettu 16.7.2013.
- Kurkela, Kauko; Kronberg, Johan; Kuusi, Hannele & Arojärvi, Olli (toim.): Opas aloitaville ja kasvaville bioalan yrityksille, Osakassopimuksista. 2002.
- Kyläkallio, Juhani; Iirola, Olli & Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita Publishing Oy. Helsinki 2002.
- Kyläkallio, Juhani; Iirola, Olli & Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita Publishing Oy. Helsinki 2008.
- Kyläkallio, Juhani; Iirola, Olli & Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö II. Edita Publishing Oy. Helsinki 2012.

VI

- Lauriala, Jari: Kontrolli, riski ja informaatio. Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista- ja liiketoimintariskeistä, sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä. Kauppakaari/Talentum Media Oy. Helsinki 2001.
- Lauriala, Jari: Biotech venture investing. Edita Oyj. Helsinki 2002.
- Lauriala, Jari: Pääomasijoittaminen. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004.
- Lauriala, Jari: Due diligence in high-tech M&A's. Edita Publishing Oy. Helsinki 2006.
- Lauriala, Jari: Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. WSOYpro. Helsinki 2008.
- Lautjärvi, Kari: Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. Lakimies 7–8/2011, s. 1341–1362.
- Levine, Daniel: From rags to royalty. The Burrill Report. Tammikuu 2008.
- Longman, Roger: No dilution necessary: The promise of project financing. In Vivo. Vol 23. No 12. 2005.
- Meilman, Edward A.; Brady, James W. Jr. & Ryerson, Jamie: Due diligence in transactions involving intellectual property. IP Litigator. Vol 18. No 1. January/February 2012, s. 7–14.
- Moran, Nuala: Danish biotech outperforms its European counterparts. Nature Biotechnology. Vol 24. No 12. 2006, s. 1460–1461.
- Mähönen, Jukka & Villa, Seppo: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOYpro. Helsinki 2006.
- Mähönen Jukka & Villa Seppo: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. WSOYpro. Helsinki 2006.
- Mähönen, Jukka & Villa, Seppo: Osakeyhtiö III. Corporate Governance. WSOYpro. Helsinki 2006.
- Mähönen, Jukka: Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Edita Publishing Oy. Helsinki 2009.

- Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi: Yritysrahoitus. Edita Publishing Oy. Helsinki 2007.
- OECD: Business organization and finance in industrial biotechnology. 2011.
- Oesch, Rainer & Pihlajamaa, Heli: Patenttioikeus. 2.uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2008.
- Pariisin sopimuksen jäsenvaltiot 2013. World Intellectual Property Organization. Saatavilla osoitteesta <[http://www.wipo.int/treaties/en/ShowResults.jsp? country_id=ALL&start_year=%20ANY&end_year=ANY&search_what=C&treaty_id=2](http://www.wipo.int/treaties/en/ShowResults.jsp?country_id=ALL&start_year=%20ANY&end_year=ANY&search_what=C&treaty_id=2)>. Luettu 16.7.2013.
- Patent cooperation treaty ("PCT") (1970). World Intellectual property organization. Saatavilla osoitteessa < <http://www.wipo.int/pct/en/treaty/about.html>>. Luettu 16.7.2013.
- Pälä, Erkki: Osakassopimus pääomasijoittajan välineenä sijoituskohteen omistusrakenteen muutoksessa. Oikeustiede-Jurisprudentia 2006:XXXIX, s. 221–294.
- Pörssisäätiö: Tammikuun 2013 pörssiyhtiö on Biotie Therapies Oyj – Biotiellä varma visio. Saatavilla osoitteesta <<http://www.porssisaatio.fi/yritykset/biotie-therapies-oyj/>>. Luettu 17.7.2013.
- Saarnilehto, Ari: Tutkijan oikeudet ja velvollisuudet. Werner Söderström lakitieto Oy. Helsinki 1998.
- Salokannel, Marjut: Bioteknologia ja immateriaalioikeudet. Saatavilla osoitteesta <[http://www.helsinki.fi/oikeustiede/oppiaineet/medibio/luennot-sl2012/ BIO-TEKNOLOGIA%20JA%20IMMATERIAALIOIKEUDET.pdf](http://www.helsinki.fi/oikeustiede/oppiaineet/medibio/luennot-sl2012/BIO-TEKNOLOGIA%20JA%20IMMATERIAALIOIKEUDET.pdf)>. Luettu 1.5.2013.
- Sáez Lacave, Isabel & Gutiérrez Bermejo, Nuria: Specific investments, opportunism and corporate contracts: A Theory of tag-along and drag-along clauses. European Business Organization Law Review. Vol 11. No 3. 2010, s. 423–458.
- Scwartz, William: Intellectual property issues in M&A and other corporate transactions: watching out for the not-so-obvious pitfalls. Outline for Presentation August 11, 2003 Section of Business Law, American Bar Association Annual Meeting.

VIII

Singh, Vincent: Corporate venture capital-backed life sciences companies more likely to succeed. The Burrill Report. Vol 2. No 6. 2012, s. 10.

Sitran rahastosijoittaminen. Sitra. Saatavilla osoitteesta < <http://www.sitra.fi/sitra/rahastosijoittaminen>>. Luettu 31.5.2013.

Sitran yritysrahoitus. Sitra. Saatavilla osoitteesta <<http://www.sitra.fi/sitra/yritysrahoitus>>. Luettu 31.5.2013.

Stedman, Graham & Jones, Janet: Shareholders' agreements. 2. painos. Longman. London 1994.

Straus, Joseph & Klunker, Nina-Sophie: Harmonisation of international patent law. IIC 2007, 907.

Suomalaisia bioalan yrityksiä. Suomen bioteollisuus. Saatavilla osoitteesta <<http://www.finbio.net/fi/biofinland>>. Luettu 3.4.2013.

Suomen teollisuussijoituksen sijoitustoiminnasta. Suomen teollisuussijoitus. Saatavilla osoitteista <<http://www.teollisuussijoitus.fi/sijoitustoiminta>> ja <<http://www.teollisuussijoitus.fi/sijoitustoiminta/sijoitukset-rahastoihin>>. Luettu 18.6.2013.

Tekes ja nuoret kasvuyritykset. Tekes. Saatavilla osoitteesta <http://www.tekes.fi/fi/community/Nuoret_kasvuyritykset/1320/Nuoret_kasvuyritykset/2820>. Luettu 31.5.2013.

Tekes kannustaa kehittymään. Tekes. Saatavilla osoitteesta < <http://www.tekes.fi/fi/community/Tekes/320/Tekes/626>>. Luettu 31.5.2013.

Tikkanen, Julia: Lisenssisopimukset liiketoimintakaupassa. Teoksessa Sonia Meltti (toim.): IPR-sopimukset, kilpailu ja suojan toteuttaminen – Immateriaalioikeuksien hyödyntäminen. Edita Publishing Oy. Helsinki 2007, s. 31–49.

Tokola, Jussi: Immateriaalioikeudet osakassopimuksissa – osakassopimusten sovittelu ja ratchet-mekanismi. Teoksessa Sonia Meltti (toim.): IPR-sopimukset, kilpailu ja suojan toteuttaminen – Immateriaalioikeuksien hyödyntäminen. Edita Publishing Oy. Helsinki 2007, s. 50–64.

- Tritton, Guy; Davis, Richard; Edenborough, Michael; Graham, James; Malynicz, Simon & Roughton, Ashley. Intellectual property in Europe. 3.painos. Sweet & Maxwell. London 2008.
- Trott, Paul: Innovation management and new product development. 3. painos. Pearson Education Limited. Essex 2005.
- Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2009. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, Työ ja yrittäjyys 54/2009. Saatavilla www.muodossa.com/25013/TEM_54_2009_tyo_ja_yrittajyys.pdf. Luettu 25.4.2013.
- Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2012. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, Työ ja yrittäjyys 46/2012. Saatavilla http://www.muodossa.com/35080/TEMjul_46_2012_web.pdf. Luettu 25.4.2013.
- Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2011.
- Viitala, Tomi: Pääomarahastosijoittamisen kehittämismahdollisuudet erityisesti verotuksen näkökulmasta. Edilex 2007/1. Edita Publishing Oy.
- Villa, Seppo: Pääomalainaan liittyvistä uudistuksista. Oikeustieto 5/2006, s. 17–20.
- Villa, Seppo: Pääomalain ja uusi osakeyhtiölaki. Edilex asiantuntijakirjoitukset 2010. Julkaistu aiemmin teoksessa: Sopimus, vastuu, velvoite, Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947–21/11–2007, s. 457–467.
- Von Krogh, Georg; Battistini, Boris; Pachidou, Fotini & Baschera, Pius: The changing face of corporate venturing in biotechnology. Nature Biotechnology. Vol 30. No 10. 2012, s. 911–915.
- Välimäki, Olli: Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskinhallinta. Defensor Legis 4/2010, s. 464–478.

X

Virallislähteet

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto, 2012/C, 326/01, EUVL C 326/1, 26.10.2012.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus kasvinsuojeluaineiden lisäsuojatodistuksen käyttöön ottamisesta, 23.7.1996, (EY) N:o 1610/96, EYVL L 198, 8.8.1996.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi ihmisille tarkoitettuja lääkkeitä koskevista yhteisön säännöistä, 6.11.2001, 2001/83/EY, EYVL L 311/67. 28.11.2001.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi ihmisille tarkoitettuja lääkkeitä koskevista yhteisön säännöistä annetun direktiivin 2001/83/EY muuttamisesta, 31.3.2004, 2004/27/EY, EYVL L 136/34, 30.4.2004.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi in vitro-diagnostiikkaan tarkoitetuista lääkinnällisistä laitteista, 27.10.1998 98/79/EY, EYVL L 331/1, 7.12.1998.

HE 109/2005 Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Komission asetus perustamissopimuksen 87 ja 88 artiklan soveltamisesta vähämerkityksiseen tukeen 15.12.2006 (EY) N:o 1998/2006, EUVL L 379/5, 28.12.2006.

Komission asetus tiettyjen tukimuotojen toteamisesta yhteismarkkinoille soveltuviksi perustamissopimuksen 87 ja 88 artiklan mukaisesti (yleinen ryhmäpoikkeusasetus) 6.8.2008 (EY) N:o 800/2008, EUVL L 214/3, 9.8.2008.

Neuvoston asetus lääkkeiden lisäsuojatodistuksen aikaansaamisesta, 18.6.1992, (ETY) N:o 1768/92, EYVL L 182/1, 2.7.1992.

LYHENTEET

| | |
|-------|--|
| AKYL | Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (29.4.1988/389) |
| AML | Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746) |
| EFPIA | European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations |
| EPC | European Patent convention, Euroopan patenttisopimus, SopS 8/1996 |
| EPO | European Patent Office, Euroopan patenttivirasto |
| EU | Euroopan unioni |
| FVCA | Finnish Venture Capital Association, Suomen pääomasijoitusyhdistys ry |
| HE | Hallituksen esitys |
| OECD | Organization of Economic Co-operation and Development, Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö |
| OYL | Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624) |
| PatL | Patenttilaki (15.12.1967/550) |
| PCT | Patent Cooperation Treaty, Patenttiyhteistyösopimus, SopS 58/1980 |
| R | Sääntö |
| Sitra | Suomen itsenäisyyden juhlarahasto |
| SopS | Sopimussarja |
| Tekes | Teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskus |
| TRIPS | Agreement on trade-related aspects of intellectual property rights, Sopimus teollis- ja tekijänoikeuksien kauppaan liittyvistä näkökohdista, SopS 5/1995 |
| TVL | Tuloverolaki (30.12.1992/1535) |
| WIPO | World Intellectual Property Organization, Maailman henkisen omaisuuden järjestö |
| WTO | World Trade Organization, Maailman kauppajärjestö |

1 JOHDANTO

1.1 Bioteknologia ja sen mahdollisuudet

OECD:n määritelmän mukaan bioteknologia on tieteen ja teknologian soveltamista eläviin eliöihin sekä niiden osiin, tuotteisiin tai malleihin tarkoituksena vaikuttaa eläviin ja elottomiin materiaaleihin tiedon, tavaroiden ja palveluiden tuottamiseksi. Vaikka bioteknologiaa on käytetty vuosisatoja esimerkiksi elintarvikkeiden valmistamiseen, merkittävimmät kehitysaskleet alalla on otettu viimeisen sadan vuoden aikana. Antibiootien tuotto pieneliöissä tuli mahdolliseksi kun penisilliini löydettiin 1920-luvun lopulla. DNA:n kaksoiskierteen rakenne taas selvitettiin 1950-luvulla. Kun yhdistelmä DNA-teknologia, jonka avulla voidaan eristää, yhdistää, muuntaa ja siirtää DNA:ta eliöstä toiseen kehitettiin 1970-luvulla, kaikki bioteknologian osa-alueet mullistuivat, ja bioteknologian uusi aikakausi alkoi. Viimeisin vaihe bioteknologian historiassa on ollut geenien, ja niiden koodaamien proteiinien rakenteen ja toiminnan selvittäminen. Vaikka esimerkiksi ihmisen geenisekvenssi onkin jo selvitetty kokonaisuudessaan, sen selvittäminen, miten kukin geeni tosiasiasa säätelee kehon toimintaa, on vasta alussa. Esimerkiksi tämän vuoksi alalla tulee tapahtumaan vielä pitkään merkittävää kehitystä.¹ Bioteknologian käsitteen alle voidaan lukea kuuluvaksi useita toisistaan huomattavastikin poikkeavia toimialoja. Virallisen toimialaluokituksen mukaan alan yritykset sijoittuvat yli kahdenkymmenen eri jalostustoiminnan, kaupan ja palvelujen toimialalle, joista tärkeimpiin kuuluvat muun muassa lääketieteellinen ja luonnontieteellinen tutkimus sekä lääkkeiden ja muiden kemiallisten tuotteiden valmistus.²

Tulevaisuuden kasvunäkymät bioalalla keskittyvät väestön ikääntyessä erityisesti terveyteen ja hyvinvointiin liittyviin sovelluksiin, mutta myös niin kutsuttu cleantech, jonka tarkoituksena on vähentää liiketoiminnan ympäristöhaittoja, on lupaava bioteknologian ala³. Suomessa terveyden bioalalla toimivien yritysten ydinliiketoimintaa ovat lääketutkimus- ja kehitys, diagnostiset testit, joilla voidaan havaita esimerkiksi sairauksia, ja biomateriaalit, joista on mahdollista valmistaa esimerkiksi kehon varaosia. Bioteknologiayritysten on mahdollista kehittää sovelluksia, joilla on huomattavia laadullisia

¹ Gupta 2009, s. 3–4.

² Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2009, s. 24.

³ Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2012, s. 34–35. Muita liiketoiminnan aloja ovat muun muassa bioinformatiikka, joka kehittää menetelmiä biologisen tiedon varastointiin, hakuun ja analysointiin, maatalous- ja ympäristösovellukset, ruokaan liittyvät sovellukset sekä entsyymit (Bergeron & Chan 2004, s. 77–128).

vaikutuksia terveydenhoitoon. Alan jatkuva kehitys mahdollistaa muun muassa vielä tällä hetkellä vaikeasti hoidettavien sairauksien, kuten syövän, reuman ja Parkinsonin taudin, jatkuvasti paremman hoidon. Laadullisten parannusten lisäksi biotekniikalla voidaan saavuttaa terveydenhoitoon myös tehokkuutta.⁴

Sen lisäksi, että biotekniikka tarjoaa yleismaailmallisia etuja esimerkiksi terveydenhoidon saralla, on bioalasta toivottu jo pitkään myös Suomen talouden kasvun vauhdittajaa. Suomi tarvitsee vahvoja kasvualoja, jotka voivat paikata sitä vajetta, jonka talouden globaalin uudelleenjärjestymisen seurauksena maasta lähteneet alat ovat Suomen talouteen jättäneet. Erityisesti valtio onkin panostanut huomattavasti alan kehitykseen muun muassa kouluttamalla alalle työvoimaa ja tukemalla sijoituksin alan yrityksiä.⁵

1.2 Rahoituksen tarve

Kun yritys perustetaan, siihen sijoitetaan pääomaa, joka puolestaan investoidaan tuloa tuottavaan omaisuuteen kuten laitteisiin tai inhimilliseen pääomaan. Yrityksen onkin heti liiketoimintansa alussa tehtävä kaksi merkittävää päätöstä. Ensimmäkin on tehtävä päätös merkittävistä investoinneista, kuten pitkäikäisen käyttöomaisuuden hankkimisesta. Toiseksi tehdään rahoituspäätös, eli päätös siitä, miten nämä investoinnit rahoitetaan. Yrityksen perustajilla ei usein ole kaikkea tarvittavaa pääomaa yrityksen liiketoiminnan käynnistämiseksi. Tällöin puuttuva pääoma on haettava ulkopuolisilta rahoittajilta ja sijoittajilta.⁶ Yritysten tarvetta rahoitukseen voidaan selittää muun muassa niin kutsutun reaali-prosessin viiveen avulla. Tämä tarkoittaa sitä, että yritykselle syntyy lähtökohtaisesti menoja ennen kuin se saa tuloja. Tämä reaali-prosessin viiveen, eli ajan, jolloin yritykselle syntyy enemmän menoja kuin tuloja, aiheuttama rahoitusvaje on siis kyettävä rahoittamaan.⁷

Yrityksen rahoituksen peruslajit ovat tulorahoitus ja yritykseen tehtävät pääoman sijoitukset eli pääomarahoitus. Tulorahoituksella tarkoitetaan pääomaa, joka on kertynyt yhtiön liiketoiminnasta ja jota ei ole jaettu yhtiön panoksia sijoittaneille. Se on siis

⁴ Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2012, s. 32–34; Alkio 2012, s. 9. Esimerkiksi diagnostiikka vaikuttaa 75 prosenttiin terveydenhuollon päätöksistä, joten sillä on suuri vaikutus terveydenhuollon tuottavuuteen ja näin ollen myös kustannuksiin. Biomateriaalien käyttö ihmisen varaosina esimerkiksi taas vähentää lisäleikkauksien tarvetta. (Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2012, s. 32–34; Alkio 2012, s. 9.)

⁵ Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2009, s.23–24; Eloranta ja muut 2010, s. 5.

⁶ Niskanen & Niskanen 2007, s. 9.

⁷ Mähönen & Villa 2006 II, s. 44.

liiketoiminnasta kertynyttä voittoa, joka on jätetty yhtiön omaan käyttöön. Yritykseen tehtävät sijoitukset, eli pääomarahoitukset, voidaan jakaa oman ja vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen.⁸

1.3 Tutkimusongelma, tutkimuksen rajausta ja tutkimusmetodi

Yksi bioteknologiayritysten keskeisimmistä ongelmista, ja alan kasvun merkittävä hyllyttäjä on yritysten toiminnan rahoittaminen ennen kuin ne onnistuvat kerryttämään tulorahoitusta ja rahoittamaan sillä toimintaansa⁹. Reaaliprosessin viive onkin bioteknologi-
an toimialalla hyvin merkittävä. Voidaan sanoa, että bioala poikkeaa jopa muista innovatiivisista teollisuudenaloista siksi, että se edellyttää ajallisesti ja määrällisesti merkittävämpiä taloudellisia panostuksia kuin muut innovatiiviset alat. Erityisesti kehitysprojektien pitkä kesto ja epävarmuus sekä vakuuksien puute tietämyksen ollessa alan yritysten keskeisintä omaisuutta leimaavat vahvasti alan yritysten rahoituksen hankintaa. Biotekniikan perustuminen eläviin eliöihin ja niiden osiin tuo tuotekehitysprojekteihin paljon epävarmuutta erityisesti siitä syystä, että elimistön toimintoja ohjaavan DNA:n toiminta on vielä suurelta osin tuntematonta. Tämän vuoksi tuotekehitystyö on alalla hidasta; se vaatii loputtomasti testausta ja kehitteillä olevan tuotteen muokkausta. Nämä piirteet tulevat selvimmiksi esiin bioalan yrityksistä terveyden bioalan yritysten kohdalla.¹⁰ Viime vuosina huono taloudellinen tilanne on edelleen vaikeuttanut yritysten rahoituksen hankintaa muun muassa siksi, että sijoittajat ovat siirtäneet varojaan matalariskisempiin kohteisiin. Sijoittajilla on myös kiinni paljon varallisuutta sijoituksissa, joiden arvo ei ole noussut toivotusti, ja joista he eivät ole näin ollen halukkaita siirtämään pääomiaan muualle.¹¹

Bioteknologiayritykset ovat siis huomattavan riippuvaisia pääomarahoituksesta merkittävästä reaaliprosessin ja tulorahoituksen kertymisen viiveestä johtuen. Ne eivät pysty kehittymään kannattaviksi yrityksiksi ilman merkittäviä pääomapanostuksia. Tutkimuksen tarkoituksena onkin tarkastella niitä pääomarahoitusvaihtoehtoja, joita biotek-

⁸ Mähönen & Villa 2006 II, s. 45.

⁹ Hine & Kapeleris 2006, s.20; Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2009, s.23–24. Neljä keskeisintä tekijää, joiden on katsottu määrittävän bioteknologiayritysten menestystä, ovat 1) rahoituksen, kuten riskirahoituksen ja valtion tukien saatavuus, 2) tieteellisen tutkimuksen läsnäolo ja mahdollisuus hyödyntää sen tuloksia, 3) yritysten kyky houkuttaa osaavia henkilöitä sekä 4) yritysten toimintaa tukeva lainsäädäntö. (OECD 2011, s. 84.)

¹⁰ Hine & Kapeleris 2006, s. 19–20; Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2009, s. 23–24.

¹¹ Von Krogh ja muut 2012, s. 911–915.

nologiayrityksillä on liiketoimintansa rahoittamiseen erityisesti oikeudellisesta näkökulmasta. Bioalan yritykset ovat lähes poikkeuksetta osakeyhtiömuotoisia¹², joten tutkielma rajataan koskemaan ainoastaan tätä yhtiömuotoa.

Aihetta tarkastellaan oikeusdogmaattisen eli lainopillisen metodin kautta. Se rakentuu voimassa olevien oikeuslähteiden varaan, ja sen keskiössä on voimassa olevan lain sisältö tutkittavassa kysymyksessä ottaen huomioon eri lähteiden etusija- ja käyttöjärjestyssäännöt. Lainopin tehtävänä on tutkimuskohteeseen liittyvän voimassa olevan oikeuden sisällön selvittäminen sekä jäsentäminen eli systematisointi. Systematisointi auttaa löytämään oikeat säännökset tutustuttaessa oikeusjärjestyksen sisältöön.¹³ Koska tutkimuskysymys sijoittuu kuitenkin useille oikeuden alueille, oikeusdogmaattinen metodi ei tarjoa riittävästi edellytyksiä kokonaisuuden hahmottamiselle. Kysymyksen tarkastelua voidaan laajentaa käyttämällä oikeusdogmaattisen näkökulman rinnalla ongelmakeskeistä näkökulmaa. Ongelmakeskeinen lainoppi pyrkii systematisoimaan koko oikeusjärjestystä, ei vain jotain sen osa-aluetta, tutkimuskysymyksen suhteen.¹⁴

1.4 Tutkimuksen rakenne ja lähteet

Tutkielma käsittää johdannon sekä yhteenveto- ja päätelmäkappaleen lisäksi kolme varsinaista tekstikappaletta. Tutkielman ensimmäinen varsinainen kappale käsittelee bioteknologia-alan erityispiirteitä. Kappaleen aluksi käydään läpi bioalan tuotteen kehityskaarta esimerkkien avulla, jotta alan erityispiirteet konkretisoituisivat. Alan tuotteiden markkinoille tuontia säätelevät EU:ssa *EU-direktiivit*, ja näitä onkin käytetty osion lähdemateriaalina. Immateriaalioikeudet ovat alan yritysten keskeisintä omaisuutta, ja näin ollen niillä on usein ratkaiseva asema, kun sijoittajat tekevät sijoituspäätöksiään alan yrityksiin. Immateriaalioikeuksia ja erityisesti patenteja käsitelläänkin tutkielmassa melko laajasti. Tässä keskeisiä lähteitä ovat *patenttilaki (15.12.1967/550)*, sen taustalla vaikuttavat *kansainväliset sopimukset immateriaalioikeuksista*, sekä näitä systematisoiva Oeschin ja Pihlajamaan teos *Patenttioikeus*. Kappaleen lopuksi käsitellään due diligence -prosessia erityisesti bioalan yrityksessä. Keskeisinä lähteinä on käytetty Laurialan artikkelia *Due diligence in high-tech M&A's* ja Meilmanin ja muiden artikkelia *Due diligence in transactions involving intellectual property*.

Seuraavassa kappaleessa tarkastellaan osakeyhtiön keskeisiä piirteitä sekä eri rahoitusmuotoja ja näiden rahoitusmuotojen asemaa maksunsaantijärjestyksessä. Jotta sijoit-

¹² Suomalaisia bioteknologiayrityksiä 2013.

¹³ Husa ja muut 2010, s. 20–21.

¹⁴ Kangas 1997, s. 94.

tajan aseman osakeyhtiössä voisi käsittää kunnolla, tutkielmassa on tarpeen tarkastella myös osakeyhtiön eri eturyhmien välisiä intressiristiriitoja ja niihin liittyvää sääntelyä. Sijoittajat voivat haluta sääntelyn tarjoaman suojan lisäksi sijoitukselleen edelleen lisäsuojaa, ja tämä voidaan toteuttaa erilaisin sopimusehdoin. Eräitä yleisiä rahoitussuhteissa käytettäviä sopimusehtoja tarkastellaan tämän kappaleen lopuksi. Kappaleen taustalla vaikuttavat vahvimmin *osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)* ja *hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005)*. Kappaleen lähteenä on käytetty myös useita näitä virallislähteitä systematisoivia kirjallisia teoksia. Osakeyhtiön olemusta ja rahoitusrakenteita on tarkasteltu esimerkiksi Bergströmin ja Samuelsonin teoksen *Aktiebolagets grundproblem*, Villan ja Mähösen teoksen *Osakeyhtiö II Pääomarakenne ja rahoitus* ja Kyläkallion, Irolan ja Kyläkallion teoksen *Osakeyhtiö* avulla.

Viimeinen varsinainen tekstikappale keskittyy bioteknologiayritysten rahoitusvaihtoehtojen tarkasteluun. Pohdittavia seikkoja ovat muun muassa se, miksi tiettyä rahoitusmuotoa käytetään alalla, ja mitkä ovat niin sijoittajan kuin kohdeyrityksenkin oikeudet ja velvollisuudet rahoitussuhteessa rahoitusvälineittäin. Kappaleessa keskitytään erityisesti välipääomarahoitukseen, pääomasijoittajien tarjoamaan rahoitukseen ja julkisiin rahoitusmuotoihin. Eri rahoitusvaihtoehtoja tarkasteltaessa on käytetty useita eri lähteitä, mutta esille voidaan nostaa esimerkiksi erilaisia rahoitusinstrumentteja laajasti käsittelevä Laurialan teos *Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*, välipääomarahoitusinstrumentteihin keskittyvä Lautjärven artikkeli *Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona* sekä pääomasijoittamiseen keskittyvä Hidénin ja Tähtisen teos *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Kappaleen osiossa, joka käsittelee yritysten samaa julkista rahoitusta, lähteenä on käytetty muun muassa *Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (2012/C, 326/01) kilpailunrajoituslauseketta* sekä niitä erityissäännöksiä, jotka käsittelevät rahoitusta tarjoavien julkisten tahojen toimintaa. Kappaleessa käytettyjen virallislähteiden kokonaisuutena vähyyttä selittää muun muassa se, että osakeyhtiölaki jättää monet osakeyhtiön rahoitusvälineitä koskevat seikat rahoitustapahtuman osapuolten sovittaviksi.

2 BIOTEKNOLOGIA-ALAN ERITYISPIIRTEITÄ

2.1 Ideasta tuotteeksi

Kun kehitetään uutta tuotetta tai tekniikka, kehitysprosessi on aina haasteellinen. Tuote tulee saada teknisesti toimivaksi, mutta on myös varmistuttava siitä, että kun tuote saadaan vihdoin markkinoille, sille riittää kysyntää. Monien mahdollisten tuoteideoiden joukosta on valittava ne, joista on mahdollista kehittää teknisesti toimiva ja kaupallisesti menestyvä tuote.¹⁵ Erityisesti kun kysymyksessä on ihmisen terveyteen liittyvä sovellus, tuotteen tulevan toimivuuden ja kaupallisen menestyksen arviointi saattaa olla hyvinkin haasteellista. Tuotekehitysprosessin alkuvaiheessa on esimerkiksi lääkkeiden kohdalla mahdotonta tietää, miten aine reagoi elimistössä, ja onko sillä mahdollista hoitaa haluttua sairautta. Biologisten komponenttien toiminnasta, ja erityisesti niiden yhteistoiminnasta on mahdotonta saada todisteita ennen laajaa testausta.¹⁶

Esimerkiksi lääkkeen kehitystyö on vaiheittainen prosessi, ja vaiheesta seuraavaan siirrytään, mikäli lääkkeen todetaan olevan turvallinen ja tehokas halutun sairauden hoidossa (Kuvio 1). Lääkkeen tehoa ja turvallisuutta tutkitaan kehitysprosessin aikana intensiivisesti, ja tutkittavien koehenkilöiden lukumäärä kasvaa prosessin edetessä alkuvaiheen kymmenistä henkilöistä loppuvaiheen tuhansiin henkilöihin. Kokonaisuudessaan lääkkeen matka markkinoilla olevaksi tuotteeksi kestää yli kymmenen vuotta. Kuitenkin, koska erilaisten molekyylien, toisin sanoen mahdollisten tulevien lääkkeiden toiminta elimistössä on arvaamatonta, suurin osa kehitystyön alkuvaiheessa lupaavilta vaikuttavista lääkkeistä ei ikinä päädy markkinoille.¹⁷

¹⁵ Trott 2005, s. 297–298. Tämän haasteellisuudesta voidaan mainita esimerkkinä Phizerin Viagra jossa käytettävä lääkeaine kehitettiin alun perin rinnanahdistuksen hoitoon. Kun lääkkeelle suoritettiin klinisiä kokeita, havaittiin kuitenkin, että ainetta ei voitukaan käyttää sen alkuperäiseen tarkoitukseen. Sattumalta kuitenkin tuli ilmi, että sitä voitaisiin mahdollisesti käyttää erektiolääkkeenä. Kehitystyötä ei kuitenkaan meinattu alun perin jatkaa, sillä ensinnäkin yleisesti kuviteltiin, että erektio-ongelmia ei pystytä hoitamaan lääkkeillä. Toiseksi oltiin sitä mieltä, että vaikka lääke onnistuttaisiinkin kehittämään, sillä ei olisi mahdollisuuksia kaupalliseen menestykseen. (Trott 2005, s. 298.)

¹⁶ Trott 2005, s. 297–298.

¹⁷ Bergeron & Chan 2004, s. 11–14.

| Prekliininen vaihe | Kliininen vaihe I | Kliininen vaihe II | Kliininen vaihe III | Kliininen vaihe IV |
|---|---|---|---|---------------------------------|
| Uusia lääkkeitä tuotetaan ja testataan ihmiselimistön ulkopuolella. | Lääkkeen turvallisuutta ja oikeaa annostusta tutkitaan muutamilla kymmenillä henkilöillä. | Lääkkeen tehoa ja haittavaikutuksia tutkitaan muutamilla sadoilla henkilöillä, joilla on sairaus, johon lääke on tarkoitettu. | Lääkkeen teho varmistetaan, ja pitkäaikaisia haittavaikutuksia tutkitaan tuhansilla henkilöillä, joilla on sairaus, johon lääke on tarkoitettu. Lääke tuodaan markkinoille. | Seuranta- ja jatkokehitysvaihe. |
| 3-6 vuotta | | 5-10 vuotta | | |

Kuvio 1. Lääkkeen kehityskaari. Lääkkeen kehitys jakautuu prekliiniseen eli ihmiselimistön ulkopuolella tapahtuvaan vaiheeseen, ja neljän kliiniseen vaiheeseen, joissa lääkkeen tehoa ja turvallisuutta testataan ihmiselimistössä. Lääke on mahdollista tuoda markkinoille kun se on todettu turvalliseksi ja tehokkaaksi.

Yhden lääkkeen kehityksen on arvioitu maksavan noin miljoona euroa. Kliiniset vaiheet I-III kattavat yli puolet lääkkeen kehityskustannuksista kliinisen vaiheen III kattaessa yksinään noin kolmasosan kokonaiskustannuksista. Kehitysprojektin suurimmat taloudelliset panostukset sijoittuvat siis prosessin loppuvaiheisiin.¹⁸ Tämä on positiivinen seikka, sillä tästä seuraa, että suurimmat pääomapanostukset joudutaan tekemään vasta siinä vaiheessa, kun valmisteen tehosta ja turvallisuudesta on jo kerätty jonkin verran tietoa.

¹⁸ Bergeron & Chan 2004, s. 11–14; EFPIA 2012, s. 6.

Lääkkeiden markkinoille tuloa säädellään kehittyneissä maissa tiukasti. Esimerkiksi EU:ssa mitään lääkettä ei saa jäsenvaltiossa saattaa markkinoille ilman jäsenvaltion viranomaisten tai Euroopan lääkeviraston myöntämää lupaa.¹⁹

Toisena esimerkkinä bioalan yritysten tuotteista ovat diagnostiset testit. Diagnostisilla testeillä voidaan esimerkiksi todeta jokin viruksen aiheuttama sairaus havaitsemalla virus vaikkapa verinäytteestä. Koska diagnostiset tuotteet eivät päädy ihmisten elimistöön, niiden kehitys tuotteeksi kestää vähemmän aikaa kuin lääkkeiden, kuitenkin noin 4-7 vuotta. Testin prototyyppi kehitellään ensin mahdollisimman lähelle sen kaupallista muotoa. Keskeisimpiä seikkoja ovat, kuinka alhaisia pitoisuuksia testillä etsittävää molekyyliä, eli esimerkiksi virusta, testillä voidaan havaita, ja kuinka spesifinen testi on juuri tämän tietyn molekyylin suhteen. Kun testi on todettu teknisesti toimivaksi, määritetään sen kliininen toimivuus suurella määrällä aineistoa, kuten verinäytteitä. Kun testi on todettu kliinisesti toimivaksi, voidaan sille hakea viranomaisilta myyntilupaa.²⁰

Edellä esitetyistä esimerkeistä käy ilmi, että bioteknologiayritysten on tehtävä mittavia panostuksia tutkimukseen ja kehitykseen, ja ala onkin yksi maailman tutkimusintensiivisimmistä aloista. Nämä panostukset ovat pitkäaikaisia ja vaativat suuria pääomia. Lääkekehityksen kohdalla on todennäköistä, että tulo-rahoitusta ei saada ainakaan kymmeneen vuoteen tuotekehitysprojektin aloittamisesta, ja diagnostiikkatuotteidenkin kohdalla tulo-rahoituksen syntymistä saadaan odottaa useita vuosia.²¹ Kuten johdannossa tuli ilmi, alalla tapahtuva kehitys on hyvin nopeaa. Kuitenkin, vaikka uutta tietämystä ja innovaatioita syntyy erittäin nopeasti, niin valmiin tuotteen aikaansaaminen on hyvin pitkä prosessi tässä kappaleessa esitellyistä syistä. Innovaatiokehitys alalla ei siis etene

¹⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi ihmisille tarkoitettuja lääkkeitä koskevista yhteisön säännöistä (2001/83/EY); Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi ihmisille tarkoitettuja lääkkeitä koskevista yhteisön säännöistä annetun direktiivin 2001/83/EY muuttamisesta (2004/27/EY). Direktiivien mukaan lääkkeen myyntilupaa koskevaan hakemukseen on liitettävä asiakirjat joista käyvät ilmi muun muassa lääkkeen käyttötarkoitus, vaikutukset ja haittavaikutukset, annostus, antotapa ja -reitti, lääkkeen aiheuttamat ympäristövaarat, valmistajan käyttämät tarkastusmenetelmät sekä kliinisten ja prekliinisten testien tulokset.

²⁰ Kurkela ja muut 2002, s. 6. Diagnostiikkatuotteiden markkinoille tuloa EU-alueella säätelee direktiivi *in vitro*-diagnostiikkaan tarkoitetuista lääkinnällisistä laitteista (98/79/EY). Direktiivissä määritellään mitä vaatimuksia, erityisesti laatuvaatimuksia laitteiden on täytettävä. Laitteet jaotellaan direktiivissä kahteen luokkaan sen mukaan, kuinka olennainen niiden virheetön toiminta on testattavan henkilön terveydelle. Esimerkiksi laitetta, jolla voidaan havaita HIV-infektio, säädellään tiukemmin kuin laitetta joka on tarkoitettu verensokerin mittaukseen.

²¹ Kurkela ja muut 2002, s. 5, 11.

tasaisesti, vaan liikkuu eteenpäin sykäyksittäin. Tämä epälineaarinen kehitys lisää entisestään alan epävarmuutta.²²

2.2 Patentointi

2.2.1 *Patentoitavuus ja patentin voimassaolo*

Keksinnön tekijällä on oikeus saada keksinnölleen patentti, jonka ansioista hänellä on lakimääräinen, aikaan sidottu yksinoikeus keksintönsä hyödyntämiseen. Tämä rohkaisee keksintöjen tekemiseen ja niiden hyödyntämiseen. Toisaalta patenttioikeuden tarkoituksena on myös edesauttaa yhteiskunnan taloudellista ja teollista kehitystä. Jotta keksinnölle voitaisiin myöntää patentti, täytyy siitä antaa julkisuuteen täsmällinen ja oikea kuva. Näiden annettujen tietojen pohjalta keksintöä voidaan kehittää edelleen, jolloin voidaan saada aikaan entistä parempia ja kilpailukykyisempiä tuotteita. Näin vältetään tuhlaamasta resursseja useaan kertaan samaan tarkoitukseen.²³

Patentointijärjestelmiä on erotettavissa kaksi erilaista pääjärjestelmää, angloamerikkalainen järjestelmä ja Suomessakin noudatettava romaanis-germaaninen järjestelmä. Angloamerikkalaisessa järjestelmässä patentti voidaan myöntää vain ensimmäiselle todelliselle keksijälle (”the first and true inventor”), kun taas romaanis-germaanisen ajattelutavan mukaan patentti myönnetään sille, joka ensimmäisenä julkistaa keksinnön hakemalla sille patenttia.²⁴ Romaanis-germaanisessa järjestelmässä keksinnön julkitulo ennen patenttihakemuksen jättämistä on este patentoinnille. Angloamerikkalaisessa järjestelmässä taas keksijän itsensä toimesta tapahtuva keksinnön julkistaminen ei estä keksinnön myöhempää patentointia tiettyjen olosuhteiden vallitessa.²⁵

PatL 1 luvun 1 §:n mukaan mihin tahansa tekniikan alaan liittyvään keksintöön, jota voidaan käyttää teollisesti hyväksi, voidaan myöntää patentti. Keksinnöksi ei katsota pelkästään 1) löytöä, tieteellistä teoriaa tai matemaattista menetelmää, 2) taiteellista luomusta, 3) suunnitelmaa, sääntöä tai menetelmää, älyllistä toimintaa, peliä tai liiketoimintaa varten taikka tietokoneohjelmaa; eikä 4) tietojen esittämistä. Jotta patentti voidaan myöntää, tulee keksinnön olla mukaan olla uusi siihen verrattuna, mikä on tullut tunnetuksi ennen patenttihakemuksen tekemispäivää, ja lisäksi olennaisesti erota

²² OECD 2011, s. 87.

²³ Saarnilehto 1998, s. 32–33; Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 23–25, 39–41.

²⁴ Haarman 2006, s. 121–122; Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 28–29.

²⁵ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 29.

siitä (PatL 1. luku 2 § 1.momentti). Keksinnön, jolle patenttia haetaan, pitää myös olla toisinnettavissa, sillä mitään ainutkertaista tapahtumaa ei voida pitää keksintönä. Näin ollen siis esimerkiksi äkilliset ja ainutkertaiset luonnonilmiöt on suljettu patentoitavuuden ulkopuolelle.²⁶ Patentin haltijan yksinoikeus keksintöön määritellään PatL 1 luvun 3 §:ssä negatiivisen ilmaisun kautta; kukaan muu kuin patentinhaltija ei saa käyttää keksintöä hyväkseen ilman patentinhaltijan lupaa säännöksessä mainitulla tavalla²⁷. Tämä johtuu siitä, että lainsäätäjät ei ole voinut taata patentinhaltijalle oikeutta keksinnön hyödyntämiseen esimerkiksi mahdollisten lupien takia, joita viranomaiset vaatii tuotteen käyttämiseksi. Yksinoikeus ei kuitenkaan rajoita PatL 1 luvun 3 § mukaan keksinnön sellaista hyväksikäyttöä, joka ei tapahdu ammattimaisesti.

Patenttia haetaan patenttihakemuksella, jonka keskeisin sisältö ovat patenttivaatimukset. Patenttivaatimuksista ilmenee se, mitä patentilla halutaan suojata (PatL 2 luku 8§) ja ne myös määrittelevät suojan laajuuden (PatL 4 luku 39 §). Erityisesti bioteknisten keksintöjen kohdalla patenttivaatimukset saattavat olla melko laajoja ja niiden tulkinta vaatii perehtyneisyyttä alaan²⁸.

Myönnetty patentti voidaan pitää voimassa, kunnes 20 vuotta on kulunut patenttihakemuksen tekemispäivästä (PatL 4 luku 40 § 1 momentti). Sama aikaraja on myös kansainvälisesti käytössä (EPC artikla 63, kohta 1; TRIPS artikla 33). Kun keksinnön kohteena on lääke- tai kasvinsuojeluaine, suoja-aikaa on hakemuksesta mahdollista esimerkiksi EU:n alueella pidentää viidellä vuodella. Tämän tarkoituksena on tasata näiden tuotteiden kohdalla ilmeneviä ongelmia patentointiprosessin hitaudessa. Sen lisäksi, että patenttihakemusten käsittely kestää lääke- ja kasvinsuojeluaineiden kohdalla usein hyvin pitkään, näiden aineiden käyttöönotto vaatii lisäksi vielä viranomaisten hyväksynnän. Voi siis olla, että patentin suoja-aikaa on kulunut hyvinkin paljon ennen tuotteen

²⁶ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 73.

²⁷ Keksintöä ei saa käyttää hyväksi 1) valmistamalla, tarjoamalla, saattamalla vaihdantaan tai käyttämällä patentoitua tuotetta tai tuomalla maahan tai pitämällä hallussaan tällaista tuotetta, 2) käyttämällä patentoitua menetelmää tai, jos hän tietää tai jos olosuhteiden perusteella on ilmeistä, ettei menetelmää saa käyttää ilman patentinhaltijan lupaa, tarjoamalla tällaista menetelmää käytettäväksi tässä maassa, eikä 3) tarjoamalla, saattamalla vaihdantaan tai käyttämällä patentilla suojatulla menetelmällä valmistettua tuotetta tai tuomalla maahan tai pitämällä hallussaan tällaista tuotetta edellä sanottua tarkoitusta varten (PatL 1 luku 3 § 1 momentti).

²⁸ Katso esimerkiksi US Patent 7838250, joka käsittää havainnointimenetelmän erälle proteiinille, jonka koholla oleva pitoisuus veressä voi olla merkki tapahtuneesta sydänkohtauksesta.

markkinoille saamista.²⁹ Patentista on suoritettava vuotuinen maksu (PatL 4 luku 40 § 2 momentti).

Kun patentti on myönnetty, kuka tahansa voi yhdeksän kuukauden kuluessa patentin myöntämisen kuuluttamisesta tehdä väitteen patentin myöntäneelle viranomaiselle patentin myöntämistä vastaan. Väitteen seurauksena patentti voidaan pitää voimassa sellaisenaan tai muutetussa muodossa tai se voidaan kumota. Patenttisuojaja voi lakata enenaikaisesti myös erityisen mitätöintikanteen seurauksena, joka on käytännössä lähes säännönmukainen loukkauskanteen seurauksena vastaajan puolesta tehty toimenpide. Mitätöinti tarkoittaa käytännössä sitä, ettei suojaoikeutta olisi pitänyt alunperinkään myöntää, ja näin ollen se vaikuttaa siten, kuin suojaoikeutta ei olisi alunperinkään myönnetty. Yksi ongelmista, joka patentin mitätöintiin liittyy, on mitätöinnin vaikutus ennen sitä myönnettyihin lisensseihin.³⁰

2.2.2 *Lisensointi*

Lisenssillä tarkoitetaan toiselle toimijalle annettua oikeutta käyttää keksintöä ammattimaisesti hyväksi (PatL 6 luku 43 §). Patenttilisenssillä patentin tuoma yksinoikeus siirretään toisen määräaikaiseen käyttöön. Lisenssi on tapana rajata tarkasti esimerkiksi rajoittamalla sitä maantieteellisesti ja ajallisesti sekä käyttötavan ja tekniikan mukaan. Lisenssinantajan päävelvollisuuksiin kuuluu luovuttaa lisenssinsaaajan käyttöön patentoitu keksintö ja erityinen know how teknisen koulutuksen ja tuen muodossa. Lisenssin-

²⁹ Asetus 1768/92 lääkkeiden lisäsuojatodistuksen aikaansaamisesta; asetus 1610/96 kasvinsuojeluaineiden lisäsuojatodistuksen käyttöön ottamisesta. On katsottu, että 20 vuoden suoja-aika saattaa olla riittävä tutkimukseen käytettävien investointien takaisinsaamiseksi, ja että tämä voi puolestaan estää tutkimustoiminnan kannalta riittävien varojen ylläpitämisen. Asetuksessa 1762/92 todetaan myös, että ”nykyinen tilanne on aiheuttamassa sellaisen vaaran, että jäsenvaltioissa sijaitsevat tutkimuskeskukset siirtyvät maihin (esimerkiksi Yhdysvallat ja Japani), jotka jo nyt tarjoavat paremman suojan”.

³⁰ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 140–141, s. 257–258. Patentin kumoamis- ja mitätöintiperusteet on mainittu Euroopan patenttisopimuksessa (EPC 138 artikla) ja ne on implementoitu Suomen patenttilakiin. Kumoamis- ja mitätöintiperusteet ovat PatL 25 ja 52 § mukaan seuraavat: 1) kysymyksessä ei ole keksintö, keksinnön kaupallinen hyödyntäminen on yleisen järjestyksen tai hyvien tapojen vastaista tai keksintö ei ole uusi 2) patentti tarkoittaa keksintöä, jota ei ole esitetty niin selvästi, että ammattimies voi sen perusteella käyttää keksintöä, 3) patentti käsittää sellaista, mikä ei ole ilmennyt hakemuksesta sitä tehtäessä tai 4) patenttisuojaja on laajennettu sen jälkeen kun 19 § 1. momentin mukainen ilmoitus patenttihakemuksen hyväksymisestä on annettu hakijalle.

saajan päävelvoitteena taas on erilaisten lisenssimaksujen maksaminen.³¹ Lisenssin saaja ei saa luovuttaa lisenssiä edelleen ilman patentinhaltijan lupaa (PatL 6 luku 43 §). Lisensoinnin kustannukset, joihin voidaan lukea esimerkiksi oikeudellinen ja tekninen apu lisenssisopimusta laadittaessa, sekä erilaiset hallinnolliset maksut, voivat nousta joskus hyvinkin korkeiksi. Tämä voi puoltaa muiden keinojen käyttämistä tekniikan saamiseksi käyttöön. Näitä muita keinoja voivat olla esimerkiksi yrityskauppa tai valmiiden tavaroiden myynti. Erityisesti verotusnäkökulmasta saattaa muodostua ratkaiseva tekijä eri vaihtoehtojen valitsemisen välillä. Kun liikutaan globaalissa tuotannossa, kansainvälisen elinkeinoverotuksen vaikutus voi olla hyvinkin merkittävä.³²

2.2.3 *Kansainväliset sopimukset*

Kansainvälistä patentointia on pyritty helpottamaan erilaisin sopimuksin. Merkittävimpiä sopimuksia ovat Pariisin yleissopimus, TRIPS, EPC ja PCT.³³

Vuonna 1883 solmittiin Pariisin yleissopimus (SopS, 5/1921) jonka tarkoituksena oli suojata henkisen työn tuloksia ja muun muassa lieventää eroavaisuuksia maiden patentointikäytäntöjen välillä. Sopimuksessa sovittiin kolmesta teollisoikeuksien peruseriaatteesta, jotka ovat patenttioikeudessa edelleen tärkeitä periaatteita.³⁴ Pariisin yleissopimuksen kansallisen kohtelun periaatteen mukaan sopimuksen jäsenvaltioiden tulee taata sopimuksen muiden jäsenvaltioiden kansalaisille samat oikeudet kuin oman maansa kansalaisille teollisen omaisuuden suojelussa. Vähimmäissuojan periaatteen mukaan sopimustekstin osoittama suoja on se suoja, joka sopimusvaltion on annettava toisen sopimusmaan kansalaiselle kulloinkin kysymyksessä olevissa asioissa. Konventioprioriteetin mukaan patentinhakija saa etuoikeuden jätettyään hakemuksen yhdessä sopimuksen jäsenvaltiossa hakea patenttia samalle keksinnölle toisiin sopimuksen jäsenvaltio-

³¹ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 173–181. Lisenssimaksut voivat olla kiinteitä perus- tai kertamaksuja, lisensoidun tuotteen myyntiin perustuvia rojalteja tai näiden maksujen yhdistelmiä. Lääketeollisuudessa tunnetaan myös niin kutsutut pakkolisenssit. Pakkolisenssi tarkoittaa tuomioistuimen antamaa lupaa käyttää patentoitua keksintöä muun kuin keksijän tai laillisen siirronsaajan, kuten lisenssinsaajan toimesta. Pakkolisenssi voidaan myöntää vain valtion tai yleisön etujen turvaamiseksi suhteessa patentinhaltijaan. Muun muassa WTO teki vuonna 2003 päätöksen, jonka mukaan kehittyvillä mailla on pakkolisenssisäännösten perusteella oikeus valmistaa ja tuoda maahan eräitä niin kutsuttuja rinnakkaislääkkeitä lisenssimaksuja maksamatta. (Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 34, 117–118, 128.)

³² Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 178–179.

³³ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 42–47.

³⁴ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 42.

hin tietyn määräajan kuluessa, mikä on 12 kuukautta. Pariisin sopimukseen kuuluu tällä hetkellä suurin osan maailman valtioista, yhteensä 175 valtiota³⁵.

TRIPS-sopimus solmittiin vuonna 1994 ja merkittävintä sopimuksessa lienee keksinnöille annettavaa minimisuoja koskevat määräykset ja immateriaalioikeuksien kansainvälisen suojan tehostaminen³⁶. Sopimuksen artikkelit 27–33 sisältävät patenteja koskevat säännökset.

Eurooppalainen patenttijärjestelmä astui voimaan vuonna 1978 EPC:n myötä. EPC on EU:sta riippumaton kansainvälinen sopimus ja Eurooppa-patentteja myöntävä EPO ei myöskään ole EU:n alainen elin. Sopimuksen voimassaoloaikana Euroopan patenttiovirastossa ja sen valituslautakunnissa on luotu paljon oikeuskäytäntöä.³⁷ Patenttihakemuksen käsittelyn jälkeen EPO toimittaa tiedon patentin myöntämisestä niiden maiden kansallisille patenttiviranomaisille, joihin patenttia haetaan. Patentti myös muuttuu joukoksi kansallisia patenteja, joiden tuleva kohtalo ja mitätöinnit riippuvat kansallisesta lainsäädännöstä.³⁸ Euroopassa on kuitenkin tapahtumassa merkittävää yhtenäistymistä patentoinnin alueella, kun niin kutsuttu EU-patentti saadaan todennäköisesti viimein lähivuosina käyttöön. EU-patentin myöntämisestä tullaan päättämään keskitetysti ja patentti tulee näin ollen tämän keskitetyn myöntämisen jälkeen voimaan kaikissa jäsenmaissa. EU-patentteja koskevat riita-asiat tuillaan käsittelemään eurooppalaisessa patenttitoimistossa.³⁹

Neljänteen merkittävään sopimukseen, PCT:hen voivat liittyä Pariisin sopimuksen allekirjoittaneet valtiot. Järjestelmä mahdollistaa patentin hakemisen kaikkiin jäsenvaltioihin yhdellä hakemuksella, mutta tuloksena ei kuitenkaan ole kansainvälinen patentti vaan joukko kansallisia patenteja.⁴⁰ PCT-järjestelmässä EPC on alueellinen patenttisopimus, ja Eurooppa-patenttia voidaan hakea myös PCT-järjestelmän kautta, ja siten yhdistää nämä kaksi hakujärjestelmää⁴¹.

Huolimatta useista yrityksistä harmonisoida eri maiden patenttilakeja, lainsäädäntö poikkeaa edelleen huomattavasti maittain. Tämä hankaloittaa kansainvälisen patenttisuojan saamista keksinnöille muun muassa pidentämällä patentin saamisaikaa ja lisäämällä kustannuksia.⁴²

³⁵ Pariisin sopimuksen jäsenvaltiot 2013.

³⁶ Haarmann 2006, s. 18.

³⁷ Pihlajamaa 1997, s. 13, 34; Tritton ja muut 2008, s. 61.

³⁸ Pihlajamaa 1997, s. 74–75; Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 152.

³⁹ Eurooppatiedotus 2013.

⁴⁰ Patent cooperation treaty ("PCT") (1970); Kansainvälinen patenttihakemus (PCT-hakemus).

⁴¹ Oesch & Pihlajamaa 2008, s. 158.

⁴² Straus & Klunker 2007.

2.2.4 Erityisesti bioteknologiaan liittyviä seikkoja

PatL 1 luvun 1 §:n ja EPC:n R.27 b-kohdan mukaan patentti voidaan myöntää keksintöön myös silloin, kun sen kohteena on biologisesta materiaalista koostuva tai biologista materiaalia sisältävä tuote tai menetelmä, jonka avulla voidaan valmistaa, muokata tai käyttää biologista materiaalia. Luonnollisesta ympäristöstään eristetty tai teknisen menetelmän avulla tuotettu biologinen materiaali voi olla keksinnön kohteena, vaikka sitä esiintyisi luonnossa. On korostettu, että materiaalissa tulee olla juuri keksinnön seurauksena tiettyjä piirteitä, jotka oikeuttavat patentoinnin. Biologisella materiaalilla tarkoitetaan tässä materiaalia, joka sisältää geneettistä tietoa ja pystyy itse lisääntymään tai jota voidaan lisätä biologisessa järjestelmässä. Patentoinnin yleisten vaatimusten vuoksi esimerkiksi pelkkä geenisekvenssin eristäminen ei ole patentoitavissa, vaan sekvenssin tulee olla myös teollisesti hyödynnettävissä⁴³.

PatL 1 b §:n mukaan patenttia ei voida myöntää keksinnölle, jonka kaupallinen hyödyntäminen on yleisen järjestyksen tai hyvien tapojen vastaista. Patentoitavuutta ei voida näiden kohtien perusteella estää ainoastaan sen perusteella, että keksintö on vasten maan lakeja tai asetuksia. PatL 1 b §:n ja EPC:n R. 28 mukaan sovellettaessa edellistä kohtaa erityisesti patentoitavissa eivät ole 1) ihmisten kloonauksen menetelmät, 2) menetelmät, joilla muutetaan ihmisten sukusolujen geneettistä identiteettiä, 3) ihmisalkioiden käyttö teollisiin ja kaupallisiin tarkoituksiin ja 4) menetelmät, joilla muutetaan eläinten geneettistä identiteettiä ja jotka todennäköisesti aiheuttavat eläimille kärsimyksiä ilman, että niistä on merkittävää lääketieteellistä hyötyä ihmiselle tai eläimelle, sekä tällaisilla menetelmillä tuotetut eläimet.

Bioteknologia-alan toimijat tuottavat paljon haastavia ja hyvin teknisiä patenttihakemuksia. Teknisen ulottuvuuden lisäksi huomioon tulee ottaa muun muassa myös mahdollinen yleisen järjestyksen ja hyvien tapojen vastaisuus. Toistaiseksi patenttihakemusten hidas käsittely ja hakuprosessin ruuhkautuminen ei ole vielä aiheuttanut ongelmia. On kuitenkin havaittavissa, että patenttien käsittelyjärjestelmät saattavat alkaa pikkuhiljaa jäädä jälkeen alan kehityksen vauhdista. Patenttien ja alan toimijoiden määrä kasvaa jatkuvasti, jolloin hakemusten käsittelyyn tarvitaan koko ajan enemmän resursseja.⁴⁴

Patenttien omistajuudella voi olla hyvin keskeinen merkitys kun sijoittajat tekevät sijoituspäätöksiään. Uusien, korkean teknologian yritysten voi olla vaikeaa etsiä ulkoista rahoitusta muun muassa koska niiltä puuttuvat nuoren ikänsä vuoksi todisteet taloudellisesta potentiaalistaan. Patenttien omistajuus saattaakin toimia signaalina yrityksen posi-

⁴³ Salokannel 2006, s. 8–9.

⁴⁴ OECD 2011, s. 89–90.

tiivisesta kaupallisesta tulevaisuudesta. Koska patenti takaa tietyin rajoituksin monopolin tekniikan kaupalliseen hyödyntämiseen, sijoittajat voivat yhtiöön sijoittaessaan myös tosiasiassa sijoittaa vain näihin oikeuksiin, käyttäen oikeudet omistavia yrityksiä vain välikappaleina. Ainakin yhdysvaltalaisen bioalan yritysten kohdalla on saatu sen suuntaisia tuloksia, että erityisesti laadukkaiden, vireillä olevien patenttihakemusten määrän kasvu vaikuttaa positiivisesti erityisesti ensimmäisellä rahoituskerroksella kerättävän rahoituksen määrään. Vireillä olevien patenttihakemusten arvostus myönnettyjen patenttien yli saattaa johtua niiden tarjoamista avoimista mahdollisuuksista. Sitä mukaa kun yritykselle tulee ikää, ja informaatioepäsymmetria sijoittajien ja yritysten välillä vähenee, myös patenttien merkitys rahoituksen hankinnassa vähenee huomattavasti.⁴⁵

2.3 Due diligence – kohdeyhtiön tarkastus

Due diligence tarkoittaa tarkastusta, joka tehdään kohdeyhtiölle suoritettaessa tiettyjä liiketoimia. Kohdeyhtiö, tai toisin sanoen liiketoimen vastapuoli, on oleellista tarkastaa muun muassa ennen fuusiota, yritysostoa, lisensointia ja listautumista sekä ennen yritykseen sijoittamista. Due diligence on prosessi, jonka aikana kerätään tietoa ja arvioidaan liiketoimen etuja, ongelmia ja riskejä. Sekä kohdeyhtiön strateginen, että operatiivinen liiketoiminta ovat laajan tarkastelun alaisina.⁴⁶

Erytyisesti, kun liiketoimi kohdistuu ennalta tuntemattomaan yritykseen, tietoa tulisi kerätä laajasti yrityksen historiasta, nykytilasta ja tulevaisuudesta, yrityksen sisäisestä tilanteesta, yrityksen liiketoimintaympäristöstä sekä yrityksen kumppaneista ja taloudellisesta tilanteesta.⁴⁷ Bioalan yrityksen kumppaneita voivat olla esimerkiksi jakelijat, alihankkijat, tahot joilta on hankittu lisenssejä ja tahot joille on myönnetty lisenssejä, akateemiset yhteistyökumppanit ja kliiniset tutkimuslaitokset. Yhtiön taloudellisen tilanteen osalta tulisi selvittää muun muassa yhtiön lainat ja leasing-sopimukset, takaukset, vuokrasopimukset sekä aineellinen että aineeton omaisuus.⁴⁸

Due diligencen suorittamiselle ei voi antaa yhtä oikeaa kaavaa, sillä arvioitavat seikat riippuvat aina kyseessä olevasta liiketoimintatapahtumasta, toimialasta ja loppujen lopuksi yksittäisen yrityksen erityispiirteistä. Kun kysymyksessä on bioteknologiayritys, tarkastuksen yksi merkittävimmistä kohteista tulisi olla yrityksen immateriaalioikeudet, ovathan nämä oikeudet usein alan yritysten keskeisintä omaisuutta. Myös immateriaali-

⁴⁵ Hoenen 2012, s. 1–29.

⁴⁶ Lauriala 2006, s. 3; Meilman ja muut 2012, s. 7.

⁴⁷ Lauriala 2006, s. 4.

⁴⁸ Austin 2008, s. 136–139; Lauriala 2008, s. 4.

oikeuksia arvioitaessa on otettava huomioon yrityskohtaiset tekijät. Bioteknologia-alan yritysten keskeisiin immateriaalioikeuksiin kuuluvat patentit ja liikesalaisuudet.⁴⁹

Tehtäessä Due diligence -arviointia yrityksen immateriaalioikeuksille, informaatiota yritetään yleensä kerätä seuraavista seikoista⁵⁰:

- *Mitä immateriaalioikeuksia yrityksellä on hallussaan ja liittyykö näiden oikeuksien omistukseen epäselvyyksiä?*
- *Mikä on immateriaalioikeuksien taloudellinen ja strateginen arvo?*
- *Loukkaako yritys mahdollisesti muiden immateriaalioikeuksia?*
- *Miten muiden valtioiden lait vaikuttavat immateriaalioikeuksiin?*

Tarkastusta tekevän tahon tulisi kerätä kattavasti tietoa sijoituspäätöksen kannalta merkittävistä immateriaalioikeuksista, erityisesti patenteista, muun muassa sen varmistamiseksi, että kohdeyhtiö todellisuudessa omistaa hallussa pitämänsä immateriaalioikeudet⁵¹. Jotta patenttien omistajuuden ja voimassaolon suhteen välttyttäisiin epäselvyyksiltä, tulee esimerkiksi tarkastaa, että yrityksen hallussa on patentin omistajuudesta kertova dokumentoitu omistusketju, joka lähtee keksijästä ja päättyy mahdollisten välikäsien kautta yritykseen. Immateriaalioikeuksien taloudellista ja strategista arvoa määritettäessä tulisi arvioida patentin tuoman yksinoikeuden teknistä ja maantieteellistä laajuutta ja mahdollisia lisensointimahdollisuuksia. Patenttivaateita on taas tarkasteltava sen varalta, että kilpailijat löytävät niistä sellaisia heikkouksia, jotka saattavat johtaa patentin mitätöintiin. Jotta mahdolliset muihin yrityksiin kohdistuvat immateriaalioikeuksien loukkaukset voitaisiin jäljittää, avaintuotteiden tekniset tiedot, kemiallinen kaava ja lääkinnällinen käyttötarkoitus tulisi selvittää. Erityisesti tuotteet, jotka eivät vielä ole markkinoilla, ovat tässä suhteessa erityisen riskialttiita. Johtuen muun muassa patentointijärjestelmän kansainvälisestä monimutkaisuudesta, on kansainvälisen ulottuvuuden pitäminen mielessä patenttien tapauksessa yksi keskeisimmistä seikoista. Bioteknologian alalla on otettava huomioon myös se seikka, että yleisen järjestyksen ja hyvien tapojen vastaisuus on vahvasti kulttuurisidonnainen käsite. Esimerkiksi Yhdysvallat on perinteisesti ollut sallivampi kuin monet muut maat sellaisten keksintöjen patentoinnin suhteen jotka käsittelevät elollisia olentoja. Tästä johtuen esimerkiksi lisenssi, joka on täytöntöönpanokel-

⁴⁹ Meilman ja muut 2012, s. 7.

⁵⁰ Lauriala 2006, s. 5–6.

⁵¹ Lauriala 2006, s. 7. Yksittäisiä seikkoja, joita yhtiön sijoittamista arvioivan tahon tulisi saada patenttien osalta haltuunsa ovat muun muassa patenttien numerot, patenttikohtaiset patenttivaateet ja vaateiden suhteet toisiinsa, patenttien vastaiset väitteet, patenttien voimaantulo- ja umpeutumispäivät sekä sisään- ja uloslisensointisopimukset (Austin 2008, s. 135–136).

poinen Yhdysvalloissa, ei välttämättä ole tätä jossain toisessa maassa.⁵² Mikäli ongelmat immateriaalioikeuksien kanssa havaitaan ajoissa, ne on mahdollista korjata ennen aiotun liiketoimen suorittamista⁵³.

Mikäli yrityksen liikesalaisuuksia ei ole suojattu asianmukaisesti, voi tällä olla mittava vaikutus yrityksen tulevaisuuteen. Liikesalaisuuksien kohdalta tarkastusta tekevän tahon tulisi ensinnäkin selvittää mitä liikesalaisuuksia yrityksellä on, eli mitä asioita yritys pitää liikesalaisuuksinaan. Toiseksi tulee selvittää, onko tarvittavat salassapito- ja kilpailukieltosopimukset tehty. Myös liikesalaisuuksien niin kutsuttua fyysistä suojaa tulee arvioida esimerkiksi siltä kannalta, miten elektroninen data on suojattu. Selvittää tulee myös, onko kohdeyhtiötä vastaan tai kohdeyhtiön nostamia kanteita meneillään liikesalaisuuksien rikkomisesta.⁵⁴

Jos due diligence -prosessin tarkoituksena on yrityskauppaan valmistautuminen, molempien osapuolien on mietittävä osana tarkastusprosessia, mikä vaikutus kaupalla olisi niiden omistamiin immateriaalioikeuksiin. Jos kohdeyhtiöstä vain osa siirtyy toiselle osapuolelle, on kohdeyhtiön oltava tarkoin selvillä siitä, mitä immateriaalioikeuksia se omistaa edelleen kaupan jälkeen. Ostavan yhtiön on taas otettava huomioon esimerkiksi kohdeyhtiöltä sille siirtyvät uloslisensointisopimukset. Jos nämä lisenssit koskevat niin kutsuttuja portfoliopatentteja, on ostavan yhtiön huolehdittava, ettei se joudu kaupan jälkeen tilanteeseen, jossa sen on pakko lisensoida jokin oma, kyseiseen portfolioon kuuluva teknologiansa.⁵⁵

On mahdollista, että due diligence ei johda suunniteltuun liiketoimeen osapuolien välillä esimerkiksi siitä syystä, että tarkastuksen tulos ei miellytä tarkastavaa osapuolta. Voi myös olla, että tarkastava osapuoli muuttaa liiketoimintastrategiaansa tai jokin toinen yritys muodostuu tälle houkuttelevammaksi kohteeksi. Näitä tapauksia varten on huolehdittava, että esimerkiksi kohdeyrityksen immateriaalioikeuksista saatu strateginen tieto pysyy salaisena. Tämä voidaan suorittaa esimerkiksi salassapitosopimusten avulla. Sijoittajan kannattaa myös tarkoin harkita, kuinka laajalla osalla sen henkilöstöstä on pääsy tietoihin kohdeyrityksen liikesalaisuuksista. Tämä varautuminen on myös sijoittajan etujen mukaista, sillä oikein määritellyt salassapitovelvoitteet ja toimintamallit vähentävät tämän riskiä joutua erilaisten loukkaussyytteiden kohteeksi.⁵⁶,

⁵² Lauriala 2006, s. 7.

⁵³ Meilman ja muut 2012, s. 7.

⁵⁴ Schwartz 2003, s. 15–16; Meilman ja muut 2012, s. 14.

⁵⁵ Schwartz 2003, s. 10–11.

⁵⁶ Schwartz 2003, s. 2-3.

3 OSAKEYHTIÖSTÄ JA RAHOITUKSESTA

3.1 Osakeyhtiön yleiset periaatteet

Yritystä pidetään taloustieteissä tuotannon organisoimisen välineenä, joka mahdollistaa tehokkuusetujen saavuttamisen. Yritystoiminnassa on näin käsitettynä kysymys taloudellista hyötyä tavoittelevan toiminnan harjoittamisesta erityisen yhteenliittymän muodossa. Kehittynyt yhteiskunta tarjoaa yrityksille erilaisia organisoitumisen malleja sekä yleiset puitteet ja normit vaihdannan ja tuotannon harjoittamiseksi. Vaikka yrityksen organisoitumismuodolla ei sinänsä ole merkitystä yrityksen liiketoiminnan harjoittamiselle, ja se voidaan tavallaan nähdä vain apuvälineenä, on organisoitumismuodolla kuitenkin merkittäviä vaikutuksia yrityksen toimintaan. Valittu organisaatiomuoto määrittää muun muassa miten organisaation päätöksenteko tulee järjestää, mitkä ovat kunkin organisaation jäsenen vastuut, miten varoja voidaan hankkia ja jakaa, miten velkojien suoja järjestetään sekä miten informaatiota tulee jakaa organisaation jäsenten välillä ja organisaation ulkopuolelle.⁵⁷

Suomessa käytetyistä organisaatiomuodoista tai toisin sanoen yhtiömuodoista merkittävin on osakeyhtiö. Osakeyhtiömuotoisen yrityksen yleiset piirteet on määritetty osakeyhtiölain 1 luvussa. Keskeisten periaatteiden, jotka määrittävät osakeyhtiön toimintaa, on katsottu olevan seuraavat⁵⁸:

- *Oikeushenkilöllisyys*
- *Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu*
- *Johdon ja omistuksen erillisyyt*
- *Osakkeen vapaa luovutettavuus*
- *Enemmistöperiaate*
- *Yhdenvertaisuusperiaate*
- *Voitontuottamistarkoitus*

Osakeyhtiö on osakkeenomistajistaan erillinen oikeushenkilö, joka syntyy rekisteröimällä (OYL 1 luku 2 § 1 momentti). Tämä oikeushenkilöllisyys merkitsee sitä, että yhtiö

⁵⁷ Mähönen & Villa 2006 I, s. 171–172.

⁵⁸ Bergström & Samuelsson 2001, s. 61; Mähönen & Villa 2006 I, s. 29.

voi tehdä oikeustoimia omissa nimissään⁵⁹. Yhtiön oikeushenkilöllisyydestä seuraa myös osakkeenomistajien rajoitettu vastuu (OYL 1 luku 2 § 2 momentti). Osakkeenomistajat vastaavat lähtökohtaisesti henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista ainoastaan yhtiöön sijoittamansa pääoman verran. Tämä merkitsee sitä, ettei yhtiön velkoja, sopimuskumppani tai muukaan taho voi vaatia suoraan osakkaalta yhtiön velvoitteiden täyttämistä. Normaalitytapauksessa osakkeenomistajat eivät ole myöskään välillisesti vastuussa yhtiön velvoitteista niin, että he osakkeiden merkintähinnan lisäksi olisivat velvollisia sijoittamaan yhtiöön lisää pääomaa, jotta se selviäisi velvoitteistaan. On kuitenkin huomioitava, että vaikka henkilökohtaista vastuuta ei lähtökohtaisesti olekaan, erityisesti pienten yritysten kohdalla omistajat saattavat joutua ottamaan myös henkilökohtaista vastuuta yhtiön velvoitteista. Esimerkiksi luottolaitokset vaativat usein antamiensa luottojen täyttämisen vakuudeksi osakkailta henkilökohtaisia takauksia tai muita vakuuksia, jolloin osakkeenomistajat voivat joutua välittömään vastuuseen yhtiön velvoitteista.⁶⁰

Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu mahdollistaa myös yrityksen omistuksen ja johdon eriytymisen, sillä rajoitettu vastuu vähentää omistajan tarvetta valvoa yritysjohtoa. Omistajat voivat jättää yrityksen ammattijohton johdettavaksi ilman pelkoa siitä, että he menettäisivät yhtiön huonon taloudellisen menestyksen seurauksena enemmän kuin yhtiöön sijoittamansa pääoman verran. Pienissä yrityksissä omistus ja johto kuitenkin yleensä linkittyvät toisiinsa, sillä yrityksen merkittävimmät omistajat usein myös johtavat yritystä. Tällöin he sekä tekevät päätökset yrityksen toiminnasta että kantavat näistä päätöksistä viimesijaisen vastuun osakkeenomistajina.⁶¹

Osakkeen vapaan luovutettavuuden periaate merkitsee, että osake voidaan rajoituksetta luovuttaa ja hankkia, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1 luku 4 §). Enemmistöperiaate taas merkitsee sitä, että osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa, ja päätökset tehdään enemmistöperiaatteella, jollei laissa tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1 luku 6 §). Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä lähtökohtaisesti yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1 luku 7

⁵⁹ Oikeusjärjestyksen mukaan sitä jolla on, tai voi olla oikeuksia tai velvollisuuksia kutsutaan oikeussubjektiksi. Oikeussubjektina voi olla joko luonnollinen henkilö eli ihminen, tai oikeushenkilö, joka on oikeusjärjestyksen luoma henkilötyyppi. Oikeussubjektit voivat tehdä oikeustoimia. Oikeustoimilla voidaan muuttaa oikeudellista asemaa, hankkia oikeuksia tai sitoutua suoritusvelvolliseksi toisia oikeussubjekteja kohtaan. Oikeustoimet voidaan jakaa yksipuolisiin ja kaksipuolisiin oikeustoimiin eli sopimuksiin. Esimerkkinä ensin mainitusta voidaan mainita testamentti ja jälkimmäisestä kauppa. (Hoppu & Hoppu 2011, s. 31, 36, 49.)

⁶⁰ Kyläkallio ja muut 2002, s. 42.

⁶¹ Bergström & Samuelsson 2001, s. 79.

§). Osakkeenomistajat ovat siis lähtökohtaisesti keskenään yhdenvertaisessa asemassa. Voitontuottamistarkoitus taas merkitsee, että yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1 luku 5 §).

Osakeyhtiön keskeisistä periaatteista on järkevää määrätä lainsäädännössä, sillä näiden periaatteiden on katsottu olevan sellaisia, joista osapuolilla ei ole tarvetta sopia laista poiketen. Kun näistä seikoista on määrätty laissa, niiden sopimisesta ei myöskään aiheudu ylimääräisiä kustannuksia osapuolten välille. Osakeyhtiötä koskevan pakottavan lainsäädännön tehtävänä on katsottu olevan ennen kaikkea yhtiön oikeushenkilöllisyydestä seuraavan yhtiön omaisuuden erillisyyden ja osakkeenomistajan rajoitetun vastuun turvaaminen sekä osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen toteuttaminen. Lain pakottavia säännöksiä on sovellettava yleensä sellaisenaan, mutta tahdonvaltaisesta sääntelystä voidaan poiketa esimerkiksi yhtiöjärjestyksen tai osakassopimuksen määräyksellä. Tahdonvaltaisen sääntelyn tehtävä on tavallaan vain antaa osapuolille sopimus pohja, jotta nämä eivät joutuisi sopimaan kaikista yhtiötä koskevista seikoista erillisellä sopimuksella. Useista osakeyhtiölain säännöksistä ilmenee, että niistä voidaan sopia laista poiketen esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä. Tämä seikka ilmentää sitä, että osakeyhtiölaki korostaa sopimusvapautta, jolloin suurin painoarvo annetaan osapuolten tekemille valinnoille.⁶²

3.2 Yhtiöjärjestys

Yhtiötä perustettaessa on laadittava kirjallinen perustamissopimus (OYL 2 luku 1 § 1 momentti), johon on liitettävä OYL 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettu yhtiöjärjestys (OYL 2 luku 2 § 2 momentti). Yhtiöjärjestys on osakkeenomistajien välinen sopimus, jonka luonnetta on kuvattu yhtiön sisäiseksi säännöstöksi taikka laiksi. Vaikka osakkeenomistajat voivatkin yhtiöjärjestyksessä vapaasti määrätä yhtiön toiminnasta, ei yhtiöjärjestykseen kuitenkaan voida ottaa määräystä, joka on OYL:n pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen (OYL 1 luku 9 §). Yhtiöjärjestys velvoittaa yhtiön toimielimiä periaatteessa kuten lait ja muut viranomaisten säännökset ja päätökset, kunhan se ei ole ristiriidassa pakottavan lainsäädännön tai yhtiötä velvoittavien päätösten kanssa. Yhtiöjärjestys on rekisteröitävä kaupparekisteriin. Rekisteröinnin tehtävänä on varmistaa, että kaikkien yrityksen sidosryhmien on mahdollista tutustua yhtiöjärjestykseen ja näin saada tietoonsa kyseiseen yhtiöön liittyvät erityiset julkiset säännöt.⁶³ Kun yhtiöön liittyy uusi osakkeenomistaja, hänen katsotaan liittyvän yhtiösopimukseen ja hyväksyvän sen

⁶² Vahtera 2011, s. 87–93.

⁶³ Mähönen & Villa 2006 I, s. 162–163; Kyläkallio ja muut 2008, s. 156.

sisällön ostamalla yhtiön osakkeita. Osakkeenomistajilla ja muilla toimijoilla on luonnollisesti velvollisuus tuntea myös osakeyhtiölain ja muun yhtiöitä koskevan sääntelyn sisältö.⁶⁴

Yhtiöjärjestyksessä on mainittava yhtiön toiminimi, kotipaikkana oleva Suomen kunta sekä yhtiön toimiala (OYL 2 luku 3 § 1 momentti). Näiden pakollisten seikkojen lisäksi osakkeenomistajat voivat määrätä yhtiöjärjestyksessä vapaaehtoisesti myös muista yhtiötä koskevista seikoista. Vapaaehtoisten säännösten tehtävänä voi olla sopia toisin jostain OYL:n tahdonvaltaisesta säännöksestä tai sopia seikasta josta OYL:ssa ei ole varsinaisia säännöksiä. Yhtiöjärjestyksessä voikin olla käytännössä rajattomasti määräyksiä sellaisista seikoista, joihin ei ole otettu kantaa OYL:ssa. Erityisesti kun yhtiöjärjestyksen informaatioarvoa halutaan lisätä sellaisten säännösten osalta, jotka tulevat jatkuvasti esiin yhtiön toiminnassa, yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa myös säännöksiä, jotka vastaavat jo laissa säädettyä.⁶⁵

Yhtiöjärjestys on yhtiöoikeudellinen säännöstö, jolla on yhtiöoikeudellinen sitovuus. Yhtiöjärjestyksen vastainen päätös on pätemätön. Kun seikasta määrätään yhtiöjärjestyksessä, määräyksen sitovuus ja ulottuvuus ovat vahvempia kuin jos niistä sovittaisiin osakassopimuksessa.⁶⁶ Yhtiöjärjestyksen pysyvyyttä vahvistaa se, että sen muuttamisesta päättää yhtiökokous, ja päätös on tehtävä OYL 5 luvun 27 §:n mukaisella kahden kolmasosan määränemmistöllä (OYL 5 luku 30 § 1 momentti). Yhtiöjärjestyksen rikkomisesta saattaa seurata yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu⁶⁷.

⁶⁴ Mähönen & Villa 2006 I, s. 162.

⁶⁵ Kyläkallio ja muut 2008, s. 163, 169.

⁶⁶ Mähönen & Villa 2006 III, s. 18–19. Ero yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen välisessä ulottuvuudessa tulee esiin esimerkiksi siirtyvän osakkeen lunastamista koskevassa sääntelyssä. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osakkeenomistajalla, yhtiöllä tai muulla henkilöllä on oikeus lunastaa muulta omistajalta kuin yhtiöltä toiselle siirtyvä osake (OYL 3 luku 7 §). Tämä yhtiöjärjestykseen otettu määräys sitoo siirronsaajaa, kun taas osakassopimuksella sitovuutta ei ole mahdollista ulottaa siirronsaajaan. Yhtiöjärjestyksessä ei säännelläkään ainoastaan sopimuspuolten, vaan myös osakkeenomistajien, tai osakkeenomistajien ja yhtiön elinten välisiä suhteita. (Mähönen & Villa 2006 III, s. 19.)

⁶⁷ Hallituksen jäsenen, hallintoneuvoston jäsenen ja toimitusjohtajan on korvattava vahinko, jonka hän on tehtävässään osakeyhtiölakia tai yhtiöjärjestystä rikkomalla tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle (OYL 22 luku 1 §). Osakkeenomistajan on korvattava vahinko, jonka hän on myötävaikuttamalla osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, toiselle osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle (OYL 22 luku 2 §).

3.3 Osakassopimus

Kun yhtiön toimintaa ja osakkeenomistajien keskinäistä suhdetta tai osakkeenomistajien suhdetta yhtiöön ei saada järjestettyä tyydyttävällä tavalla OYL:n ja yhtiöjärjestyksen avulla, voi kysymykseen tulla osakassopimuksen solmiminen. Osakassopimus on yhtiön omistajien välinen sopimus siitä, miten he toimivat osakkeenomistajina tai esimerkiksi hallituksen jäseninä. Kun osakassopimuksen määritelmää tulkitaan laajasti, voidaan osakassopimukseksi kutsua myös sopimuksia, joissa on mukana muitakin osapuolia kuin yhtiön osakkaita, esimerkiksi yhtiön velkojia. Osakassopimuksen voimassaolon kesto voi olla vaihteleva. Osakassopimuksissa voidaan pyrkiä sopimaan yhtiöön liittyvistä asioista koko sitä aikaa silmällä pitäen, jonka sopimuskumppanit pysyvät yhtiön osakkaina. Myös hyvin lyhytkestoisten osakassopimusten solmiminen on mahdollista, sillä sopimus voidaan tehdä esimerkiksi vain yhtä yhtiökokousta silmällä pitäen. Osakassopimukset ovat yleensä sillä tavalla salaisia, että ne on tarkoitettu ainoastaan sopimusosapuolten tiedoksi. Tämä piirre erottaa osakassopimukset yhtiöjärjestyksestä. Kun henkilö ostaa osakkeita osakassopimuksen osapuolelta, osakassopimus ei sido häntä automaattisesti, vaikka hän olisikin tiennyt sopimuksen olemassaolosta. Toisaalta myöskään vanhojen osakkeenomistajien ei tarvitse hyväksyä häntä sopimuksen osapuoleksi.⁶⁸

Osakassopimus sitoo osapuoliaan pääsääntöisesti kuten muutkin sopimukset. Osakassopimuksilla ei kuitenkaan yleensä ole yhtiöoikeudellista vaikutusta, joten osakassopimuksen vastainen menettely ei sinänsä aiheuta esimerkiksi asianomaisen päätöksen tai muunkaan yhtiön elimen päätöksen pätemättömyyttä.⁶⁹ Osakassopimuksen rikkomisesta saattaa kuitenkin seurata sopimusperusteinen vahingonkorvausvastuu tai jokin muu sellainen seuraus, joka yleensä liittyy sopimuksen rikkomiseen⁷⁰. Vastuun syntyminen sopimusrikkomuksesta edellyttää, että osapuoli, joka on sopimuksen perusteella suoritusvelvollinen, ei täytä velvoitteitaan; sopimuksen mukainen suoritus on jäänyt tekemättä tai tavoiteltu tulos on jäänyt saavuttamatta. Sopimus ei siis ole toteutunut niin kuin on voitu odottaa, ja tästä on aiheutunut vahinkoa sopimuskumppanille.⁷¹ Koska kärsityn vahingon yksityiskohtainen näyttäminen on yleensä hyvin vaikeaa, osakassopimukseen

⁶⁸ Lauriala 2004, s. 159; Kyläkallio ja muut 2008, s. 309–312.

⁶⁹ Kyläkallio ja muut 2008, s.311–312. On kuitenkin katsottu esimerkiksi, että osakassopimuksen rikkomisen tulisi vaikuttaa yhtiökokouksen päätöksen pätemättömyyteen erityisesti jos kysymyksessä on yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen enemmistövallan väärinkäyttö (Huttunen 1995, s. 175–176).

⁷⁰ Kyläkallio ja muut 2008, s. 311–312.

⁷¹ Hemmo 2003, s. 109–110.

liitetään usein erityinen sopimussakkolauseke. Sopimussakko on tietyn suuruinen sakko, joka ei riipu tosiasiallisen vahingon määrästä eikä tuottamuksesta.⁷²

3.4 Rahoitusvaihtoehdot ja niiden asema maksunsaantijärjestyksessä

3.4.1 Oman pääoman ehtoinen rahoitus

Osake on osakeyhtiön osuus. Osakkeenomistajat omistavat osakeyhtiön osakeomistuksensa määräämässä suhteessa. Osakkeenomistajat sijoittavat yritykseen pääomaa ja saavat vastineeksi osakkeita, joiden omistus oikeuttaa heidät saamaan sijoitukselleen tuottoa, joka on puolestaan sidoksissa yhtiön menestykseen. Sijoitus yhtiöön tehdään lähtökohtaisesti määräämättömäksi ajaksi, mutta osakkeenomistajan on mahdollista kuitenkin irtautua omistuksestaan OYL 1 luvun 4 § mukaisen osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatteen nojalla. Osakkeen sisältö ja sen suhde yhtiöön määräytyy osakeyhtiölain, perustamissopimuksen, yhtiöjärjestyksen, osakassopimuksen ja yhtiökokouksen osakkeen antamista koskevan päätöksen perusteella.⁷³

Maksunsaantijärjestys on osakeyhtiön pääomarakennetta ja rahoitusta määrittävä keskeinen seikka. Se sanelee, missä järjestyksessä yhtiöön tehdyille sijoituksille voidaan maksaa tuottoa, palauttaa yhtiöön sijoitettua pääomaa tai jakaa voittoa. Osakesijoituksella on maksunsaantijärjestyksessä takasijainen asema yhtiön muihin velvoitteisiin, kuten veroihin, palkkoihin, tavarantoimittajan vaateisiin ja vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen nähden. Oman pääoman ehtoinen sijoitus myös osallistuu yrityksen mahdollisen tappion kattamiseen. Näistä seikoista seuraa, että osakeomistus on yhtiöön tehtävistä sijoituksista riskillisin. Vastineena tälle riskipositiolle toimii kuitenkin osakkeiden sijoitusriskin residuaalinen luonne; kun muiden ryhmien vaateet on suoritettu täysimääräisesti, osakkeenomistajille kuuluu kaikki tämän jälkeen jäljelle jäävä yritystoiminnan tuotto. Osakkeenomistajilla on siis oikeus kaikkiin niihin yhtiön jakokelpoisiin varoihin⁷⁴, jotka mahdollisesti jäävät jäljelle, kun muiden toimijoiden vaateet on täytetty

⁷² Lauriala 2008, s. 277–278.

⁷³ Mähönen & Villa 2006 II, s. 50–51.

⁷⁴ Yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat (OYL 13 luku 5 §). Yhtiön oma pääoma jakautuu sidottuun omaan pääomaan ja vapaaseen omaan pääomaan. Osakepääoma sekä kirjanpitolain mukainen arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto ovat sidottua omaa pääomaa (kokonaan jakokelvottomia). Muut rahastot sekä tilikauden ja edellisten tilikausien voitto ovat vapaata omaa pääomaa (OYL 8 luku 1 §). Niin kutsutun

täysimääräisesti maksunsaantijärjestyksen mukaisesti.⁷⁵ Osakkeenomistajan asema maksunsaantijärjestyksessä on takasijainen myös yhtiön toiminnan päättyessä. Kun yhtiön toiminta päättyy, esimerkiksi konkurssin seurauksena, ensin tulee maksaa yhtiön velat tai pantava tätä varten tarpeelliset varat erilleen. Mikäli yhtiölle jää tämän jälkeen netto-omaisuutta, se voidaan jakaa osakkeenomistajille jako-osuuksina (OYL 20 luku 15 § 1 momentti).

Osakeomistukseen kuuluu erinäisiä *oikeuksia ja velvollisuuksia*. Osakkeenomistajan oikeudet voidaan jakaa kontrollioikeuksiin ja varallisuusoikeuksiin. Osakkeenomistajat soveltavat kontrollioikeuksiaan muun muassa käyttämällä päätösvaltaansa yhtiökokouksessa. On katsottu luonnolliseksi, että päätösvalta yhtiökokouksessa on sidottu nimenomaan osakeomistukseen, sillä osakkeenomistajat kantavat maksunsaantijärjestyksen määrääminä viimesijaisen riskin, jolloin heillä on suurin kannustin tehdä yhtiön kannalta oikeita päätöksiä. Osakkeenomistajan varallisuusoikeuksiin kuuluu oikeus saada osinkoa ja oikeus saada jako-osuus yhtiön nettovarallisuudesta yhtiötä purettaessa. Tämän lisäksi hänellä on myös muita varallisuusoikeuksia.⁷⁶ Osakkeenomistajan velvollisuuksiin kuuluu muun muassa yhtiölle suoritettavien maksujen, kuten osakkeen merkintähinnan, suorittaminen (OYL 2 luku 5–7 §). Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrätä, että osakkeenomistajalla on velvollisuus maksaa erityisiä maksuja yhtiölle (OYL 1 luku 2 § 2 momentti).

Osakeanti on yhtiön keino hankkia uusia osakkeenomistajia tai lisätä osakkaidensa omistuksessa olevia osakkeita. Osakeannissa yhtiö voi antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeita (OYL 9 luku 1 § 1 momentti). Osakeanti voi olla maksuton tai maksullinen, eli osakkeita voidaan antaa joko maksutta tai merkittäväksi maksua vastaan (OYL 9 luku 1 § 2 momentti). Osakeannista päätetään lähtökohtaisesti yhtiökokouksessa (OYL 9 luku 2 §). Osakkeenomistajilla on etuoikeus annettaviin osakkeisiin osakeannissa niin, että heillä on oltava mahdollisuus merkitä osakkeita samassa suhteessa kuin heillä on ennestään yhtiön osakkeita (OYL 9 luku 3 § 1 momentti). Säännöksestä voidaan kuitenkin poiketa saman pykälän 3 momentin mukaan yksi-

maksukykyisyystestin mukaan varoja ei kuitenkaan saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään, tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden (OYL 13 luku 2 §).

⁷⁵ Mähönen & Villa 2006 II, s. 19–37; Lauriala 2008, s. 248. Voidaan sanoa myös, että kaikki ne tahot, joiden residuaaliosuus kasvaa yrityksen arvon kasvaessa ja laskee yrityksen arvon laskiessa, ovat residuaaliosuuden haltijoita. Tämä toimii heille kannustimena kasvattaa yrityksen arvoa. (Mähönen & Villa 2006 I, s. 217.)

⁷⁶ Mähönen & Villa 2006 II, s. 52, 110. Osakkeenomistajilla on muun muassa oikeus saada sulautumisvastiketta yhtiön sulautuessa (OYL 16 luku 1 §) sekä jakaantumisvastiketta yhtiön jakautuessa (OYL 17 luku 1 §)

tyisen osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä. Niin kutsuttu suunnattu osakeanti, jossa poikeetaan 9 luvun 3 §:n mukaisesta osakkeenomistajien merkintäoikeudesta, voidaan toteuttaa, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy (OYL 9 luku 4 § 1 momentti)⁷⁷. Suunnattu osakeanti voidaan toteuttaa myös maksuttomana, mutta tällöin siihen on oltava yhtiön kannalta, ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen, erittäin painava taloudellinen syy (OYL 9 luku 4 § 1 momentti)⁷⁸.

3.4.2 *Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus*

Vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella eli velkarahoituksella on vahva sopimusperusta, eikä sitä suoraan säädellä osakeyhtiölaissa pääomalainaa lukuun ottamatta. Velan tuotto, eli sen korko, ja velkojan muut mahdolliset oikeudet määräytyvät yhtiön toiminnan aikana suurelta osin velkasopimuksen ehtojen perusteella. Lainanantajina voivat toimia niin yhtiön osakkeenomistajat kuin muutkin toimijat. Laina annetaan yleensä ennalta määräytyksi ajaksi, ja siitä maksettava korvaus on yleensä ennalta sovittu kiinteämääräiseksi. Maksunsaantijärjestyksen mukaan yhtiön velkojat saavat yhtiöstä suorituksia, kuten korkoa, riippumatta siitä, mikä on yhtiön taloudellinen tilanne. Vieraille pääomalle on siis maksettava sopimuksen mukaan korvaus silloinkin, kun yhtiön toiminta on ollut tappiollista. Vieraan pääoman ehtoinen sijoitus ei lähtökohtaisesti osallistu yhtiön tappion kattamiseen, mutta tästä voidaan poiketa sopimuksin. Velkojilla on lähtökohtaisesti samansijainen maksunsaantiasema toisiinsa nähden. Velkojilla ei ole lähtökohtaisesti kontrollivaltaa yhtiössä eikä oikeutta residuaalivoittoon. Vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen voidaan kuitenkin helposti liittää sopimuksen tai yhtiön tekemän päätöksen perusteella tuottoa ja kontrollia lisääviä ominaisuuksia.⁷⁹

⁷⁷ Kyläkallio ja muut ovat pitäneet tällaisina tilanteina muun muassa seuraavia: 1) yhtiön taloudellista tilannetta ja toimintaedellytyksiä halutaan parantaa tilanteessa, jossa osakkeenomistajilta ei saada vastavia pääomia yhtä edullisesti, 2) halutaan hankkia esimerkiksi patentti, ja osakeanti suunnataan luovuttajalle, jolloin yhtiön ei tarvitse käyttää omia varojaan kauppahinnan maksuun sekä 3) halutaan saada edullisesti riskipääomaa, ja samalla tehdä yhtiötä ulkomailla tunnetummaksi, jolloin osakeanti suunnataan ulkomaille. (Kyläkallio ja muut 2012, s. 64.)

⁷⁸ HE 109/2005 (s.103) korostaa sitä, että maksuton suunnattu osakeanti voi tulla kysymykseen vain niissä erityistapauksissa, joissa anti näennäisestä vastikkeettomuudestaan huolimatta on kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen. Esityksessä myös todetaan, että mahdollisuus maksuttoman osakeannin suunnamiseen rajoittuu hyvin poikkeuksellisiin tilanteisiin.

⁷⁹ Mähönen & Villa 2006 II, s. 19–37, 73–74.

3.4.3 Välipääomarahoitus

Yleinen rahoitus- ja pääomamarkkinoiden kansainvälistyminen ja kansainvälinen yhdentyminen on vaikuttanut myös rahoitusinstrumentteihin. Monet uudet välipääomarahoitussinstrumentit ovat angloamerikkalaisen oikeuskulttuurin tuotteita, jossa sääntely on ollut sallivampi kuin useimmissa mannermaisissa oikeusjärjestelmissä. Välipääomarahoitussinstrumentit ovat myös Suomessa löytäneet tiensä yritysten rahoitusrakenteeseen. Tätä helpotti vuoden 2006 uusi osakeyhtiölaki, jossa sopimusvapaus sai suuremman merkityksen kuin vanhassa osakeyhtiölaissa. Välipääomarahoituksen kehitys on muuttanut yhtiöiden rahoitusta markkinaehtoisemmaksi, eli markkinoiden mukaan määräytyviksi, ja näin vähemmän riippuvaiseksi luottolaitoksista ja yhtiön vanhoista osakkeenomistajista.⁸⁰

Välipääomarahoitussinstrumentit sisältävät piirteitä sekä omasta, että vieraasta pääomasta. Ne sijoittuvatkin taloudellisten ja kontrollioikeuksiensa, sekä kantamansa riskin perusteella oman ja vieraan pääoman väliin. Välipääomarahoitus ei ole kuitenkaan itsenäinen rahoituksen lajinsa, vaan välipääomarahoitussinstrumentit kuuluvat aina kategorisesti joko omaan tai vieraaseen pääomaan. Välipääomarahoitusta voidaan pitää tahdonvaltaisen osakeyhtiölain ja sopimusvapauden ilmentymänä; osakeyhtiölaki edesauttaa osakkeisiin perustuvien instrumenttien muuntelemista, ja velkapohjaisten instrumenttien kohdalla puolestaan sopimusvapaus mahdollistaa niiden muokkaamisen. Välipääomarahoituksella pyritään saamaan kulloiseenkin tilanteeseen sopivaa rahoitusta niin, että rahoitusinstrumentti palvelee parhaiten sekä yhtiön että rahoittajan tarpeita. Välipääomarahoituksella pyritään usein myös hyödyntämään samanaikaisesti oman pääoman kirjanpidolliset ja säätelylliset edut sekä vieraan pääoman verotukselliset edut. Myös suomalaiset osakeyhtiöt voivat siis nykyisin laskea liikkeelle tällaisia monipuolisia rahoitusinstrumentteja ja määrittää niiden maksunsaantiaseman lain sallimissa rajoissa yhtiön toiminnan aikana sekä yhtiön konkurssissa tai muuten purkautuessa.⁸¹

Välipääomarahoitussinstrumentit voidaan siis jakaa oman ja vieraan pääoman luonteesiin instrumentteihin, tosin rajanveto voi joskus olla haasteellista. Ensimmäiseen voidaan lukea esimerkiksi osakepohjaiset instrumentit ja toiseen pääomalaina ja vaihtovelkakirjalaina. Kun osakkeiden kohdalla puututaan niiden tuotto- ja kontrolliominaisuuksiin, saattaa tämä siirtää osakkeiden luonnetta vieraan pääoman suuntaan, ja niistä tulee puhtaasti oman pääoman ehtoisen rahoituksen sijasta välipääomarahoitussinstrumentteja. Jos taas velalle maksettu tuotto sidotaan jollain tavoin yhtiön tulokseen, velkaan liitetään kontrollioikeuksia, taikka velan paikka maksunsaantijärjestyksessä siirretään ta-

⁸⁰ Lautjärvi 2011, s. 1341–1343.

⁸¹ Mähönen & Villa 2006 II, s. 74–75; Lautjärvi 2011, s. 152–153.

kasijaiseksi muihin velkoihin nähden, siirtyy velka vieraan pääomanehtoisestä rahoitus-instrumentista oman pääoman ehtoisen rahoituksen suuntaan.⁸²

3.5 Eturyhmät ja päämies-agenttisuhteet

Eturistiriidat ovat tilanteita, joissa osapuolten, yleensä eri eturyhmien, edut poikkeavat toisistaan jonkin asian puitteissa. Näistä tilanteista saattaa seurata eturyhmien välisiä konflikteja, kun jokin eturyhmä pääsee parempaa asemaansa käyttäen toimimaan oppor-tunistisesti muita ryhmiä kohtaan. Osakeyhtiökontekstissa eturistiriitoja saattaa syntyä johdon ja osakkeenomistajien, osakkeenomistajien ja velkojien sekä enemmistön ja vä-hemmistön välille. *Päämies-agenttisuhteilla* taas tarkoitetaan sopimussuhdetta, jossa päämies solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta agentin kanssa. Osapuolet sopivat sopimuksen tavoitteista, mutta tavoitteiden toteuttamiseksi tarvittavat keinot jäävät agentin toteutettavaksi. Päämies-agenttisuhteet tulevat esille tilanteissa, joissa yksityiskohtainen sopimus agentin velvollisuuksista on mahdoton tai ainakin vaikeasti toteutettavissa. Ominainen piirre päämies-agenttisuhteille on *epäsymmetrinen informaatio*. Tällöin agentilla on huomattavasti enemmän tietoa kuin päämiehellä, ja päämies ei näin ollen välttämättä havaitse, mikäli agentti ajaa omia etujaan päämiehen kustannuk-sella.⁸³ Osakeyhtiölaissa on useita säännöksiä, jotka suojaavat eri eturyhmiä toisten ryhmien opportunistiselta käytökseltä.

Osakkeenomistajien rajoitetun vastuun periaatteesta seuraa, että yhtiön omistajat voivat jättää yhtiön ammattijohdon johdettavaksi. *Johdon ja omistajien* välillä saattaa kuitenkin ilmetä merkittäviä eturistiriitoja, jotka voivat puolestaan johtaa näiden etu-ryhmien välisiin konflikteihin. Yrityksen johdolla, eli niin kutsutulla agentilla, on yleensä enemmän tietoa yhtiöstä kuin omistajilla. Ryhmien välillä vallitsee siis informaatio-epäsymmetria. Ideaalitulanteessa johto käyttää tätä parempaa tietämystään yrityksen tilanteesta ja toimintaympäristöstä siten, että se on lojaali omistajille, ja tekee päätöksiä, jotka ovat yrityksen parhaaksi. Johto voi kuitenkin käyttää tätä informaatioepäsymmet-riaa myös ajaakseen omia etujaan. Jos esimerkiksi johdon palkkaus on jollain tasolla tulosperusteinen, johtoa saattaa houkuttaa tehdä päätöksiä, jotka maksimoivat heidän palkkionsa, mutta jotka eivät kuitenkaan ole kokonaisuutta ajatelleen yhtiön parhaaksi. Tämä epävarmuus näyttäytyy omistajille riskinä, ettei johto maksimoi heidän taloudel-lista etuaan, sillä kun johto tekee päätöksiä, jotka vaikuttavat negatiivisesti yhtiön ar-voon, kantavat osakkeenomistajat tästä viimesijaisen taloudellisen riskin. Tämä riski voi

⁸² Mähönen & Villa 2006 II, s. 74–75; Lautjärvi 2011, s. 152–153.

⁸³ Bergström & Samuelsson 2001, s. 22–31; Mähönen & Villa 2006 I, s. 86–87.

realisoitua omistuksen aikana jaettavien varojen jäädessä vähäisemmiksi, osakkeesta luovuttaessa osakkeen myyntihinnan jäädessä alhaisemmaksi tai yhtiön toiminnan päättyessä jako-osan jäädessä alhaisemmaksi kuin optimaalisesti johdetussa yhtiössä.⁸⁴

Osakkeenomistajia suojaa johdon opportunistiselta käytökseltä ensinnäkin laissa määritelty osakeyhtiön toiminnan tarkoitus, joka on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Säännös ei kuitenkaan osakeyhtiölain perustelujen mukaan merkitse sitä, että voitonjakokelpoisia varoja tulisi tuottaa mahdollisimman paljon lyhyellä aikavälillä, vaan voiton tuottamista tulee tarkastella pidemmällä aikavälillä. Mahdollista on siis esimerkiksi tuotantokoneiston uudistaminen ja tuotekehitystoimintaan investointi, kun näiden katsotaan olevan yhtiön kokonaisedun mukaista.⁸⁵ Osakkeenomistajia suojaa myös OYL 1 luvun 8 §, jonka mukaan yhtiön johdon on huolellisesti edistettävä yhtiön etua. Määritelmä on lain perustelujen mukaan kaksiosainen. Se sisältää sekä velvollisuuden toimia huolellisesti että velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti. Riittävänä huolellisuutena on pidetty sitä, että päätösten taustaksi hankitaan tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, ja että päätökset on tehdään tähän tietoon pohjautuen. Johdon jäsenten eturistiriidat eivät saa vaikuttaa näihin päätöksiin. Yhtiön edun mukaan toimimisen on katsottu tarkoittavan ainakin yhtiön tarkoituksen mukaan toimimista, joka voidaan lähtökohtaisesti nähdä edun tuottamisena osakkeenomistajille. Edun mukaan toimiminen sisältää myös niin kutsutun lojaliteettivelvollisuuden suhteessa yhtiöön ja sen kaikkiin osakkeenomistajiin.⁸⁶ Lojalit toimet ovat sellaisia, joiden voidaan katsoa täyttävän oikeudelliset ja moraaliset velvoitteet muita kohtaan, ja joissa pidättäydytään vilpistä. On kuitenkin otettava huomioon, että johto joutuu tekemään monitahoisia päätöksiä epätäydellisen tiedon vallitessa, jolloin päätösten seurauksista ei voi olla täyttä varmuutta. Tätä seikkaa ei voi jättää huomioimatta johdon lojaliteettia arvioidessa.⁸⁷

Vähemmistö- ja enemmistöosakkaiden välinen konflikti on seurausta siitä, että päätökset tehdään yhtiökokouksessa lähtökohtaisesti enemmistöperiaatteella. Merkittävää on, että myös yrityksen johdon valinta kuuluu yhtiökokouksen toimivallan piiriin. Yhtiön hallitus valitaan lähtökohtaisesti varsinaisessa yhtiökokouksessa (OYL 5 luku 3 § 2 momentin 4 kohta). Hallituksen tehtäviin taas kuuluu toimitusjohtajan valinta ja erottaminen (OYL 6 luvun 20 §). Toimitusjohtaja puolestaan hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti, eli tekee yhtiön operatiiviset päätökset hallitukselta saamiensa raamien mukaan (OYL 6 luku 17 §). Koska enemmistö tai kontrolliomistaja tämän ketjun seurauksena käytännöllisesti katsoen mää-

⁸⁴ Bergström & Samuelsson 2001, s. 22–31; Mähönen & Villa 2006 I, s. 86–87.

⁸⁵ HE 109/2005, s. 38–39.

⁸⁶ HE 109/2005, s. 41.

⁸⁷ Bergström & Samuelsson 2002, s. 110–113.

rää yhtiön kaikesta toiminnasta, saattaa tästä seurata, että yhtiössä tehdään sellaisia päätöksiä, jotka hyödyttävät ainoastaan enemmistöä sen sijaan, että ne hyödyttäisivät koko yritystä ja näin ollen myös vähemmistöä.⁸⁸ OYL 1 luvun 7 §:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen päällimmäisenä tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia. Sen lisäksi, että sen mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet yhtiössä, säännöksessä myös kielletään epäoikeutetun edun antaminen osakkeenomistajalle tai muulle taholle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Säännöksellä kielletään kaikenlaisen epäoikeutetun taloudellisen edun antaminen esimerkiksi enemmistöosakkaalle vähemmistöosakkaan kustannuksella. Säännös soveltuu ennen kaikkea varojenjakoja koskeviin tilanteisiin.⁸⁹ OYL:ssa on tämän säännöksen lisäksi myös muita vähemmistönsuojasäännöksiä. Tällaisia ovat muun muassa määräenemmistösäännökset⁹⁰, oikeus saada yhtiökokous koolle⁹¹ sekä oikeus vähemmistöosinkoon⁹².

Ristiriita *omistajien ja luotonantajien* välille taas syntyy, koska osakkeenomistajilla ei ole henkilökohtaista vastuuta yhtiön veloista. Tämä saattaa aiheuttaa esimerkiksi sen, että osakkeenomistajat voivat tehdä riskialttiimpia päätöksiä kuin siinä tapauksessa, että heillä olisi henkilökohtainen vastuu yhtiön velvoitteista.⁹³ Osakeyhtiölakiin sisältyy myös velkojia suojaavia säännöksiä. Pääoman pysyvyysvaatimus, varojenjakoja koskevat säännökset ja velkojiensuojajärjestelmä pienentävät osakeyhtiön velkojien riskiä. Maksunsaantijärjestys ja siitä seuraavat varojenjako säännökset ovatkin tärkeimpiä velkojiensuojasäännöksiä.⁹⁴ Laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (30.12.1992/1578) määrää sen järjestyksen, jossa velkojille suoritetaan maksu konkurssissa tai ulosotossa kun velallisen varat eivät riitä kaikkien velkojen maksamiseen.

⁸⁸ Bergström & Samuelsson 2001, s. 147.

⁸⁹ HE 109/2005, s. 40.

⁹⁰ OYL 5 luvun 27 § mukaan määräenemmistöllä (2/3) on tehtävä, jollei yhtiöjärjestyksessä tai OYL:ssa toisin säädetä, päätös muun muassa yhtiöjärjestyksen muuttamisesta, suunnatusta osakeannista, sulautumisesta, jakautumisesta sekä yhtiön asettamisesta selvitystilaan ja selvitystilän lopettaminen.

⁹¹ OYL 5 luvun 4 § mukaan ylimääräinen yhtiökokous on pidettävä, jos osakkeenomistajat, joilla on yhteensä kymmenesosa tai yhtiöjärjestyksessä määrätty pienempi osa kaikista osakkeista, vaativat sitä tietyn asian käsittelemistä varten.

⁹² OYL 13 luvun 7 § mukaan osinkona on jaettava vähintään puolet tilikauden voitosta, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät määrät, jos sitä varsinaisessa yhtiökokouksessa ennen vaativat osakkeenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista.

⁹³ Bergström & Samuelsson 2001, s. 28–31.

⁹⁴ Mähönen & Villa 2006 II, s. 89, 280.

3.6 Rahoitussopimusten ehtoja

3.6.1 Kovenantit

Velkojilla on maksunsaantijärjestyksen mukaan etusijainen asema yhtiön varallisuuteen osakkeenomistajiin nähden. Voi kuitenkin olla, että yhtiön taloudellinen tilanne muuttuu lainanannon jälkeen niin huonoksi, ettei se pysty suoriutumaan edes vieraan pääoman ehtoisista velvoitteistaan. Tällöin etusijaisesta maksunsaantiasemasta ei ole velkojalle hyötyä. Velkojat haluavatkin pääsääntöisesti lainaamalleen pääomalle lisäsuojaa sen varalta, ettei yhtiö pysty suoriutumaan velvoitteistaan, tai sen estämiseksi, ettei tähän tilanteeseen jouduttaisi. Tähän tarkoitukseen velkojat voivat käyttää esimerkiksi vakuuksia. Erityisesti pankit edellyttävät pääsääntöisesti antamansa rahoituksen takaisin- saannin turvaamiseksi reaalivakuuksia, jotka kattavat joko koko pääoman tai osan siitä. Kuitenkin, esimerkiksi innovatiivisilla kasvuyrityksillä ei useinkaan ole tarjota reaali- vakuuksia. Tämä saattaa johtaa kokonaistaloudellisesti huonoon päätökseen, kun yritys jää ilman lainaa. Tämän vakuusongelman ratkaisemiseksi voidaan kuitenkin käyttää ko- venantteja, eli yksilöllisiä rahoitussopimusten ehtoja. Vaikka kovenantteja kutsutaan myös sopimusvakuuksiksi, ne eivät ole vakuuksia perinteisessä merkityksessään, sillä niiden käyttöön ei liity vakuusesinettä eikä kolmannen antamaa takausta. Kovenanttien tyypillisessä käyttötilanteessa luotetaan yrityksen tulevaan kassavirtaan luoton ta- kaisinmaksun turvaajana vakuuksien sijaan. Juridisessa mielessä kovenantit ovat sopi- musoikeudellisia järjestelyjä rahoituksen antajan ja kohdeyrityksen välillä.⁹⁵ Kovenan- teilla on erityistä merkitystä myös pääomasijoitustoiminnassa, eli niiden käyttö ei rajau- du puhtaasti vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen⁹⁶.

Kovenantit voidaan jakaa finanssikovenantteihin ja toimintakovenantteihin. Finans- sikovenantit voidaan edelleen jakaa tase- ja tuloslaskelmakovenantteihin. Taloudellisia tunnuslukuja, joihin voidaan liittää kovenantteja, voivat olla esimerkiksi velkaantu- misaste, omavaraisuusaste tai käyttökate. Kovenantit voivat määrittellä myös kohdeyri- tyksen voitonjakoa. Kovenantit voidaan määrittää suhdelukuna tai absoluuttisena arvo- na, ja niiden rajat voidaan ilmaista positiivisesti tai negatiivisesti. Finanssikovenanttien arvo näyttäytyy rahoittajalle siinä, että niillä voidaan ohjata kohdeyhtiön taloudellista suorituskykyä, kun rahoitussopimuksen asettamien miniehtojen on täytyttävä jatkuvas- ti.⁹⁷

⁹⁵ Välimäki 2010, s. 464–469.

⁹⁶ Lauriala 2002, s. 164.

⁹⁷ Lauriala 2008, s. 214–215.

Toimintakovenanteilla vaikutetaan suoraan yhtiön toimintaan, ja niillä pyritään usein ennaltaehkäisemään velkojan tai sijoittajan kannalta negatiiviset muutokset yhtiössä. Yhtiön on toimittava kovenanttien velvoittamalla tavalla, tai pidättäytyttävä tietyistä toimenpiteistä. Yksi merkittävimmistä toimintakovenanteista on tiedonantokovenantti, joka voi velvoittaa yhtiön ilmoittamaan rahoittajalle esimerkiksi sellaisista olosuhdemuutoksista, jotka saattavat vaikuttaa kohdeyrityksen kannattavuuteen, maksuvalmiuteen tai vakavaraisuuteen. Tiedonantokovenantti voi olla määritelty myös niin, kohdeyhtiön on annettava ennalta määriteltyjä tietoja toiminnastaan ennalta määrättyin väliajoin. Jos sopimusehtoihin otetaan avoin tiedonantolause, rahoittaja voi vaatia tietoa lähes mistä tahansa liiketoimintaan liittyvästä seikasta. Rahoittajalle voidaan kovenantissa antaa jopa oikeus vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoimintapäätöksiin. Tämä voi merkitä esimerkiksi sitä, että rahoittajan suostumus on saatava ennen tiettyihin toimiin ryhtymistä, tai sitä, että tällä on oikeus nimittää⁹⁸ osa kohdeyhtiön hallituksen jäsenistä. Muita toimintakovenanteja ovat muun muassa vakuuden asettamiskielto ja rahoittajien tasa-
puolista kohtelua vaativa lauseke, joilla rahoittaja pyrkii turvaamaan asemansa suhteessa muihin velkojiin ja sijoittajiin. Jos rahoittaja haluaa varmistaa, ettei kohdeyhtiö ilman tämän kirjallista suostumusta sovi esimerkiksi sulautumisesta, jakautumisesta tai lopeta liiketoimintaansa, voidaan käyttää omistuksen muutosrajoituksia sekä yritysmuodon ja omistusrakenteen säilyttämistä määrittäviä lausekkeita. Nämä rahoitukseen liitettävät kontrollioikeudet määrittävät alun perin vieraankin pääoman ehtoisen rahoituksen oman pääoman ehtoisen rahoituksen suuntaan.⁹⁹

Kun kovenanttia ei noudateta tai sitä ei haluta noudattaa, se rikkoutuu. Rikkoutuminen voi tapahtua joko yrityksestä johtuvasta tai ulkopuolisesta syystä. Yleisin syy rikkoutumiselle on yrityksen taloudellisen tilanteen huonontuminen. Kun kovenantti rikkoutuu, kyse on sopimusrikkomuksesta. Kovenantin rikkoutuminen voidaan joko jättää huomioimatta, neuvotella kohdeyhtiön kanssa tilanteesta ja päätyä uudelleenjärjestelyihin, tai mahdollisesti purkaa koko rahoitusjärjestely.¹⁰⁰

⁹⁸ Yhtiökokous valitsee hallituksen jäsenet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä, että hallintoneuvosto valitsee jäsenet. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä myös, että vähemmän kuin puolet hallituksen jäsenistä valitaan muussa järjestyksessä. (OYL 6 luku 9 §). Siis myös rahoittajan, joka ei tule kohdeyhtiön omistajaksi, on mahdollista vaikuttaa hallituksen jäsenten valintaan.

⁹⁹ Lauriala 2004, s. 156–157; Lauriala 2008, s. 211–219; Välimäki 2010, s. 465.

¹⁰⁰ Välimäki 2010, s. 474.

3.6.2 *Diluutiosuoja*

Kun yhtiö järjestää osakeannin, on vanhoilla osakkeenomistajilla OYL 9 luvun 3 § mukaan lähtökohtaisesti oikeus merkitä osakkeita omistusosuksiensa määrittämässä suhteessa. Osakeanti voidaan kuitenkin OYL 9 luvun 3 § mukaan järjestää suunnattuna osakeantina, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Tällöin vanhojen osakkeenomistajien osakeomistus lähtökohtaisesti laimenee eli diluoituu. Diluutio tarkoittaa siis suhteellisen omistusosuuden vähentymistä yhtiössä yhtiön laskiessa liikkeelle osakkeita tai osakesidonnaisia instrumentteja. Diluutio voimistuu, mikäli liikkeelle laskettavien uusien instrumenttien merkintähinta on alhaisempi kuin sillä rahoituskierroksella, jolloin osakkeenomistaja tuli mukaan yhtiöön. Mitä enemmän uudella sijoituskierroksella lasketaan liikkeelle uusia instrumentteja, ja mitä alhaisempi on niiden merkintähinta, sitä suurempi kierroksen laimentava vaikutus siis on.¹⁰¹

Osakkeenomistajat voivat kuitenkin vaatia esimerkiksi osakassopimuksen osaksi niin kutsutun diluutiosuojalausekkeen, jonka tehtävä on suojata osakkeenomistajaa osakeomistuksen diluutiolta. Osakkeenomistaja voi diluutiosuojan muodossa vaatia itselleen esimerkiksi lisää kohdeyhtiön osakkeita, mikäli osakkeen arvo on uudella rahoituskierroksella alhaisempi, kuin sillä kierroksella, jolla sijoittaja tuli mukaan yhtiöön. Diluutiosuojalausekkeitä on monentyyppisiä, ja niiden rakenteen ja käytön määrittelee se, mikä on omistuksen diluution aiheuttava tekijä.¹⁰²

3.6.3 *Likvidaatioetuoikeus*

Likvidaatio on menettely, jossa tähdätään yhtiön toiminnan lopettamiseen, ja yhtiön olemassaolon lakkaamiseen eli yhtiön purkamiseen. Toiminnan loppuessa se yhtiön nettovarallisuus, joka jää jäljelle kun muiden toimijoiden vaateet on täytetty täysimääräisesti, jaetaan osakkeenomistajien kesken. Likvidaatioetuoikeus (*engl.* liquidation preference) tarkoittaa sitä, että osakkeet, joihin kyseinen oikeus on liitetty, ovat paremmassa maksunsaantiasemassa yhtiön varoja jaettaessa kuin toisten osakelajien osakkeet. Konkreettisesti tällä tarkoitetaan yhtiön realisoinnista saatavien varojen epäsymmetristä jakaantumista niiden osakkeiden eduksi, johon lauseke on liitetty. Likvidaatioetuoikeus voidaan määritellä myös oikeudeksi saada palautuksena tietty määrä tehdystä sijoituksesta, mikäli yhtiö joutuu likvidaatioon. Tällaiselle etuoikeusosakkeelle täytyy olla määriteltynä arvo, joka sille maksetaan ennen muita osakkeita. Arvo voidaan määritellä yh-

¹⁰¹ Lauriala 2008, s. 418–419.

¹⁰² Lauriala 2008, s. 418–419.

tiöjärjestyksessä kohtuullisen vapaasti. Usein tämä arvo on kuitenkin sijoittajan osakkeesta maksama merkintähinta, joka siis vastaa kohdeyhtiön osakekannan arvoa ennen kuin sijoittaja sijoitti varoja yhtiöön.¹⁰³ Yksinkertaisimmillaan ehto voi siis kuulua niin, että osakkeenomistajille, joiden osakkeisiin ehto on liitetty, tulee suorittaa osakkeen merkintähintaa vastaava määrä varoja ennen kuin muut omistajat voivat saada lainkaan jako-osuutta yhtiöstä. Likvidaatioetuoikeus-lauseke sisältää usein mahdollisuuden saada varoja myös sijoituksen ylittävältä osalta. Tämä tarkoittaa, että näiden etuoikeutettujen osakkeiden omistajilla on oikeus saada yhtiön likvidaatiossa yhtiöstä sekä sijoittamansa varat että osuus tämän jaon jälkeen ylijäävään varallisuuteen.¹⁰⁴

Likvidaatioetuoikeus-lausekkeen ajatuksena on suojata rahoittajan yhtiöön sijoittamia varoja. Lausekkeella on huomattava vaikutus yhtiön varojen jakaantumiseen esimerkiksi niissä tilanteissa, joissa yhtiö realisoidaan yrityskaupan tai fuusion kautta. Jos osakkeen arvo on laskenut tällöin alle rahoittajan osakkeista maksaman hinnan, rahoittajan on mahdollisuus välttyä lausekkeen avulla tappiolta. Likvidaatioetuoikeus-lauseke saattaa antaa rahoittajalle suojaa myös niissä tilanteissa, joissa osakkeen arvo on nousut siihen nähden, mitä hän on osakkeistaan maksanut.¹⁰⁵

¹⁰³ Lauriala 2008, s. 309–310. Yhdysvaltain malliyhtiölain (Model Business Corporation Act) maksukykyisyydestä on kaksiosainen. Perustesti on varsinainen maksukykyisyydestä ja sitä täydentää niin kutsuttu ylivelkaisuustesti. Ylivelkaisuustestin ominaispiirre on, että siinä kohdellaan etuoikeutettuja osakkeita, eli esimerkiksi osakkeita, joihin on liitetty likvidaatioetuoikeus, kuten velkoja. Testin mukaan yhtiöstä ei saa jakaa varoja, mikäli tämän seurauksena yhtiön kokonaisvarat eivät riitä kattamaan velkojen ja sellaisten etuoikeutettujen osakkeiden, joilla on varojenjako-oikeuttaviin osakkeisiin nähden etuoikeus jako-osuuteen yhtiötä purettaessa, yhteissummaa. Suomalaisittain kysymyksessä on oikeudellinen maksukykyttömyys. On katsottu myös, että Suomen OYL:n mukaista maksukykyisyydestä voidaan tulkita samoin kuin Yhdysvaltain malliyhtiölain maksukykyisyydestä. (Mähönen 2009, s. 367–368.)

¹⁰⁴ Mähönen & Villa 2006 II, s. 106–107; Lauriala 2008, s. 314–317.

¹⁰⁵ Lauriala 2008, s. 315–316. Tämä voi olla erityisen merkittävää erityisesti korkeariskisessä pääomasijoitustoiminnassa. Seuraava esimerkki kuvaa tilannetta. Pääomasijoittaja on ostanut puolet kohdeyhtiön osakkeista viidellä miljoonalla eurolla maksaen kustakin osakkeesta viisi euroa. Yhtiön perustajaosakkaat taas omistavat toisen puolen yhtiöstä ja ovat panostaneet yhtiöön rahallisesti yhteensä viisisataatuhatta euroa maksettuaan kustakin osakkeesta viisikymmentä senttiä. Kun yritysostaja tarjoaa koko osakekannasta yhdeksän miljoonaa euroa, jäisi pääomasijoittaja viisisataatuhatta euroa tappiolle jos likvidaatioetuoikeuslauseketta ei olisi, ja kauppahinta jaettaisiin omistusosuksiensa suhteessa. (Lauriala 2008, s. 315–316.) Esimerkki havainnollistaa myös sitä, miksi lausekkeet sisältävät usein mahdollisuuden saada varoja myös sijoituksen ylittävältä osalta. Perustajaosakkailla tarkoitetaan tutkielmassa henkilöitä, jotka omistavat yhtiön koko osakekannan ennen pääomasijoittajien mukaantuloa.

4 BIOTEKNOLOGIAYRITYSTEN RAHOITUS

4.1 Rahoitusrakenteesta ja sitä määrittävistä tekijöistä

Johtuen bioalan yrityksiä koskevasta reaali-prosessin huomattavasta viiveestä ne tarvitsevat erityisesti toimintansa alkuvaiheessa huomattavan määrän ulkopuolista pääomara-hoitusta. Rahoituksen keräys onkin hyvin merkittävä osa alan yritysten toimintaa, ja se kuluttaa huomattavasti aikaa ja muita resursseja.¹⁰⁶ Pääomarahoituskierrroksia tarvitaan yleensä useita, ennen kuin yrityksen liiketoiminnan tulos on positiivinen, ja yritykseen saadaan riittävästi tulorahoitusta¹⁰⁷. Tulorahoitusta aletaan saada pikkuhiljaa, kun yritys etenee tuotteidensa kehityksessä tiettyyn pisteeseen. Erilaiset tulo- ja pääomarahoituk-sen muodot kulkevat tästä vaiheesta eteenpäin tiiviisti rinnakkain ja linkittyen toisiin-sa.¹⁰⁸

Nuorilla, innovatiivisilla kasvuyrityksillä ei ole yleensä mahdollista kerätä puhtaasti vieraan pääoman ehtoista rahoitusta ainakaan kannattavaan hintaan. Tällaisilla yrityksil-

¹⁰⁶ Hine & Kapeleris 2006, s. 19–20.

¹⁰⁷ Kurkela ja muut 2002, s. 16, 22.

¹⁰⁸ Tulorahoitusta voidaan kerätä yksinkertaisimmillaan tuomalla valmis tuote itse markkinoille, ja saada siitä näin myyntituloja. Yritykset voivat myös myydä esimerkiksi lisenssejä muille alan yrityksille val-miisiin tuotteisiinsa. Yrityksen on kuitenkin myös mahdollista saada tuotteesta tuloja jo kehitysprosessin aikana. Tämä on mahdollista esimerkiksi ennako- ja etappimaksujen muodossa. Etappimaksut ovat mak-suja, jotka sidotaan tiettyjen kehitys- ja myyntitavoitteiden täyttymiseen. Esimerkiksi vasta kehitteillä olevan tuotteen lisenssin hankkinut yhteistyöyritys voi maksaa yritykselle tällaisia maksuja. (Kurkela ja muut 2002, s. 16, 22; Pörssisäätiö 2013.) Mielenkiintoinen, mutta kohdeyritykselle melko kallis tulora-hoituksen muoto on niin kutsuttu projektirahoitus. Projektirahoitus voi toimia esimerkiksi seuraavasti. Toinen yritys ostaa oikeudet kohdeyrityksen kehittämään, kliinisessä vaiheessa I olevaan lääkkeeseen. Oikeudet ostanut yritys ostaa sitten kohdeyrityksen kehittämään edelleen lääkekandidaattia. Jos kliinisestä vaiheesta II saadaan positiivisia tuloksia, kohdeyritykselle tulee houkuttelevaksi hankkia lääkekandidaatin oikeudet takaisin, ja tälle myös tarjotaan tätä mahdollisuutta. Kohdeyrityksen on mahdollista hankkia oikeudet takaisin, sillä positiiviset kliinisen vaiheen II tulokset helpottavat sen rahoituksen hankintaa muilta tahoilta. Näin kohdeyritys pääsee kehitysprosessissa eteenpäin hankalasta alkuvaiheesta, jolloin rahoitusta on yleensä vaikea hankkia kun näyttöjä lääkkeen tehosta ei vielä ole. (Longman 2005, s. 12.) Yritysten, joiden tuotteet ovat jo myöhäisessä kehitysvaiheessa, esimerkiksi lääkekehityksessä kliinisen vaiheen III lopussa, on mahdollista käyttää rahoitusmallia, jossa yritys saa rahoitusta tiettyä prosenttia tuotteesta tulevaisuudessa kertyviä tuottoja vastaan (Levine, 2008).

lä on yleensä heikko kannattavuus, eikä niillä ole myöskään lainan saamiseksi tarvittavaa reaali- vakuusomaisuutta. Luotonantajat voivat osallistua suurin sijoituksin kasvuyritysten pääomahuoltoon vasta, kun yhtiöön syntyy vakuusmassaa, taikka jokin ulkopuolinen taho ottaa rahoitusriskin kannettavakseen ryhtymällä takaajaksi. Esimerkiksi jo pankkien luotonantoa koskevat säännöt ja valvonta estävät niiden vakuudetonta luotonantoa.¹⁰⁹ Puhtaasti vieraan pääoman ehtoinen rahoitus ei olekaan muodostanut kovin suurta osaa bioteknologiayritysten rahoituksesta. Merkittävimpiä lainaeriä alan yrityksillä ovatkin olleet niiden koosta ja kehitysasteesta riippuen esimerkiksi joko valtiolta saadut lainat tai ostovelat, vaikka myös yksityiset rahoituslaitokset osallistuvat jonkin verran alan yritysten rahoitukseen.¹¹⁰

Esimerkkinä vieraan pääoman suuntaan kallistuvan välipääomarahoituksen käyttämisestä bioteknologiayrityksissä voidaan mainita erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten käyttämät pääomalainat. Muilla pienillä ja keskisuurilla yrityksillä pääomalainat ovat melko marginaalinen rahoitusinstrumentti. Tätä on selitetty ainakin kahdella seikalla. Ensinnäkin yritykset, jotka toimivat melko vähäriskisillä aloilla, suosivat enemmän puhtaasti vieraan pääoman ehtoista rahoitusta kuin pääomalainaa. Tämä johtuu siitä, että puhtaasti vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on yleensä pääomalainaa edullisempi vaihtoehto. Puhtaasti vieraan pääoman ehtoisen lainan takaisinmaksuehdot ovat tosin takasijaista pääomalainaa tiukemmat. Tällä ei kuitenkaan ole vastaavaa merkitystä liiketoiminta-aloilla, joilla tulovirrat ovat ennustettavia, ja takaisinmaksusuunnitelmat voidaan tehdä luotettavasti kuin riskillisellä bioteknologia-alalla. Toinen selitys alan yritysten suhteellisesti korkeaan pääomalainojen määrään on se, että yritykset voivat niiden avulla parantaa vakavaraisuuttaan. Tämä on bioteknologiayritysten kohdalla erityisen tarpeellista, sillä toimialan yritysten kassavirta on ainakin niiden toiminnan alkuvaiheessa vahvasti negatiivinen.¹¹¹

Oman pääoman ehtoisen ja oman pääoman suuntaan kallistuvan rahoituksen hankintaan liittyy bio-, kuten myös monilla muilla korkeariskisillä aloilla kiinteästi pääomasijoittaminen. Pääomasijoittajat ovatkin bioteknologiayritysten hyvin merkittäviä rahoittajia. Pääomasijoittajia rahoittajinaan käyttävillä yrityksillä ei välttämättä ole muita vaihtoehtoja liiketoimintansa kehittämisen rahoittamiseen esimerkiksi reaali- vakuuksien

¹⁰⁹ Lauriala 2004, s. 15–17.

¹¹⁰ Hermans & Tahvanainen 2002, s. 17.

¹¹¹ Hermans & Tahvanainen 2002, s. 9. Pääomalainaa ottavan yhtiön vakavaraisuuden parantuminen selittyy sillä, että pääomalainalle maksettavat korot, samoin kuin lainan pääoman palautus, ovat eräiden OYL:ssa määrättyjen rajoitusten alaisia. Pääomalainalla voidaan myös joskus pitää osakepääomasijoituksia helpommin yhtiön vakavaraisuus rahoittajien kanssa sovitulla tasolla. (Kyläkallio ja muut 2008, s. 953.)

puuttumisen vuoksi. Pääomasijoitustoiminnan onkin katsottu korjaavan rahoitusmarkkinoiden rakenteellisia epätäydellisyyksiä. Erityisesti oman pääoman ehtoisen rahoituksen saaminen on kasvaville innovaatioyrityksille tärkeää, ja niin kutsutun riskirahoituksen on katsottu voivan taata riittävän määrän resursseja tämäntyyppisten yritysten kasvamiinseen. Pääomarahoitustoimintaan liittyy kiinteästi oman pääoman suuntaan kallistuva välipääomarahoitus muunneltujen osakkeiden muodossa. Myös välipääomarahoitusinstrumentiksi luettavat vieraan pääoman suuntaan kallistuvat pääomalaina ja vaihtovelkakirjalaina voivat olla osa pääomasijoittamista.¹¹² Viime vuosina on ollut kasvussa niin kutsuttu corporate venturing -toiminta, jossa bioalalla toimivat suuret ja vakavaraiset yritykset tekevät oman pääoman ehtoisia sijoituksia rahoitusta tarvitseviin pienempiin alan yrityksiin¹¹³.

Vakuuksien puuttuessa bioteknologiayritykset joutuvat usein turvautumaan myös erilaisiin tukimuotoihin, avustuksiin ja julkisiin lainainstrumentteihin. Suomessakin valtio on pyrkinyt osallistumaan vahvasti alan yritysten kehitykseen helpottamalla niiden rahoituksen saantia.¹¹⁴

4.2 Välipääomarahoitusinstrumentteja

4.2.1 Erilajiset osakkeet

Kaikki osakkeet tuottavat osakeyhtiössä OYL 3 luvun 1 § mukaan lähtökohtaisesti samat oikeudet. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin saman pykälän mukaan määrätä, että yhtiössä on, tai voi olla oikeuksiltaan tai velvollisuuksiltaan toisistaan poikkeavia osakkeita. Rajat sopimiselle määräytyvät pakottavien säännösten ja hyvän tavan pohjalta¹¹⁵. Osakkeiden erilaistamista määrittävät OYL 1 luvun 9 § ja OYL 3 luku. Yleistä on, että erilajiset osakkeet eroavat toistaan samanaikaisesti useiden ominaisuuksien suhteen. Osakkeiden erilaistamisen tarkoituksena on mahdollistaa osakkeiden laajamittainen käyttö osakeyhtiön rahoituksessa. Mitä monipuolisempi rahoitusinstrumentti osak-

¹¹² Lauriala 2004, s. 17–19, 312–314.

¹¹³ Von Krogh ja muut 2012, s. 911–915.

¹¹⁴ Työ- ja elinkeinoministeriön yrittäjyyskatsaus 2009, s. 23–24.

¹¹⁵ Osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta. Yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräystä, joka on lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen (OYL 1 luku 9 §).

keesta saadaan, sitä paremmin se voi tyydyttää sekä sijoittajien sijoitustarpeet että yhtiön rahoitustarpeet.¹¹⁶

Suoraan osakeyhtiölain perusteella erilajisiksi katsotaan osakkeet, jotka poikkeavat toisistaan tuottamansa äänimäärän tai yhtiön varoja jaettaessa tuottamansa oikeuden suhteen (OYL 3 luku 1 § 2 momentti 1 kohta). Osakkeet voidaan kuitenkin määrätä yhtiöjärjestyksessä erilajisiksi myös muin perustein (OYL 3 luku 1 § 2 momentti 2 kohta). Muilla tavoin erilajiset osakkeet eivät kuitenkaan ole lakisääteisesti erilajisia. Näissä tapauksissa yhtiöjärjestyksessä onkin nimenomaan määrättävä, että kyseessä olevat osakkeet muodostavat osakelajin, johon tulee soveltaa erilajisia osakkeita koskevia säännöksiä. Ilman tätä menettelyä erilajisiin osakkeisiin liittyvät osakeyhtiöoikeudelliset säännökset eivät tule sovellettaviksi.¹¹⁷ Erilajisiksi voidaan yhtiöjärjestyksessä määrittää myös osakkeet, jotka eivät poikkea toisistaan millään tavoin. Tällä menettelyllä tavoitellaan yleensä osakelajikohtaista päätöksentekoa tilanteessa, jossa edellytetään kunkin osakelajin määräenemmistöä. Menettelyllä voidaan näin ollen tietyissä tilanteissa luoda pienelle osaa omistajakuntaa suhteellisesti suurempi päätöksentekovalta kuin muille osakkeenomistajille.¹¹⁸

Eri osakelajeille yhtiöjärjestyksessä määrätyt oikeudet nauttivat vahvaa suojaa. Jos osakelajeja yhdistetään, tai osakelajin oikeudet muuten vähenevät, tästä on tehtävä päätös yhtiökokouksessa määräenemmistöllä (OYL 5 luku 28 §). Lisäksi pätevän päätöksen edellytyksenä on muun muassa, että päätöstä kannattaa kaikkien sellaisten osakelajien osakkeiden enemmistö, joiden oikeudet vähenevät (OYL 5 luku 28 §).

4.2.2 Äänimäärältään poikkeavat osakkeet

Osakkeet, jotka poikkeavat toistaan tuottamansa äänimäärän suhteen, ovat siis erilajisia suoraan osakeyhtiölain perusteella. Osakekohtaista äänimäärää ei ole rajoitettu uudessa osakeyhtiölaissa, joten osakkeet voivat poiketa toistaan äänimääriltään huomattavastikin. Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrätä, että osake ei tuota lainkaan äänioikeutta, tai että se ei oikeuta äänestämään tietyissä yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa (OYL 3 luku 4 §). Yhtiöjärjestyksessä ei sitä vastoin voida määrätä, että osake on äänivallaton jolloin muulla perusteella. Määräyksiä ei voi olla esimerkiksi siitä, että osake olisi tietyinä ajanjaksona äänivaltainen ja toisena äänivallaton, tai että äänioikeus riip-

¹¹⁶ Mähönen & Villa 2006 II, s. 52–55, 115–116.

¹¹⁷ Lauriala 2008, s. 308–309.

¹¹⁸ Lautjärvi 2011, s. 1356.

puisi esimerkiksi yhtiön taloudellisesta tuloksesta.¹¹⁹ Jotta varmistuttaisiin, että ei jouduta tilanteeseen, jossa päätöstä ei pystytä lainkaan tekemään, määräys äänivallattomuudesta voi kunkin yhtiökokouksessa käsiteltävän asian osalta koskea vain osaa yhtiön osakkeista (OYL 3 luku 3 § 2 momentti). Äänivallaton osake tuottaa äänioikeutta lukuun ottamatta lähtökohtaisesti kaikki muut osakkeeseen liittyvät oikeudet (OYL 3 luku 4 § 1 momentin 1 kohta). Äänivallattoman osakkeen omistajalla on esimerkiksi, jollei yhtiöjärjestyksessä ole määrätty toisin, täysi oikeus osallistua yhtiökokoukseen, ja käyttää siellä muita osakkeenomistajan oikeuksia kuin äänioikeutta. Hänellä on myös lähtökohtaisesti normaali oikeus yhtiön varoihin niitä jaettaessa.¹²⁰

4.2.3 Taloudellisilta oikeuksiltaan poikkeavat osakkeet

Osakkeet voivat poiketa toisistaan suoraan osakeyhtiölain perusteella myös tuottamiensa taloudellisten oikeuksien suhteen. Esimerkiksi OYL 3 luvun 1 § mahdollistaa osakelajien välisestä maksunsaantijärjestyksestä sopimisen. Jos osake on esimerkiksi kokonaan tai osittain äänivallaton, on tavallista, että tällaiseen osakkeeseen liitetään yhtiöjärjestyksessä paremmat taloudelliset oikeudet kuin yleisen äänioikeuden tuottaviin osakkeisiin. Osakkeet voidaan jakaa myös niin sanottuihin jako-osaisiin ja jako-osattomiin osakkeisiin. Jako-osaisen osakkeen oikeus yhtiön varoja jaettaessa voidaan määritellä suhteessa tilikaudelta jaettavaan voittoon. Jako-osaton osake on puolestaan osake, jolle on yhtiöjärjestyksessä määritetty kiinteä, usein yhtiökokouksen päätöksestä riippumaton tuotto yhtiön toiminnan aikana. Sille on samoin määrätty kiinteä osuus yhtiön nettovarallisuuteen myös yhtiön toiminnan loppuessa. Jako-osattomien osakkeiden omistajien ei ole näin ollen mahdollista hyötyä yhtiön varallisuuden mahdollisesta positiivisesta kehityksestä. Yleensä jako-osattoman osakkeen maksunsaantiasema määritellään kuitenkin yhtiöjärjestyksessä jako-osaista osaketta paremmaksi. Voi esimerkiksi olla, että yhtiöjärjestyksessä määrätään, että jako-osattomille osakkeille on yhtiön purkautuessa maksettava niille tuleva määrä ennen kuin jako-osaiset osakkeet voivat saada lainkaan suorituksia.¹²¹

Erilaiset pääomasijoitustilanteet ovat esimerkki tilanteista, joissa voidaan käyttää osakkeiden maksunsaantiaseman porrastamiseen liittyviä yhtiöjärjestyksämääräyksiä. Määräykset voivat tulla kysymykseen esimerkiksi kun sijoittajat sijoittavat yhtiöön eri aikoina ja osakkeen erilaisella arvostuksella. Tällöin joku tai jotkut sijoittajista sijoitta-

¹¹⁹ Kyläkallio ja muut 2008, s. 242–243.

¹²⁰ HE 109/2005, s. 52.

¹²¹ Mähönen & Villa 2006 II, s. 40; Lautjärvi 2011, s. 1354.

vat yhtiöön suhteellisesti muita korkeammalla hinnalla. Voikin olla kohtuullista, että esimerkiksi yhtiön purkautuessa näiden osakkeenomistajien osakkeille maksetaan yhtiöjärjestyksessä määritettävä jako-osa ennen kuin muut osakkeenomistajat voivat saada suorituksia yhtiöstä. Tällöin kysymyksessä on edellä käsitelty likvidaatioetuoikeuslauseke.¹²²

4.2.4 Lunastus- ja hankkimisehtoiset osakkeet

OYL:n mukaan lunastus- ja hankkimisehtoiset osakkeet ovat nimensä mukaan osakkeita, jotka yhtiöllä on oikeus tai velvollisuus hankkia tai lunastaa (OYL 15 luku 10 §). Osakkeiden hankkimisella tarkoitetaan vapaaehtoisuuteen perustuvaa tapaa hankkia yhtiön osakkeita ja lunastamisella pakolla tapahtuvaa osakkeiden ottamista yhtiölle¹²³. Ehto voi olla joko sellainen, että se oikeuttaa osakkeenomistajan vaatimaan osakkeidensa saattamista yhtiön haltuun, tai sellainen, että ehdon käyttäminen on yhtiön päätettävissä. Ensimmäinen vaihtoehto tarjoaa sijoittajille riskinhallintakeinon, kun taas jälkimmäinen vaihtoehto tarjoaa yhtiölle mahdollisuuden kontrolloida tehokkaasti osakkeita. Mikäli ehto on yhtiöjärjestyksessä määritelty yhtiötä velvoittavaksi, ja osakkeenomistajaa oikeuttavaksi, osakkeenomistajille voidaan siis antaa ennalta tiedossa oleva mahdollisuus luopua osakkeistaan. Tästä yhtiöstä irtaantumismahdollisuudesta on hyötyä erityisesti tilanteissa, jossa osakkeella ei ole lainkaan vaihdantaa, tai sen vaihdanta on heikkoa.¹²⁴

Lunastus- ja hankkimisehtoisien osakkeiden kohdalla yhtiöjärjestyksessä on määritettävä, onko kysymys hankkimisesta vai lunastamisesta, onko yhtiöllä oikeus vai velvollisuus hankkimiseen tai lunastamiseen sekä mitä osakkeita määräys koskee ja missä järjestyksessä osakkeet hankitaan tai lunastetaan (OYL 15 luku 10 § 1 momentin kohdat 1–3). Lisäksi on määritettävä osakkeista maksettavan vastikkeen määräytymisperusteet sekä mitä varoja vastikkeen maksuun voidaan käyttää (OYL 15 luku 10 § 1 momentin kohdat 5 ja 6). Lunastukseen ei saa käyttää sidottua omaa pääoma ilman velkojien suostumusta, eikä toimenpide saa vaarantaa OYL 13 luvun 2 § mukaista maksukykyisyysvaatimusta. Myös varojenjako koskevat OYL:n säännökset on otettava huomioon osakkeita lunastettaessa.¹²⁵ Julkisessa osakeyhtiössä yhtiön lunastus- ja hankkimisoi-

¹²² Mähönen & Villa 2006 II, s. 40–41.

¹²³ HE 109/2005, s. 136.

¹²⁴ Mähönen & Villa 2006 II, s. 138–139.

¹²⁵ Lauriala 2008, s. 310–311.

keuden käytöstä vastaa lähtökohtaisesti yhtiökokous ja yksityisessä osakeyhtiössä hallitus (OYL 15 luku 10 § 2 momentti).

4.2.5 *Muuntoehtoiset osakkeet*

Muuntoehtoiset osakkeet ovat osakkeita, jotka voidaan yhtiöjärjestyksen määräysten täytyessä muuntaa yhtiön tai osakkeenomistajan vaatimuksesta toisenlajiseksi. Osakkeen tuottamat oikeudet ja velvollisuudet siis muunnetaan niin, että osakkeen laji vaihtuu toiseksi. Muuntamisella saattaa luonnollisesti olla vaikutusta yhtiön omistajien välisten valta- ja omistussuhteiden sisältöön. Muuntoehtoiseen osakkeeseen on liitettävissä etuoikeus yhtiön varallisuuteen esimerkiksi lunastuksen ja likvidaatioetuoikeuden kautta, joten se tarjoaa rahoittajalle hyvän suojan kohdeyhtiön epäonnistumista vastaan. Silti osake tarjoaa avoimen tuottopotentialin kohdeyhtiön kehittyessä tavoitteiden mukaisesti. Esimerkiksi mahdollisen listautumisen myötä osakkeelle syntyy likvidit markkinat. Kun yhtiön osakkeet muuttuvat likvideiksi, ja niille on kehittynyt tavoiteltu arvo, muuntoehtoiseen osakkeeseen liittyviä suojaavia elementtejä ei enää tarvita. Tällöin sijoitus voidaan muuntaa yhdenmukaiseksi muiden osakkeenomistajien kanssa. Yhtiölle muuntoehtoiset etuoikeutetut osakkeet tarjoavat keinon kontrolloida omistajapiiriään.¹²⁶

Edellytyksistä ja menettelystä, joita noudattaen osakkeita voidaan muuntaa toisenlajiseksi, on määrättävä yhtiöjärjestyksessä (OYL 3 luku 1 § 1 momentti). Yhtiöjärjestykseen onkin otettava suhteellisen yksityiskohtaiset määräykset muuntamisen edellytyksistä. Siinä on tuotava esimerkiksi esiin tapahtuuko muuntaminen tiettyjen edellytysten vallitessa tai tietyssä ajankohtana automaattisesti. Määrätä voidaan myös siitä, että muuntaminen tapahtuu ainoastaan yhtiön tai osakkeenomistajan vaatimuksin. Muuntaminen voi siis tietyissä tapauksissa tulla suoritettavaksi vasten osakkeenomistajan tahtoa. Voi myös olla, että muuntaminen on edellytysten täytyessä määrätty yhtiöjärjestyksessä vapaaehtoiseksi tai pakolliseksi. Muuntamisedellytykset eivät voi olla mainittuna yhtiöjärjestyksessä ainoastaan yleisluontoisesti esimerkiksi niin, että hallitus tai yhtiökokous voisi päättää muuntamisesta vapaasti. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että yhtiökokouksella tai hallituksella on oikeus päättää muuntoedellytysten täytyttyä, ja mikäli muuntamista ei ole määritelty pakolliseksi, käytetäänkö muunto-oikeutta vai ei. Muuntamisesta voidaan tehdä päätös ilman yhtiöjärjestyksessä olevaa määrystä, mutta tätä varten yhtiöjärjestyksestä tulee muuttaa noudattaen OYL 5 luvun 27

¹²⁶ Lauriala 2008, s. 312–313.

§ määräenemmistövaatimusta. Muuntaminen voidaan määrätä yhtiöjärjestyksessä maksulliseksi tai maksuttomaksi.¹²⁷

Pääomasijoittajat vaativat usein, että heille taataan yhtiöjärjestyksen muuntoehdoissa sekä automaattinen että vapaaehtoinen muunto-oikeus. Automaattisen muunto-oikeuden mukaan osake muuntuu automaattisesti toisenlaisiksi osakkeiksi tiettyjen olosuhteiden vallitessa, kuten kohdeyhtiön listautuessa. Vapaaehtoisen muunto-oikeuden mukaan taas sijoittaja voi milloin tahansa muuntaa muuntoehdotetut osakkeensa toisenlaisiksi osakkeiksi. Muuntoehtoinen osake on suosituin instrumentti riskisijoituksissa Yhdysvalloissa.¹²⁸

4.2.6 Pääomalaina

Pääomalaina on tunnetuin esimerkki välipääomarahoituksesta, ja se on samalla ainoa välipääomarahoituksen muoto, jota on säädelty suoraan osakeyhtiölaissa. Osakeyhtiölaissa on määrätty kuitenkin vain pääomalainasopimuksen vähimmäisehdoista, jolloin velallinen ja velkoja voivat sopimusvapauden rajoissa sopia velan muista ehdoista. Pääomalainan tarkoituksena on vahvistaa yhtiön pääomarakennetta, jolloin muiden velkojien riski velallisyhtiön maksukyvyttömyydestä tai konkurssista alenee.¹²⁹ Tämä on seurausta siitä, että pääomalaina on takasijainen laina. Sen pääoma ja korko saadaan maksaa yhtiön selvitystilassa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkoja huonommalla oikeudella (OYL 12 luku 1 § 1 momentti 1 kohta). Muuten pääomalainojen asema on kuitenkin yhtiön selvitystilassa tai konkurssissa sama kuin muidenkin velkojen; jos pääomalainaa ei pystytä maksamaan täysimääräisesti takaisin yhtiön ollessa selvitystilassa, johtaa tämä maksukyvyttömyys yhtiön konkurssiin asettamiseen¹³⁰.

Muissa tilanteissa lainan pääoma saadaan palauttaa, tai maksaa korkoa vain siltä osin, kuin yhtiön vapaan oman pääoman ja kaikkien pääomalainojen määrä maksuhetkellä ylittää yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistettavan, tai sitä uudempaan tilinpäätökseen sisältyvän taseen mukaisen tappion määrän (OYL 12 luku 1 § 1 momentti 2 kohta). Pääomalainan pääoman palautus ei siis säädöksen mukaan edellytä vapaata omaa pääomaa, vaan sen palautukseen voidaan käyttää myös pääomalainaehtoin yhtiölle lainattua pääomaa. Edelleen pääomalainan korko voidaan maksaa vaikkei yhtiöllä olisi ollut voitonjakokelpoisia varoja ilman koron maksamistaan. Säädöksen

¹²⁷ Mähönen & Villa 2006 II, s. 135–137; Lauriala 2008, s. 312–313.

¹²⁸ Lauriala 2008, s. 312–314.

¹²⁹ Villa 2010, s. 457, 460.

¹³⁰ HE 109/2005, s. 120.

mukaan korkoa voidaan kuitenkin maksaa vain sen verran, että sen maksamisen jälkeen pääomallainojen pääoman ja vapaan oman pääoman yhteenlaskettu määrä ylittää edelleen taseen osoittaman tappion määrän.¹³¹ Jos korkoa ei voida maksaa, siirtyy se maksettavaksi ensimmäisen sellaisen tilinpäätöksen perusteella, jonka perusteella se voidaan maksaa (OYL 12 luku 2 § 2 momentti). Huomionarvoista on, että tilinpäätöksen tulee siis olla myös tilintarkastettu, jotta pääomallainan maksuedellytykset täyttyvät¹³².

Pääomallainaan ei sovelleta OYL 13 luvun 2 § mukaista maksukykyisyystestiä. Tätä on perusteltu sillä, että pääomallainan velkojalla ei ole vastaavia keinoja vaikuttaa yhtiön hallintoon, tai selvittää yhtiön maksukykyisyyttä kuin osakkeenomistajalla.¹³³ Pääomallaina on myös lähtökohtaisesti velkaa, ja sen pääoman palautuksessa ja koron maksussa on siis kysymys velan ja sen koron maksamisesta sopimuksen perusteella velkojalle¹³⁴.

Yhtiö tai sen tytäryhteisö ei saa antaa vakuutta pääomallainan koron maksamisesta tai pääoman palauttamisesta (OYL 12 luku 1 § 1 momentti 3 kohta). Muiden tahojen antamat vakuudet ovat kuitenkin sallittuja. Esimerkiksi velallisyhtiön emoyhtiö tai emoyhtiön toinen tytäryhtiö, eli velallisyhtiön sisaryhtiö, voi antaa tässä tarkoitetun vakuuden. Lievennystä on perusteltu sillä, että säännöksen tarkoituksena on nimenomaan estää se, että vakuus tosiasiallisesti annetaan yhtiön omista varoista. Säännöksellä halutaan varmistaa, että pääomallaina tosiasiallisestikin on maksunsaantioikeudeltaan takasijainen.¹³⁵ Pääomallainoilla on keskenään yhtäläinen oikeus yhtiön varoihin, jollei muuta ole yhtiön ja pääomallainojen velkojien kesken sovittu (OYL 12 luku 2 § 3 momentti). Säännös siis mahdollistaa, että pääomallainojen antajat ja yhtiö voivat sopia toisin pääomallainojen keskinäisestä maksunsaantijärjestyksestä.

Pääomallaina merkitään taseeseen erillisenä eränä (OYL 12 luku 2 § 4 momentti). Se, merkitäänkö pääomallaina taseeseen oman vai vieraan pääoman eräksi riippuu yhtiöön sovellettavista kirjanpitosäännöksistä¹³⁶. IFRS-standardien mukaan pääomallainaa ei yleensä voida pitää omana pääomana. Tasekirjauksilla ei luonnollisesti ole vaikutusta pääomallainan osapuolille tuottamiin oikeuksiin ja velvollisuuksiin, vaan ne määräytyvät pääomallainasopimuksen perusteella.¹³⁷

¹³¹ HE 109/2005, s. 121; Villa 2010, s. 464–465.

¹³² Villa 2006, s. 18. OYL 13 luvun 3 § mukaan varojen jakamisen on perustuttava viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen jonka on oltava tilintarkastettu, jos yhtiössä on lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan velvollisuus valita tilintarkastaja.

¹³³ HE 109/2005, s. 121.

¹³⁴ Mähönen & Villa 2006 II, s. 186.

¹³⁵ HE 109/2005, s. 121.

¹³⁶ HE 109/2005, s. 122.

¹³⁷ Mähönen & Villa 2006 II, s. 191.

Pääomalaina voidaan velkojansa suostumuksella käyttää osakepääoman korotuksen maksuksi, muuntaa sijoitetuksi vapaaksi omaksi pääomaksi tai käyttää yhtiön tappion kattamiseen (OYL 12 luku 1 § 3 momentti). Pääomalaina voidaan siis esimerkiksi muuntaa osakkeeksi kuittaamalla osakkeen merkintähinta lainapääomalla. Velkojien suoja ei heikkene näiden toimenpiteiden seurauksena, sillä sekä vapaan että osakepääoman maksuedellytykset ovat maksunsaantijärjestyksen perusteella tiukemmat kuin pääomalainalla.¹³⁸

Pääomalainan ja osakkeen keskinäistä suhdetta on myös tarkasteltu. Toisin kuin osakkeeseen, pääomalainaan ei voida suoraan liittää kontrollioikeuksia kuten äänioikeutta. Toisaalta siihen voidaan kuitenkin liittää vaihtovelkakirjaehto, joka oikeuttaa osakemerkintään, joka puolestaan tuottaa kontrollioikeudet. Yhtiön hallitus voi päättää pääomalainan ottamisesta ja takaisinmaksusta. Pääomalaina ei edellytä yhtiöjärjestysmääräyksiä, eikä sitä oteta myöskään huomioon konserni- ja lähipiirimenetelmissä.¹³⁹

4.2.7 Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalaina on laina, jonka koko pääoma tai osa siitä, ja mahdollisesti myös sen korot, voidaan vaihtaa vaihtovelkakirjan määräämässä suhteessa kohdeyhtiön osakkeisiin. Sijoittajalla on mahdollisuus irtaantua velkasuhteestaan yhtiöön, mutta hän voi myös valita omistusoikeuden yhtiössä, ja näin hyötyä sen arvonnoususta. Lainanantajat voivat yleensä vapaasti päättää, käyttävätkö he osakkeiden merkintäoikeutta. Kuitenkin, koska vaihtovelkakirjalainan ehdoista voidaan sopia hyvin vapaasti, voi olla, että lainanantajalla on suorastaan velvollisuus osakkeiden merkintään. Tämä velvollisuus voi perustua esimerkiksi yhtiölle annettuun oikeuteen päättää vaihtovelkakirjan vaihtamisesta, jolloin puhutaan oikeastaan käänteisestä vaihtovelkakirjalainasta. Vaikka vaihtovelkakirjalainaa ei mainitakaan suoraan uudessa osakeyhtiölaissa, voidaan katsoa, että se kuuluu 10 luvun 1 § mainittuihin optio ja muihin erityisiin oikeuksiin, jotka oikeuttavat maksua vastaan saamaan uusia osakkeita tai yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. Tämä ilmenee pykälän 2 momentista, jossa mainitaan, että oikeus voidaan antaa yhtiön velkojalle siten, että oikeuteen liittyy ehto velkojan saatavan käyttämisestä osakkeen merkintähinnan kuittaamiseen. Tällaisen oikeuden antamiseen on saman pykälän mukaan oltava yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Vaihtovelkakirjalaina voi olla myös joukkovelkakirjalaina. Tällöin sillä voidaan käydä julkista kauppaa.¹⁴⁰

¹³⁸ HE 109/2005, s. 122; Villa 2006, s. 18.

¹³⁹ Lauriala 2004, s. 127; Lauriala 2008, s. 203–204.

¹⁴⁰ Mähönen & Villa 2006 II, s. 270–272; Lautjärvi 2011, s. 1358–1359.

Kun velkojan saaminen kuitataan vaihtovelkakirjan välityksellä merkitsemällä yhtiön osakkeita, yhtiö ei saa lisää pääomaa niin kuin yleensä osakkeita merkittäessä, sillä yhtiön velka vain muuttuu omaksi pääomaksi. Vaihtovelkakirjan vaihtaminen yhtiön osakkeisiin kuitenkin vahvistaa yhtiön omavaraisuussuhdetta, sillä vieraan pääoman määrä vähenee ja oman pääoman määrä kasvaa. Tällä saattaa olla vaikutusta yhtiön muun rahoituksen hintaan. Vaihtovelkakirjan käyttämiselle voi olla sijoittajalle kaksi tarkoitusta. Hän voi ensinnäkin tavoitella kontrollioikeuksia yhtiössä, sillä käyttämällä vaihtovelkakirjan vaihto-ominaisuutta hänestä tulee yhtiön osakkeenomistaja. Toisaalta hänen on mahdollista kasvattaa sijoituksesta samaansa tuottoa, mikäli kohdeyhtiön osakkeen arvo nousee.¹⁴¹ Koska vaihtovelkakirjalaina on vieraan pääoman luonteinen rahoitusinstrumentti, se on luonteeltaan joustavampi kuin osakkeisiin perustuvat väli-pääomarahoitusinstrumentit¹⁴².

Vaihtovelkakirjan vaihto osakkeisiin voi tapahtua laina-aikana joko sovittun ajan kulluttua tai tiettyjen olosuhteiden vallitessa. Vaihtosuhde voidaan määrittää ennalta kiinteäksi, tai vaihtoehtoisesti voidaan sopia, että se määräytyy vaihtoajankohdan olosuhteiden mukaan. Tällöin vaihtosuhde voidaan määrittää esimerkiksi tiettyjen taloudellisten tunnuslukujen perusteella. Jos yhtiön osakkeen arvo nousee vaihtosuhdetta korkeammaksi, velkojan tuotto nousee. Jos taas osakkeen kurssikehitys ei vastaa sijoittajan toivomaa, sijoittaja saa halutessaan, jollei toisin ole sovittu, takaisin lainaamansa pääoman.¹⁴³

Sijoittajan on mahdollisuus saada lainalle korkoa, ja tämä korko on toisaalta velallisyhtiön verotuksessa vähennettävä erä. Koska velkoja siirtää osan tuotto-odotuksistaan osakkeen arvonnousuun, vaihtovelkakirjan korko on yleensä käypää korkoa alhaisempi. Vaihtovelkakirjan korkoa maksetaan yleensä siihen saakka, kunnes velka on vaihdettu yhtiön osakkeisiin tai lainan pääoma palautettu sijoittajalle. Mahdollisessa konkurssissa vaihtovelkakirjalainaehtoisen sijoittajan maksunsaantiasema on osakkeenomistajia parempi. Vaihtovelkakirjalaina voidaan kuitenkin sopimuksen perusteella laatia viimesijaiseksi tai pääomalainaehoiseksi.¹⁴⁴ Mikäli vaihtovelkakirjalaina on pääomalainaehtoinen, voidaan sen korko ja pääoma maksaa vain pääomalainaa koskevien säännösten puitteissa. Vaihtovelkakirjalainaa käytetään usein yhdistettynä vähemmistöosakkuuteen.¹⁴⁵

¹⁴¹ Mähönen & Villa 2006 II, s. 271–272.

¹⁴² Lautjärvi 2011, s. 1358–1359.

¹⁴³ Lauriala 2004, s. 113–116; Mähönen & Villa 2006, s. 271–272.

¹⁴⁴ Mähönen & Villa 2006 II, s. 271–272.

¹⁴⁵ Lauriala 2004, s. 113.

4.3 Pääomasijoittaminen

4.3.1 Yleistä

Pääomasijoittamisella tarkoitetaan suhteellisen lyhytaikaisten sijoitusten tekemistä julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, joilla ajatellaan olevan hyvät kehittymismahdollisuudet. Pääomasijoittaja ei siis ole yrityksen pitkäaikainen omistaja, vaan pyrkii irtautumaan yrityksestä tehdyn suunnitelman mukaan tai kun yhtiön arvo on noussut tarpeeksi korkeaksi. Kun pääomasijoittaja sitten luopuu osuudestaan yrityksessä, yrityksen mahdollinen arvonnousu realisoituu sijoittajalle. Pääomasijoittamisella tarkoitetaan sekä alkuvaiheen innovatiivisten yritysten kasvun rahoittamista (*engl.* venture investing) että buyout-markkinoille tapahtuvia sijoituksia. Buyout-markkinoilla toimivat sijoittajat rahoittavat esimerkiksi yritysostoja, toimintansa vakiinnuttaneiden yritysten paljon pääomia vaativia laajennushankkeita sekä yritysten tervehdyttämistä. Pääomasijoitustoimintaa voivat harjoittaa pääomasijoitusrahastot, institutionaaliset sijoittajat sekä varakkaat yksityishenkilöt (*engl.* business angels), joista taloudellisesti merkittävimpiä ovat kaksi ensin mainittua.¹⁴⁶

Kun pääomasijoittajat hakevat sijoitustoiminnallaan lyhyesti sanottuna voittoa, voi kohdeyhtiöllä olla muitakin syitä pääomasijoittajien kanssa toimimiseen kuin lisärahoituksen hankkiminen. Sen lisäksi, että pääomasijoittajat tuovat yrityksiin pääomaa, he tuovat mukanaan myös merkittävää lisäarvoa esimerkiksi toimialakohtaisella liiketoimintaosaamisellaan. Pääomasijoittajat voivat osallistua strategioiden luomiseen, budjetointiin, hallitustyöskentelyyn, johtamisjärjestelmien kehittämiseen ja rahoituksen kokonaisjärjestelyihin. He voivat myös avustaa esimerkiksi tuotekehityksen johtamisessa ja immateriaalioikeuksien hallinnassa. Erityisesti bioteknologiaan sijoittavilla pääomasijoittajilla tulisi olla huomattavasti toimialakohtaista osaamista alan monista erityispiirteistä johtuen. Pääomasijoittajat tuovat yrityksen käyttöön myös kansainvälisen yhteistyöverkkonsa. Se voi käsittää esimerkiksi siteitä alan huipputoimijoihin ja johtajiin sekä muihin pääomasijoittajiin. Viimeksi mainittu tarjoaa mahdollisuuden kerätä yhtiöön rinnakkaisia pääomasijoituksia useilta pääomasijoittajilta. Pääomasijoittajien mukanaolo yrityksessä parantaa yleensä myös yrityksen muun rahoituksen saannin mah-

¹⁴⁶ Viitala 2007, s. 3; FVCA:n tietoa pääomasijoittamisesta. Huomattavaa on, että niin yksityishenkilöt, kuin merkittävä osa institutionaalisista sijoittajistakin tekee sijoituksensa usein pääomarahastojen kautta sen sijaan, että ne tekisivät suoria sijoituksia kohdeyrityksiin. Institutionaaliset sijoittajat, kuten erilaiset eläke- ja vakuutusyhtiöt ovatkin käytännössä merkittävin pääomarahastojen osakasryhmä. (Viitala 2007, s. 3.)

dollisuutta. Kun osakepääoma korottuu sijoituksen myötä, kasvaa myös yrityksen velanottokyky. Lainanantajan näkökulmasta pääomasijoittajan mukaantulo nähdään myös niin, että yrityksen riskit jakaantuvat nyt useamman toimijan kesken. Pääomasijoittajan mukanaolo yrityksessä lisää myös yrityksen uskottavuutta. Rahoituksen saaminen muilta tahoilta voi helpottaa, kun tiedetään, että toimialan tunteva pääomasijoittaja on jo tarkastanut yrityksen ennen oman sijoituspäätöksenä tekoa.¹⁴⁷

Pääomasijoittamiseen liittyy usein huomattavia riskejä, koska kohdeyritykset ovat usein toimintansa melko aikaisessa vaiheessa, ja näin ollen niiden kaupallinen menestyminen tulevaisuudessa ei ole varmaa. Sijoittajat hallitsevat riskiään muodostamalla sijoituksistaan salkun, joka jakaa sijoittajan varoja useaan kohdeyritykseen. Lisäksi riskiä jaetaan muiden sijoittajien tai julkisen rahoittajatahon kanssa tekemällä sijoituksia samoihin kohteisiin. Koska tuoton ja riskin on kuljettava käsi kädessä, pääomasijoittajat vaativat sijoituksilleen yleensä huomattavan korkeaa tuottoa.¹⁴⁸ Kappaleessa käsitellään myöhemmin erityisiin sopimuksiin perustuvia pääomasijoittajien riskinhallintakeinoja.

Pääomasijoitus tehdään yleensä merkitsemällä osakkeita osakepääoman korotuksessa tai ostamalla osakkeita omistuksestaan irtautuvilta osakkeenomistajilta. Osakkeiden lisäksi tyypillisiä pääomasijoittajien käyttämiä rahoitusinstrumentteja ovat vaihtovelkakirja- ja pääomalainat sekä muut välipääomarahoitusinstrumentit. Sijoitukset voivat olla myös sellaisia, että niissä yhdistellään ominaisuuksia monista eri instrumenteista. Vaikka pääomasijoittaja tuleekin usein omistajaksi kohdeyhtiöön, hän on kuitenkin yleensä vähemmistöomistaja perustajaosakkaiden omistaessa enemmistön yhtiöstä. Kun omistus jakaantuu usealle taholle, on myös mahdollista, ettei kelläkään omistajalla ole enemmistöosuutta yhtiössä.¹⁴⁹

Pääomasijoittajat jaksottavat usein sijoituksiaan, jolloin he voivat arvioida tietyn kauden ajan yrityksen toimintaa, ja päättää tämän jälkeen mikäli he haluavat rahoittaa yritystä myös seuraavilla rahoituskierroksilla. Uusi rahoituskierros järjestetään, kun yhtiö on lisärahoituksen tarpeessa. Pääomasijoittajat voivat sitoa lisärahoituksen esi-

¹⁴⁷ FVCA:n tietoa pääomasijoittamisesta; Hidén & Tähtinen 2005, s. 16–17.

¹⁴⁸ Lauriala 2004, s. 22.

¹⁴⁹ Viitala 2007, s. 4; FVCA:n tietoa pääomasijoittamisesta. Pääomasijoittajien vähemmistöosuuteen tyytymistä voidaan selittää sillä, että he eivät pyri saamaan kohdeyrityksestä tuottoa niinkään tulevan osinkovirran, kuin tulevan osakkeen arvonnousun kautta (Helminen 1995, s. 29; Stedman & Jones 1994, s. 127, 137). On katsottu, että perustajaosakkaille jäävä enemmistöosuus edesauttaa parhaiten osakkeen arvonnousua, sillä tällöin perustajaosakkailta on suurin kannustin yhtiön arvon kasvattamiseen hyödyntämällä toimialakohtaista osaamistaan. Samalla perustajaosakkaat saadaan sitoutettua yritykseen. Perustajaosakkaiden sitouttaminen on tärkeää, sillä heillä on usein hallussaan yhtiön menestyksen kannalta kriittinen tekninen osaaminen ja tietämys. (Stedman & Jones 1994, s. 140.)

merkiksi siihen, täyttääkö yritys sijoittajien sille määrittelemät tavoitteet. Lisärahoituksen myöntämiseksi asetetaan luonnollisesti yleensä sitä tiukemmat ehdot, mitä vähemmän yrityksellä on muita rahoitusvaihtoehtoja.¹⁵⁰

4.3.2 Pääomasijoitusrahaston toiminta

Pääomasijoitusrahastot ovat Suomessa yleensä kommandiittiyhtiömuotoisia¹⁵¹ rahastoja, joissa osakeyhtiömuotoinen hallinnointiyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä. Koska kommandiittiyhtiöiden toimintaa säätelevä laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on laadittu lähinnä pienimuotoisen yritystoiminnan tarpeisiin, sen sovellettavuus pääomarahastojen toimintaan on rajallista. Lisäksi tämä laki on pääosin tahdonvaltainen lukuun ottamatta säännöksiä yhtiömiesten tilintarkastusoikeudesta sekä oikeudesta moittia yhtiön tilinpäätöstä. Yhtiömiesten velvollisuudet toisiaan kohtaan onkin pääomasijoitusrahastoissa määritetty usein lähes tyhjentävästi monimutkaisten ja laajojen sopimusjärjestelyjen avulla. Yleensä varsinaisen yhtiösopimuksen lisäksi tehdään ei-julkinen sopimus rahaston toiminnasta. Sopimusjärjestelyjen logiikkaa, sekä usein myös sopimustekniset yksityiskohdat, on usein omaksuttu lähes suoraan kehittyneemmiltä pääomamarkkinoilta, kuten Yhdysvalloista.¹⁵² Kommandiittiyhtiömuodon vähäinen sääntely on kuitenkin myös etu, koska näin yhtiömiehet voivat sopia tehokkaammin ja tilannekohtaisemmin yhtiön toiminnasta. Toinen kommandiittiyhtiömuodon tarjoama etu on sen verotuksellinen asema. Kommandiittiyhtiö, tai sitä vastaava kansainvälinen limited partnership -rakenne, ei ole yleensä erillinen verovelvollinen, vaan rahaston tuotto verotetaan yhtiömiesten tulona (TVL 2 osa 2 luku 16 §). Tämä seikka on merkittävä erityisesti verovapaiden toimijoiden, kuten rahastosijoituksia tekevien julkisten tahojen, kannalta.¹⁵³

Sijoittajat antavat kommandiittiyhtiölle peruuttamattoman sijoitussitoumuksen eli kommitmentin, jonka mukaan he luovuttavat rahastolle tarvittaessa pääomaa tiettyyn

¹⁵⁰ Bienz & Hirsch 2012, s. 157–158.

¹⁵¹ Kommandiittiyhtiössä yksi tai useampi harjoittaa yhdessä sopimuksen perusteella elinkeinotoimintaa yhteisen taloudellisen tarkoituksen saavuttamiseksi (AKYL 1 luku 1 §). Ky syntyy yhtiömiesten solmies-sa yhtiösopimuksen (AKYL 1 luku 2 §). AKYL 1 luvun 1 § mukaan vastuunalaisiksi yhtiömieheksi kutsutut yhtiömiehet vastaavat yhtiön velvoitteista niiden täyteen määrään kuin omasta velastaan. Vähintään yhden yhtiömiehistä on oltava vastuunalainen yhtiö mies. Äänettömät yhtiömiehet, joita voi olla yksi tai useampia, taas vastaavat yhtiön velvoitteista vain sopimuksen osoittaman omaisuuspanoksen verran.

¹⁵² Lauriala 2004, s. 39–40.

¹⁵³ Hidén & Tähtinen 2005, s. 40.

maksimimäärään saakka. Hallinnointiyhtiö etsii ja arvioi sijoituskohteita, ja valitsee mahdollisesti pitkänkin seurantaprosessin jälkeen lupaavimmat sijoituskohteet. Tähän seurantaprosessiin kuuluu keskeisesti edellä käsitelty due diligence -prosessi. Sopivan sijoituskohteen löytäminen voi kestää hyvinkin pitkään. Hallinnointiyhtiö tekee sijoitusesityksiä ennalta määritellyn, ja äänettömien yhtiömiesten hyväksymän sijoituspolitiikan mukaisesti. Hallintoyhtiössä hyväksytyt sijoitusesitykset viedään sijoitusneuvostoon, jossa on äänettömien yhtiömiesten edustajia. Sijoitus voidaan tehdä, kun se hyväksytään sijoitusneuvostossa. Rahasto toimii niin, että hallinnointiyhtiö sijoittaa ensin rahastoon oman panoksena, ja muut sijoittajat sijoittavat rahastoon tämän jälkeen yhtiösopimuksen mukaisen osuutensa. Vastuunalaisena yhtiömiehenä toimivan hallinnointiyhtiön sijoittama pääomapanos on usein hyvin pieni verrattuna sijoittajien sijoittamaan pääomapanokseen, noin yksi prosentti kaikista sijoitetuista varoista. Sijoittajat ovat velvollisia luovuttamaan rahastolle panoksen, joka on suhteessa heidän alkuperäiseen sijoitussitoumukseensa. Rahaston pääoma ohjataan suoraan kohdeyhtiöön, ja yhtiöstä saadaan vastikkeeksi osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita. Koska sijoittajat eivät luovuta sijoituspääomaa rahastoyhtiölle ennen kuin sopiva sijoituskohde on löytynyt, vaan antavat sen sijaan kommitmentin, pysyy pääoma mahdollisimman pitkään sijoittajien tuottavassa käytössä.¹⁵⁴

Sijoittajat pysyvät puuttumaan hallinnointiyhtiön toimiin oikeastaan ainoastaan sopimusteknisin keinoin. Sijoittajat voivat vaatia turvakseen esimerkiksi niin kutsutun key man -lausekkeen, jonka tarkoituksena on varmistaa avainhenkilöiden pysyminen hallinnointiyhtiössä. Key man -lausekkeen mukaan sijoittajien sijoitussitoumukset raukeavat tekemättömien sijoitusten osalta, mikäli joku hallinnointiyhtiön avainhenkilöstöstä jättää yhtiön ilman äänettömien yhtiömiesten, eli sijoittajien, suostumusta. Sijoittajat eivät yleensä pysty arvioimaan hallinnointiyhtiön toimia ainakaan yksittäisen sijoituskohteen osalta. Käytännössä hallinnointiyhtiön toimintaa on mahdollista arvioida kunnolla vasta kun sijoituksista irtaudutaan, ja niiden tuottoa päästään arvioimaan. Sijoittaja sitoutuu rahastoon käytännössä katsoen rahastoon koko sen elinajaksi. Tämä johtuu myös siitä, että maksatusten lopettaminen ja rahaston purkaminen aiheuttaisivat sijoittajille suuria kustannuksia.¹⁵⁵

¹⁵⁴ Lauriala 2004, s. 35–40; Lauriala 2008, s. 159–160.

¹⁵⁵ Lauriala 2004, s. 38, 46.

Yksittäisen pääomasijoitusrahaston elinikä on yleensä ennalta rajattu jonkin verran yli kymmeneksi vuodeksi¹⁵⁶. Ensimmäisen viiden vuoden aikana rahasto tekee sijoitukset kohdeyrityksiin, muutaman seuraavan vuoden aikana kasvatetaan yhtiöiden arvoa ja seuraavan noin viiden vuoden aikana sijoitukset realisoidaan. Kun tämä sykli on käyty läpi, rahasto yleensä puretaan, sillä hallinnointiyhtiö kerää usein mieluummin uusia rahastoja vanhojen rahastojen määräaikojen jatkamisen sijaan. Rahaston tuotto voidaan jakaa esimerkiksi niin, että vastuunalaiset yhtiömiehet saavat noin 20 % tuotoista ja äänettömät yhtiömiehet loput 80 %. Lisäksi vastuunalaiset yhtiömiehet saavat noin 2 % vuotuisen hallinnointipalkkion.¹⁵⁷

4.3.3 *Irtautuminen sijoituksesta*

Kuten edellä on todettu, pääomasijoitus tehdään yhtiöön yleensä ennalta määrättyksi ajaksi, jonka aikana yhtiön arvo pyritään nostamaan niin, että sijoitukselle saadaan siitä irrottautuessa mahdollisimman korkea tuotto. Irtautumiseen yhtiöstä on olemassa useita vaihtoehtoja, ja sijoittajan tulisi jo sijoitusvaiheessa olla tietoinen siitä, mitä irtaantumisstrategiaa tullaan käyttämään. Tällöin yhtiötä voidaan kehittää mahdollisimman johdonmukaisesti haluttuun suuntaan. Kun siis pääomasijoittajan ja mahdollisesti myös muiden omistajien irtaantumistavasta päästään yksimielisyyteen, voidaan yhtiötä kehittää niin, että sen arvo saadaan korkeimmaksi juuri haluttua irtaantumistapaa ajatellen. Täytyy kuitenkin muistaa, että yritysten toimintaympäristö elää jatkuvassa muutoksessa, ja tästä syystä myös irtaantumisstrategia saattaa muuttua ajan myötä. Irtautumisvaihtoehtoja ovat listautuminen pörssiin, yrityskauppa ja osakkeiden takaisinmyynti yhtiölle. Myös näiden vaihtoehtojen yhdistelmä on mahdollinen. On myös mahdollista, että sijoitus epäonnistuu, ja tällöin irtautuminen sijoituskohteesta voi tapahtua esimerkiksi yhtiön konkurssin kautta.¹⁵⁸

Listautumisen myötä yhtiölle avautuu jatkuva pääsy julkisille pääomamarkkinoille. Yhtiön on mahdollista julkisella osakeannilla kerätä merkittävästi edullisempaa rahoit-

¹⁵⁶ Useimmat pääomarahastot ovat suljettuja rahastoja, joihin ei voida ottaa enää uusia sijoittajia, tai lisää pääomaa sen jälkeen kun rahaston perustamisesta on kulunut tietty aika. Tämä aika on usein puolesta vuodesta vuoteen. Nämä suljetut rahastot toimivat lähtökohtaisesti vain ennalta määrätyn ajan, jonka jälkeen ne puretaan. Evergreen-rahastot taas toimivat ennalta määräämättömän ajan. Ne poikkeavat tyyppillisistä sijoitusrahastoista myös niin, että sijoittajilla on yleensä mahdollisuus irtautua rahastosta myös ennen rahaston toiminnan päättämistä. (Hidén & Tähtinen 2005, s. 21.)

¹⁵⁷ Lauriala 2002, s. 23, 35; Lauriala 2008, s. 155–157.

¹⁵⁸ Lauriala 2004, s. 199–200.

tusta kuin muista rahoituslähteistä saatava rahoitus on, sillä listautumisen myötä yhtiölle tarjoutuu mahdollisuus niin markkinaehtoisen osakepääoman kuin velkarahoituksenkin hankkimiseen. Listautuneen yhtiön osakkeelle kehittyy julkinen markkina-arvo, joka määräytyy useiden tekijöiden summana muodostuvan yhtiön arvostuksen perusteella. Yhtiön osake muuttuu listautumisen myötä myös likvidiksi, jolloin omistajat voivat lähtökohtaisesti myydä osakkeensa vapaasti valitsemallaan hetkellä. Listautuminen ei kuitenkaan useinkaan johda pääomasijoittajan nopeaan ja täydelliseen irtautumiseen yrityksestä. Sijoittaja saattaa odottaa, että yhtiön osakkeen arvo nousee tulevaisuudessa eikä irtaudu yrityksestä. Usein on myös niin, että yhtiön listautumisen järjestävät investointipankit edellyttävät, että pääomasijoittaja säilyttää vähemmistöosuuden yhtiössä tietyn ajan listautumisen jälkeen. Tämä vaatimus esitetään institutionaalisten sijoittajien luottamuksen ylläpitämiseksi. Pääomasijoittajan ajallisesti rajoitettu irtautuminen yhtiöstä saattaa johtaa siihen, että kun sijoittajalle määräajan kuluttua olisi mahdollista irtaantua yhtiöstä, irtaantuminen ei olekaan enää käytännöllisesti katsoen mahdollista. Tämä saattaa johtua siitä, että osakkeen hinta ei olekaan enää tyydyttävä, tai siitä, että osakkeen vaihto on hyvin heikkoa. Voi tietenkin myös olla, että osakkeen arvo on noussut, ja irtaantuminen onnistuu helposti osakkeen hyvän likviditeetin vuoksi.¹⁵⁹ Arvopaperimarkkinlaki, jonka säännösten ja määräysten toteuttamista valvoo finanssivalvonta (AML 1 luku 6 §), on keskeinen arvopapereiden liikkeelle laskua ja markkinoiden toimintaa määrittelevä säännöstö (AML 1 luku 1 §). Näiden lakisääteisten velvoitteiden lisäksi listautuvan tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yrityksen tulee noudattaa muun muassa arvopaperipörssin sääntöjä¹⁶⁰.

Yrityskaupassa tarkoittaa yleisesti järjestelyä, jossa yrityksen toiminta, ja sitä palveleva liikeomaisuus, tai yrityksen osakkeet tai osuudet vaihtavat omistajaa. Liiketoimintakaupassa myyjänä on yhtiö ja osakkeiden ja osuuksien kaupassa eli omistuskaupassa myyjänä on yhtiön omistaja. Myytävä osuus voi olla vähemmistöosuus, tätä suurempi osuus tai määräysvaltaan oikeuttava omistusosuus.¹⁶¹ Osakkeet voi ostaa toinen osakkeenomistaja, pääomasijoittaja tai esimerkiksi toinen yritys. Kun yrityskaupan toinen osapuoli on toinen yritys, yrityskauppa voi olla horisontaalinen tai vertikaalinen. Horisontaalisessa kaupassa kohdeyhtiö ja ostajayhtiö toimivat samalla toimialalla kuten bioteknologian alalla. Horisontaalisen yrityskaupan myötä ostajayhtiö voi pyrkiä kasvattamaan markkinaosuuttaan, tai saavuttamaan mittakaava- tai muita synergiaetuja. Ostettavalla yhtiöllä voi olla myös tiettyä erityisosaamista, joka sopii hankkivan yhtiön

¹⁵⁹ Lauriala 2004, s. 201–204.

¹⁶⁰ Helsingin pörssin toimintaa säätelevät arvopaperipörssin säännöt (voimassa 1.7.2010 lukien/NASDAQ OMX Helsinki).

¹⁶¹ Immonen 2008, s. 23–24.

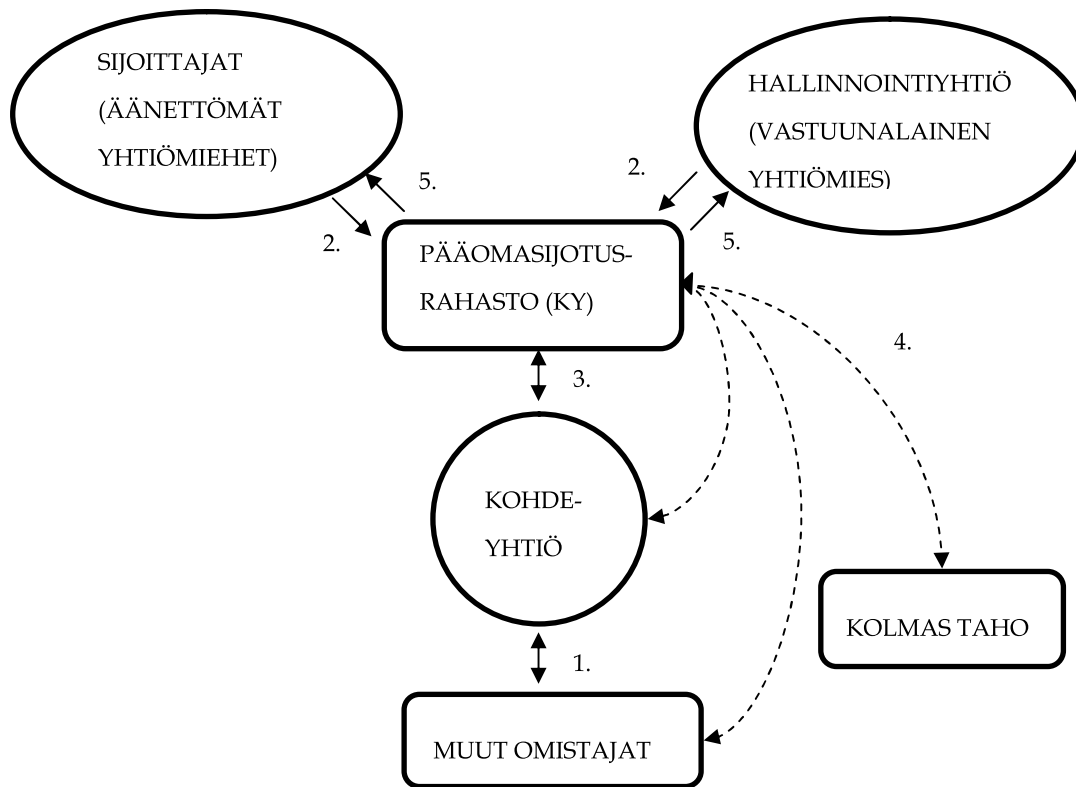
tuoteportfolioon. Vertikaalisessa yritysostossa yritykset sijaitsevat prosessin arvoketjussa eri paikoissa. Vertikaalisessa yritysostossa ostava yritys voi pyrkiä yrityskaupalla esimerkiksi parantamaan tuotantoketjun kokonaishallintaa.¹⁶² Immateriaalioikeuksien oikeanlainen siirtyminen saattaa asettaa haasteita yrityskauppatilanteessa. Omistuskaupassa tilanne ei ole kovinkaan ongelmallinen, sillä omistajaa vaihtavat vain yhtiön osuudet, ja yhtiö jatkaa edelleen oikeuksien omistajana. Liiketoimintakaupan osalta tilanne saattaa muodostua ongelmallisemmaksi, sillä immateriaalioikeuksien siirtyminen yhtiöltä toiselle ei ole liiketoimintakaupassa suoraviivaista. Jokaista patenttia ja lisenssisopimusta onkin liiketoimintakaupassa tarkasteltava erikseen.¹⁶³

Listautumista on perinteisesti pidetty ensisijaisena irtautumisväylänä sijoituksesta, mutta osakekannan myynti esimerkiksi teolliselle kumppanille muodostuu nykyään yhä useammin sijoittajien kannalta paremmaksi vaihtoehdoksi. Syynä tähän ovat esimerkiksi vaikeasti ennakoitavat suhdannevaihtelut sekä se, että kohdeyhtiön voi olla vaikea saavuttaa listautumisen edellytykset. Yritysmyynti on pääomasijoitusrahaston sijoittajaosapuolten kannalta hyvä irtaantumisasihtoehto myös siinä mielessä, että kaupasta saadaan nopeasti maksu yleensä käteisessä valuutassa, tai muissa markkinoilla helposti vaihdettavissa olevissa rahoitusinstrumenteissa.¹⁶⁴ Kuten edellä tuli ilmi, listautumisen kohdalla sijoituksesta irtaantuminen ei välttämättä ole näin suoraviivaista.

¹⁶² Lauriala 2004, s. 208–213.

¹⁶³ Tikkanen 2007, s. 31–32.

¹⁶⁴ Lauriala 2004, s. 208–213; Lauriala 2008, s. 266.



Kuvio 2. Pääomasijoitusrahastojen sijoitusprosessi. Perustajaosakkaat (muut omistajat) perustavat kohdeyhtiön sijoittamalla siihen pääomaa, ja saavat vastineeksi yhtiön osakkeita (1.). Kommandiittiyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto kerää pääomaa sekä hallinnointiyhtiöltä sekä sijoittajilta (2.). Pääomasijoitusrahasto tekee oman pääoman ehtoisen sijoituksen kohdeyhtiöön, ja saa vastikkeeksi yhtiön osakkeita (3.). Kun sijoituksen arvo on noussut tarpeeksi, pääomasijoitusrahasto pyrkii irtaantumaan kohdeyhtiöstä. Tällöin se myy omistamansa kohdeyhtiön osakkeet takaisin yhtiölle, yhtiön muille omistajille tai kolmannelle taholle (4.). Kun rahasto on realisoinut sijoituksena, se lakautetaan, ja kerätty voitto jaetaan yhtiömiehille (5.).

4.3.4 Lisäsopimisen tarve

Osakeyhtiölaki jättää monia seikkoja avoimeksi niin, että osakkeenomistajat voivat sopia niistä keskenään esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä tai osakassopimuksessa. Erityisesti pääomasijoittamisen tapauksessa osakeyhtiölaki ei ole niin kattava, että ainoastaan sen avulla voitaisiin määrittää osakkeenomistajien, esimerkiksi perustajaosakkaiden ja pääomasijoittajien, väliset suhteet tarpeeksi tyhjentävästi.¹⁶⁵ Tämä johtuu esimerkiksi siitä, että pääomasijoituksissa käytetään monipuolisia rahoitusinstrumentteja, jotka muuttuvat

¹⁶⁵ Lauriala 2004, s. 160; Pälä 2006, s. 235.

jatkuvasti kansainvälisen kehityksen mukana. Lainsäädännöllä ei voida, eikä olisi myöskään tarkoituksenmukaista hallita yksityiskohtaisesti tätä nopeasti muuttuvaa rahoituskenttää. Erilaisten rahoitusinstrumenttien ominaisuuksista ja käytöstä onkin tehokkainta sopia yhtiökohtaisesti sopimuksin.¹⁶⁶ Yksilölliset sopimusehdot ovat pääomasijoittajille myös keino hallita sijoitusriskiä, joka on niiden kohdetoimialoilla yleensä korkea. Pääomasijoittajat haluavat usein myös enemmän kontrollia yrityksessä, kuin mitä heillä olisi pelkän osakeyhtiölain perusteella. Tämä johtuu muun muassa siitä, että pääomasijoittajien ja yhtiön muiden omistajien välille saattaa muodostua erilaisia eturistiriititilanteita. Pääomasijoittajat ovat yleensä yhtiön vähemmistöosakkaita, jolloin enemmistön osakkeista omistavat perustajaosakkaat voisivat tehdä monet yhtiötä koskevat päätökset ottamatta lainkaan huomioon pääomasijoittajien mielipiteitä. Myös päämies-agenttiongelman voidaan katsoa olevan ajankohtainen pääomasijoitustoiminnassa. Pääomasijoittaja voidaan nähdä päämiehenä, ja yrityksen johto agenttina. Pääomasijoittaja sijoittaa merkittäviä pääomapanoksia yhtiöön, mutta sen voi kuitenkin olla vaikea valvoa, että pääoma käytetään niin, että yhtiön omistaja-arvo nousee. Erityisesti yhtiöissä, joissa tutkimus- ja tuotekehityskustannukset ovat suuret, sijoittajien voi olla vaikea arvioida, käytetäänkö heidän sijoittamansa varat tuottavasti. Pääomasijoittajien lisäkontrolli kohdeyrityksessä perustuu ensisijaisesti kohdeyhtiön ja sen muiden osakkeenomistajien kanssa tehtäviin monimutkaisiin sopimuksiin ja niiden sisältämiin kovenantteihin.¹⁶⁷ Mitä enemmän sijoittajilla on muuta kontrollia yrityksessä, kuten hallituspaikkoja, sitä vähemmän sopimuksissa yleensä käytetään kovenantteja. Pääomasijoitustoiminnassa käytetyt kovenantit ovat lähtökohtaisesti aina toimintakovenantteja. On havaittu, että kovenantteja käytetään enemmän sellaisen pääomasijoittajien tarjoaman rahoituksen yhteydessä, joka on enemmän vieraan kuin oman pääoman tyyppistä. Tämä

¹⁶⁶ Lauriala 2001, s. 4, 15.

¹⁶⁷ Lauriala 2004, s. 149–151; Bengtsson 2011, s. 1926.

johtuneet siitä, että oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen liittyy yleensä aina joitain kontrollioikeuksia.¹⁶⁸

4.3.5 *Osakassopimuksen merkityksestä*

Osakassopimuksen on katsottu olevan keskeisin pääomasijoituksiin liittyvä sopimus. Sitä, miksi lisäsopimisen välineenä käytetään pääomasijoittamisen tapauksessa enemmän osakassopimusta kuin yhtiöjärjestystä, on perusteltu ainakin kahdella seikalla. Ensimmäkin yhtiöjärjestys on rekisteröitävä kaupparekisteriin, jolloin se tulee samalla julkiseksi. Osakassopimus taas ei ole julkinen asiakirja, ja siihen voidaan vielä erikseen ottaa sopimusosapuolia sitovia salassapitomääräyksiä. Tämän eron merkitys korostuu pääomasijoitustoiminnassa, sillä pääomasijoittaja haluaa usein sopimukseen ehtoja, joiden halutaan pysyvän salassa. Tällaisia voivat olla esimerkiksi kohdeyrityksen arvostuskysymykset, sijoituksen suunniteltu kesto, suunniteltu irtaantumisreitti sekä sopimuksen mahdollisesti sisältämä tieto kohdeyrityksen immateriaalioikeuksista. Toinen osakassopimuksen käyttöä puoltava seikka on se, että sitä on helpompi muuttaa kuin yhtiöjärjestystä.¹⁶⁹ Päätös yhtiöjärjestyksen muuttamisesta on tehtävä yhtiökokouksessa määräenemmistöpäätöksellä (OYL 5 luku 30 § 1 momentti). Osakassopimuksen muuttamisesta ei taas tarvitse päättää yhtiökokouksessa, jolloin päätös muutoksista voidaan saada aikaan nopeammin. Osakassopimuksen muutoksia ei myöskään tarvitse rekisteröidä erikseen, vaan ne tulevat voimaan heti. Huomionarvoista kuitenkin on, että sopimuksen muuttaminen vaatii toki lähtökohtaisesti kaikkien sopimuksen osapuolten yksimielisyyden muutoksista.¹⁷⁰

¹⁶⁸ Bengtsson 2011, s. 1926–1943. Suurin osa pääomasijoitussopimuksista siis sisältää yksilöllisiä rahoitussopimuksen ehtoja eli kovenantteja, vaikka voisi ajatella, että näitä ei tarvittaisi. Ensimmäkin, sijoittaja voisi halutessaan ilmaista, että se ei enää jatkorahoituskierroksilla sijoita yhtiöön, mikäli yhtiötä ei hoideta niin kuin se haluaa. Tämä seikka todennäköisesti edesauttaisi sijoittajan toiveiden toteutumista, mutta tällainen vaikuttaminen saattaisi ymmärrettävästi vaikeuttaa tulevaa liiketoimintaa yhtiön perustajaosakkaiden kanssa. Toiseksi, pääomasijoittajat voivat käyttää kohdeyhtiöissä valtaa myös toimimalla niiden hallituksissa. Myöskään tämän seikan ei kuitenkaan ole katsottu antavan sijoittajalle tarpeeksi kontrollioikeuksia. Pääomasijoittajilla ei ensimmäikään yleensä ole enemmistöä hallituksessa, ja toiseksi yhtiön hallituksen jäseniä sitovat heidän fidusiaariset velvoitteensa yhtiötä kohtaan. (Bengtsson 2011, s. 1926–1943.)

¹⁶⁹ Pälä 2006, s. 256.

¹⁷⁰ Pälä 2006, s. 256.

Osakassopimus on nimensä mukaisesti erityisen merkittävä yhtiön perustajaosakkeiden ja yhtiöön omistajiksi tulevien pääomasijoittajien välillä. Kuitenkin myös niiden pääomasijoittajien, jotka tekevät sijoituksensa vaihtovelkakirjaa käyttäen on tärkeää turvata oikeutensa osakassopimuksella, vaikka he eivät vielä olisikaan muodollisesti osakkeenomistajan asemassa.¹⁷¹ Osakassopimus on sijoittajille ensinnäkin keino turvata sijoitettujen varojen käyttö heidän etujensa mukaisesti. Toiseksi osakassopimuksella pyritään kontrolloimaan kohdeyhtiön ja sen muiden omistajien toimintaa. Osakassopimuksella on siis sekä kontrolli- että riskinhallintafunktio. Kontrollin avulla pääomasijoittaja pyrkii lievittämään itsensä ja perustajaosakkaiden välistä asymmetrisen informaation ongelmaa, sitouttamaan perustajaosakkaat kohdeyhtiöön sekä turvaamaan alkuperäisen sijoituksensa tuoman valta-aseman ajan kuluessa. Riskinhallinnan tarkoituksena on turvata pääomasijoittajan sijoittaman pääomapanoksen pysyvyyttä ja takaisin-saantia.¹⁷²

Sopimuksen ja sen yksittäisten ehtojen avulla voidaan ohjata vahvasti yhtiön tulevaa kehitystä. Yhtiökokouksessa päätettävistä asioista sijoittaja voi osakassopimuksessa vaatia, että hänen suostumustaan kysytään tietyissä asioissa, tai että hänellä on veto-oikeus tiettyjen asioiden suhteen¹⁷³. Pääomasijoittajat voivat turvata asemaansa osakassopimuksissa myös niiden asioiden suhteen, joista päätetään yhtiön hallituksessa määräämällä, että he voivat nimetä osan hallituksen jäsenistä, ja edellyttämällä nimeämiensä hallituksen jäsenten hyväksyntää määrittelemissään kysymyksissä¹⁷⁴. Sopimuksella voidaan määrätä myös diluutiosuojasta, likvidaatioetuoikeudesta sekä muista osakkeisiin

¹⁷¹ Hidén & Tähtinen 2005, s. 245.

¹⁷² Pälä 2006, s. 286. Mitä suppeampi osakas pohja kohdeyhtiössä on, sitä tärkeämpi riskinhallintakeino osakassopimus on osakkeenomistajalle. Tämä johtuu siitä, että mitä laajemmalle omistus on levinnyt, sitä todennäköisemmin osakkeenomistaja löytää osakkeilleen halutessaan ostajan (Helminen 1995, s. 20).

¹⁷³ Lauriala 2004, s. 159–165. Tällaisia kysymyksiä ovat muun muassa yhtiöjärjestyksen muuttaminen, omien osakkeiden hankkiminen, osakepääoman korottaminen ja alentaminen, omien osakkeiden lunastaminen ja hankkiminen sekä optioiden, vaihtovelkakirja- ja optiolainojen liikkeellelasku, osingonjako, fuusiosta tai jakautumisesta päättäminen ja yhtiön purkaminen tai asettaminen selvitystilaan (Lauriala 2004, s. 163).

¹⁷⁴ Lauriala 2004, s. 159–165. Tällaisia kysymyksiä ovat muun muassa hallituksen puheenjohtajan tai toimitusjohtajan valinta ja erottaminen, budjetin hyväksyminen, budjetin ulkopuoliset tai yhtiön normaaliin liiketoimintaan liittymättömät huomattavat investoinnit, uusien tytäryhtiöiden perustaminen, liiketoimintasuunnitelmasta olennaisesti poikkeava päätös, yhtiölle merkittävät sopimukset, yhtiökokoukselle tehtävä voitonjakoehdotus sekä kohdeyhtiön yrityssaneerausmenettelyyn hakeutuminen sekä konkurssiin asettaminen (Lauriala 2004, s. 164–165).

liittyvistä erityisistä ehdoista, kuten osakkeiden liikkuvuutta määrittelevistä ehdoista¹⁷⁵. Esimerkiksi diluutiosuojan vaatiminen on bioalan yrityksiin tehtävissä pääomasijoituksissa luonnollista, sillä rahoituskierroksia järjestetään yleensä useita, ja anti voidaan usein perustellusti järjestää suunnattuna antina. Myös likvidatioetuoikeus-lausekkeet on mielletty hyvin merkittäväksi pääomasijoittajien suojakeinoksi, sillä niiden on katsottu olevan paras keino ohjalla johdon ja perustajaosakkaiden motivaatioita ja sitoutumista. Kuten edellä kuvattujen, rahoittajien vaatimien ehtojen luonteesta ilmenee, ehdoilla voi olla pitkäkestoisia vaikutuksia yrityksen toimintaan.¹⁷⁶

Perustajaomistajien ja pääomasijoittajien välinen osakassopimus muodostuu helposti epätasapainoiseksi. Perustajaosakkaan voidaan katsoa olevan yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta vahvempi osapuoli omistuksensa perusteella. Perustajaomistajien ei tarvitse ottaa uusia osakkaita, ellei taloudellinen tilanne edellytä rahoituksen hankkimista nimenomaan oman pääoman ehtoisesti. Toisaalta perustajaosakas voi tarvita sekä pääomasijoittajan sijoituspääomaa, että tämän osaamista yrityksen toiminnan kehittämiseksi ja kasvattamiseksi. Pääomasijoittaja taas on taloudellisesti riippumaton yhtiöstä, ja tällä on yleensä enemmän osaamista osakassopimusten laadinnasta ja pääomasijoitusneuvotteluista yleisestikin. Perustajaosakkaat voivat toki, ja heidän tuleekin käyttää juristia apunaan neuvotteluissa. On kuitenkin havaittu, että juristit eivät ole kyenneet havainnollistamaan perustajaosakkaille kovinkaan hyvin ehtojen merkitystä, ja perustajaosakkaat ovat kokeneet sopimukset usein epätasapainoisiksi. Yksittäisistä ehdoista erityisesti likvidatioetuoikeus- ja diluutiosuojaehdoja tulisi tarkastella erityisen yksityiskohtaisesti, sillä ne ovat usein monimutkaisia ja taloudellisesti erittäin merkittäviä. Yleisesti sopimuksen tasapainon vinoutuminen liittyy usein yrityksen arvonmääritykseen ja tämän osana immateriaalioikeuksien arvostamiseen, sillä immateriaalioikeudet ovat usein bioteknologiayritysten merkittävintä omaisuutta.¹⁷⁷ Immateriaalioikeuksien arvon määrittäminen on haasteellista, tilannekohtaista ja määritetty arvo on aina korostetun subjektiivinen. Merkittävin arvonmääritystä vaikeuttava seikka on, että immateriaalioikeuksien arvoon vaikuttavat keskeisesti tulevaisuudessa tapahtuvat asiat. Immateriaalioikeuksien todellinen arvo saadaankin lopulta selville ainoastaan myymällä nämä oikeudet.¹⁷⁸

¹⁷⁵ Osakkeisiin voidaan siis liittää osakassopimuksissa erityisiä ehtoja. On kuitenkin muistettava, että osakkeita ei voi määrätä yhtiöoikeudellisessa mielessä erilajisiksi osakassopimuksessa, sillä tämä on OYL 3 luvun 1 § mukaan tehtävä yhtiöjärjestyksessä.

¹⁷⁶ Lauriala 2008, s. 317.

¹⁷⁷ Tokola 2007, s. 50–64.

¹⁷⁸ Bergström 2002, s. 466–467, 474–475.

4.3.6 Osakkeiden liikkuvuuteen liittyviä ehtoja

On hyvin yleistä, että pääomasijoituksen osana yhtiön osakkeisiin liitetään niiden luovuttamiseen ja hankkimiseen liittyviä ehtoja. Nämä ehdot voidaan tuoda esiin esimerkiksi osakassopimuksessa.¹⁷⁹

Sijoittajan on tärkeää voida luottaa yhtiön omistajatahon pysyvyyteen, koska esimerkiksi bioalalla toimivien yritysten toiminta on vahvasti riippuvainen yhtiön perustajien ja johdon henkisestä pääomasta. Osakkeisiin voidaankin liittää erityyppisiä *luovutusrajoituksia* sen varmistamiseksi, että perustajaosakkaat pysyvät yhtiön omistajina. Rajoitukset voivat olla esimerkiksi sellaisia, että perustajaomistajien on säilytettävä tietty omistusosuus yhtiössä niin, että he eivät saa luovuttaa osakkeita siten, että heidän omistuksensa laskee tämän omistusosuuden alle. Luovutusrajoitukset voivat olla myös sellaisia, että ne koskevat osakkeiden luovutusta ainoastaan jollekin tietylle kolmannelle osapuolelle.¹⁸⁰

Lunastus- ja vestausjärjestelyt puolestaan mahdollistavat perustajaosakkaiden luovuttamisen omistuksestaan, mutta asettavat sille kuitenkin rajoitteita. Lunastuslauseke tarkoittaa sitä, että yhtiöllä on oikeus lunastaa yhtiön jättävän osakkaan osakkeet tiettyyn, ennalta määrättyyn hintaan. Osakkaan kannalta pehmeämmät vestausehdot taas merkitsevät sitä, että yhtiöllä on oikeus lunastaa ainoastaan osa osakkeista, ja loput osakkeet osakas voi luovuttaa kolmannelle taholle käypään hintaan.¹⁸¹

Etuosto-oikeus taas merkitsee määräystä, jonka mukaan muilla osakkailta on etuoikeus ostaa osakkeet, jotka toinen osakkeenomistaja on aikeissa myydä kolmannelle. Lausekkeella voidaan estää ei-toivottujen tahojen tulo yhtiön osakkaiksi. Pääomasijoittajat eivät kuitenkaan yleensä suostu muille osakkaille annettaviin etuoosto-oikeuksiin, sillä ne hankaloittavat merkittävästi myyntineuvottelua. Ostajaehdokas ei todennäköi-

¹⁷⁹ Lauriala 2008, s. 261–262.

¹⁸⁰ Lauriala 2008, s. 261–262.

¹⁸¹ Lauriala 2008, s. 264–266.

sesti ryhdy varoja ja aikaa vievään yhtiön tarkastukseen, jos on mahdollista, että toinen osakas kuitenkin käyttää etuosto-oikeuttaan.¹⁸²

Kun pääomasijoittajan kanssa on sovittu *merkintäetuoikeudesta*, on tälle annettava tämän niin vaatiessa tietyntyyppinen yksinoikeus osallistua yhtiön seuraaville rahoituskierroksille. Pääomasijoittaja saa siis käyttää sijoitusmahdollisuutensa ennen muita potentiaalisia sijoittajia. Hänen on myös saatava tehdä sijoituksensa täsmälleen samoilla ehdoilla kuin mahdollisten ulkopuolisten sijoittajien. Merkintäetuoikeus voidaan määrittellä sijoittajan ja yhtiön välillä eri tavoin. Merkintäetuoikeus voi esimerkiksi antaa sijoittajalle oikeuden merkitä koko osakeanti tai vain aikaisempaan omistusosuuteensa suhteessa oleva osuus osakeannista. Merkintäetuoikeus-ehto voi myös päinvastoin edellyttää, että sijoittajan on merkittävä osakeanti kokonaisuudessaan, tai kaikki hänen merkintäetuoikeutensa raukeavat. Näiden lausekkeiden arvo piilee esimerkiksi siinä, että sijoittaja voi niiden avulla varmistua paremmin sijoituksen jaksottamisen mukanaan tuomista hyödyistä. Tällaiset merkintäetuoikeudet tulevat ilmeisesti kuitenkin melko harvoin käytetyiksi.¹⁸³

Sijoittaja haluaa varmistaa, että osake muuttuu likvidiksi sijoituksen päättävässä yritysmyynti- tai listautumistilanteessa myös todellisuudessa. Tämän varmistamiseksi voidaan käyttää erilaisia *exit-ehdoja*. Exit-ehdoja käytetään, kun halutaan varautua osakkaiden välisiin erimielisyyksiin ja muiden osakkeenomistajien opportunistiseen käytökseen. Exit-ehdot mahdollistavatkin osakkeenomistajan irtautumisen kannattavasti yrityksestä myös tämäntyyppisissä hankalissa tilanteissa. Näitä lausekkeitä käytetään yleensä listaamattomissa yrityksissä, ja niistä sovitaan yleensä osakassopimuksissa

¹⁸² Hidén & Tähtinen 2005, s. 252. Esimerkiksi Biohit Oyj:n A-osakkeita koskee seuraava etuosto-oikeus. ”Jos A-osake siirtyy B-osakkeenomistajalle tai yhtiön ulkopuoliselle uudelle omistajalle, on siirronsaajan ilmoitettava siitä viipymättä hallitukselle ja A-osakkeenomistajilla on oikeus lunastaa osake seuraavilla ehdoilla: Lunastusoikeus ei koske perintöön, testamenttiin ja sulautumiseen perustuvia saantoja. Jos useimmat osakkaat haluavat käyttää lunastusoikeuttaan, on osakkeet jaettava hallituksen toimesta halukkaiden kesken heidän ostamiensa osakkeiden mukaisessa suhteessa. Mikäli jako ei näin mene tasan, jaetaan yli jääneet osakkeet lunastusta haluavien kesken arvalla. Lunastushinta on siirtäjän ja siirronsaajan sopima hinta, taikka jos saanto on vastikkeeton, osakkeen viimeiseen tilinpäätökseen perustuva arvo(...) Lunastusoikeutta sekä lunastushinnan määrää koskevat erimielisyydet on siirrettävä välimiesten ratkaistavaksi välimiesmenettelystä annetun lain mukaisessa järjestyksessä. Osakelajit eroavat toisistaan siten, että A-osakkeella on yhtiökokouksessa kaksikymmentä (20) ääntä ja B-osakkeella yksi (1) ääni. Osingonjaossa B-osakkeelle kuitenkin maksetaan kaksi (2) prosenttia nimellisarvostaan korkeampaa osinkoa kuin A-osakkeelle.” (Biohit Oyj:n osakkeiden lunastusmääräys.)

¹⁸³ Lauriala 2008, s. 263–264.

muiden kovenanttien ohella. Esimerkiksi myötämyyntivelvoite, myötämyyntioikeus ja pakkorealisoitilauseke ovat exit-ehtoja.¹⁸⁴

*Myötämyyntivelvoite (engl. drag along)*¹⁸⁵ tarkoittaa sitä, että yksittäisen pääomasijoittajan tai heidän ryhmittymänsä on mahdollista myydä myös muiden osakkeenomistajien osakkeet samoilla ehdoilla, kuin he myyvät omat osakkeensa. Heidän on siis niin kutsutusti oikeus vetää muut osakkeenomistajat mukaan kauppaan. Lauseke mahdollistaa vähemmistön oikeuden pakottaa koko osakekannan myynti. Myötämyyntilausekkeen myötä koko osakekannalle voidaan etsiä ostaja, jolloin hinta osaketta kohden on yleensä korkein. Mahdollisuus hankkia koko osakekanta on ostajalle suhteellisesti houkuttelevampi kuin esimerkiksi vähemmistöosakkaaksi tulo. Tämä on totta erityisesti korkean teknologian yritysten kohdalla, joita ollaan kiinnostuneita hankkimaan erityisesti, jotta niiden immateriaalioikeudet saataisiin haltuun. Myötämyyntiin velvoittavia ehtoja ei kuitenkaan ole toimeenpantu kovinkaan paljoa, sillä myös ostajapuolen intresseissä on, että kauppa toteutetaan kaikkien osapuolten yhteisymmärryksessä. Ilman perustajaosakkaiden apua ja yhteistyötä ostetun yrityksen integroiminen esimerkiksi suurempaan yhtiöön hankaloituu merkittävästi.¹⁸⁶

*Myötämyyntioikeus (engl. tag-along)*¹⁸⁷ suojaa pääomasijoittajaa siinä tapauksessa, että perustajaosakas päättää irtautua kohdeyhtiöstä ja myydä osakkeensa kolmannelle taholle. Myötämyyntioikeus-ehdon mukaan tällaisen omistajan on hankittava kaikille yhtiön osakkeille vastaava ostotarjous kuin omillekin osakkeilleen. Tällaisten ehtojen on katsottu ehkäisevän sitä, että perustajaosakkaat voivat irtautua kohdeyhtiöstä taloudellisesti kannattavasti ja jättää pääomasijoittajat ikään kuin jumiin yhtiöön. On tavallista, että tällaisia ehtoja otetaan mukaan osakassopimuksiin, mutta melko harvinaista että niitä joudutaan käyttämään käytännössä. Myötämyyntioikeus-lausekkeet toimivat myös tehokkaana vähemmistönsuojakeinona.¹⁸⁸

¹⁸⁴ Lauriala 2008, s. 266–268; Sáez Lacave & Bernejo Gutiérrez 2010, s. 424.

¹⁸⁵ Myötämyyntivelvoite-lauseke voi kuulua esimerkiksi seuraavasti: Osakkeenomistaja B on oikeutettu vetämään mukaan (drag along) muut osakkeenomistajat kauppaan, joka on järjestetty kolmannen osapuolen kanssa, pakottaen muut osakkeenomistajat myymään osuutensa samalle ostajalle samoilla ehdoilla kuin osakkeenomistaja B (Sáez Lacave & Bernejo Gutiérrez 2010, s. 425).

¹⁸⁶ Lauriala 2008, s. 266–268; Sáez Lacave & Bernejo Gutiérrez 2010, s. 424–425.

¹⁸⁷ Myötämyyntioikeus-lauseke voi kuulua esimerkiksi seuraavasti: Osakkeenomistaja A:lla on oikeus päästä mukaan osakkeenomistaja B:n kolmannen kanssa sopimaan kauppaan tämän omistamista yhtiön osakkeista, ja myydä samalle ostajalle samoilla ehdoilla vastaava osuus omistuksestaan kuin osakkeenomistaja B:n (Sáez Lacave & Bernejo Gutiérrez 2010, s. 424–425).

¹⁸⁸ Lauriala 2008, s. 269; Sáez Lacave & Bernejo Gutiérrez 2010, s. 449.

Forced exit eli pakkorealisointilausekkeet ovat määräyksiä, jonka perusteella tietyllä osakkaalla tai osakkailta on oikeus aloittaa prosessi, jolla tähdätään esimerkiksi listautumiseen tai kohdeyhtiön myyntiin. Lausekkeiden olemassaolo ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö realisointiprosessi tapahtuisi usein omistajien hyvässä yhteishengessä.¹⁸⁹ Esimerkiksi *IPO-lausekkeita* käytetään, kun halutaan sopia ennalta tilanteista, jolloin yritys listataan pörssiin. Lausekkeessa voidaan tuoda esimerkiksi ilmi, että osakas voi vaatia yhtiön listautumista, kun tietty varallisuustaso on saavutettu, tai kun yhtiöllä on tarvetta ulkopuoliselle rahoitukselle. Lausekkeessa voidaan sopia myös listautumisen yhteydessä myytävien osakkeiden lajista, määrästä ja myynnin jaksotuksesta.¹⁹⁰

Anti-lockout-ehtoja käytetään tilanteissa, joissa jokin kolmas taho olisi halukas ostamaan pääomasijoittajan osakkeet, mutta perustajaosakas ei suostu myymään omia osakkeitaan. Ehdon mukaan perustajaosakas velvoitetaan ostamaan pääomasijoittajan osakkeet samaan hintaan ja samoilla ehdoilla kuin ulkopuolinen ostaja olisi valmis tekemään tämän. Mikäli tällaisia ehtoja käytetään, perustajaosakkaan on siis käytännössä pakko hyväksyä ostotarjous, joka pääomasijoittajalle tehdään tämän osakkeista, mikäli myös pääomasijoittaja hyväksyy tämän ostotarjouksen.¹⁹¹

4.3.7 *Lukuja Suomesta*

Tarkasti vain bioteknologiayrityksiin Suomessa tehtävistä pääomasijoituksista ei ole saatavilla tietoa. Melko hyvän kuvan alalle tehtävistä sijoituksista saa kuitenkin Suomen pääomasijoitusyhdistyksen ilmoittamista niin kutsutulle life science -toimialalle tehdyistä sijoituksista. Alla on esitetty tietoa suomalaisiin alan yrityksiin tehdyistä pääomasijoituksista (Taulukko 1). Taulukon luvut kattavat sekä buyout- että venture-sijoitukset.¹⁹²

¹⁸⁹ Hidén & Tähtinen 2005, s. 250–251.

¹⁹⁰ Lauriala 2008, s. 268.

¹⁹¹ Lauriala 2008, s. 268.

¹⁹² FVCA:n toimialatilastot. Life science -alaan kuuluvat FVCA:n jaottelussa bioteknologia, lääkkeidenkehitysteknologia, terveydenhoitolaitokset ja palvelut, lääketieteelliset tietojärjestelmät, lääketieteelliset laitteistot ja niihin liittyvä ohjelmisto, lääketieteelliset välineet ja tarvikkeet sekä lääkkeet ja lääkkeiden kuljetus.

Taulukko 1. Suomalasiin life science -alan yrityksiin tehdyt pääomasijoitukset vuosina 2008–2012.

| | Sijoitukset (M€) | Kohdeyhtiöitä (kpl) |
|------|------------------|---------------------|
| 2008 | 86 | 38 |
| 2009 | 243 | 43 |
| 2010 | 99 | 40 |
| 2011 | 326 | 35 |
| 2012 | 65 | 30 |

Merkittävä taulukosta havaittava seikka on, että sijoitetun pääoman määrä vaihtelee huomattavasti vuosittain. Tämä on toki melko luonnollista, kun ottaa huomioon pääomasijoittamisen luonteen. Sopivien sijoituskohteiden ja sijoittajien käytävissä olevan sijoituspääoman määrä kun ei pysy vakiona.

Buyout-sijoitukset kattavat life science -alan sijoituksista suurimman osan, sillä esimerkiksi vuonna 2010 venture-sijoitusten osuus oli 22 %, vuonna 2011 osuus oli 8 % ja vuonna 2012 osuus oli 25 %. Buyout-sijoitusten osuus Suomeen tehdyistä pääomasijoituksista on kuitenkin myös kokonaisuudessaan huomattavasti suurempi kuin venture-sijoitusten.¹⁹³

4.4 Corporate venturing

Bioteknologian alalla toimii paljon pieniä yrityksiä, joiden täytyy tehdä yhteistyötä toistensa tai alan suurempien yritysten kanssa saadakseen tarvittavan rahoituksen käyttöönsä¹⁹⁴. Edellä on esitetty, millä tavoin alan yritykset voivat kerätä tulorahoitusta toisilta, samalla alalla toimivilta yrityksiltä. Alan yritysten välinen rahoitus voi kuitenkin olla myös pääomarahoitusta.

Erityisesti niin kutsutulla corporate venturing -toiminnalla on jatkuvasti kasvava kansainvälinen merkitys aikaisen vaiheen innovaatioiden kehityksessä ja rahoituksessa¹⁹⁵. Corporate venturing -toiminnassa liikeyritykset sijoittavat listaamattomiin yrityksiin. Sijoitukset voivat olla joko suoria sijoituksia kohdeyhtiöihin, tai ne voivat tapahtua pääomasijoitusrahastojen kautta. Corporate venturing -rahastot tai -ohjelmat keräävät sijoitettavia varoja emoyhtiöltä sekä mahdollisesti myös ulkopuolisista lähteistä, kuten insti-

¹⁹³ FVCA:n toimialatilastot

¹⁹⁴ OECD 2011, s. 84.

¹⁹⁵ Von Krogh 2012, s. 911–915.

tutionaalisilta sijoittajilta. Juridisesti rahasto voi olla järjestetty emoyhtiön tytäryhtiönä tai osastona.¹⁹⁶

Sille, miksi corporate venturing -toiminta on noussut bioteknologian alalla viime vuosina hyvin varteenotettavaksi vaihtoehdoksi, on ainakin kaksi selitystä. Ensinnäkin, nuorten bioteknologiayritysten on ollut viime aikoina vaikea saada kerättyä markkinoilta pääomia, sillä pääomasijoittajat ovat siirtäneet sijoituksiaan vähempiriskisiin, myöhemmässä kehitysvaiheessa oleviin yrityksiin. Toiseksi, talouden kansainvälisestä laskusuhdanteesta huolimatta suurilla bioteknologiayrityksillä on edelleen kassoissaan vapaata pääomaa sijoitettavaksi lupaaviin kasvuyrityksiin. Tämä johtuu siitä, että bioteknologia-ala ei ole niin herkkä talouden suhdannevaihteluille kuin monet muut toimialat. Alan yritysten tuotteiden tarkoituksena on usein vaikuttaa positiivisesti ihmisten terveyteen, jolloin niiden tuotteiden kulutuksessa ei lähtökohtaisesti tapahdu merkittävää laskua taloudellisesti huonompina aikoina.¹⁹⁷

Sijoittavalle yritykselle corporate venturing -toiminta tarjoaa taloudellisten etujen lisäksi muun muassa synergiaetuja, mahdollisuuksia päästä uusille markkinoille ja hyödyntää uusia teknologioita, sekä mahdollisuuden lisätä yrittäjähenkisyyttä ja nopeuttaa ideoiden käyttöönottoa. Näistä kaksi viimeistä voidaan saavuttaa kohdeyrityksen joustavien rakenteiden kautta. Kun sijoituksessa on mukana myös ulkopuolisia kumppaneita, sijoittava yritys pääsee jakamaan kohdeyrityksen aikaisen vaiheen innovaatioihin liittyvän riskin. Myös kohdeyritys voi hyötyä yhteistyöstä taloudellisten seikkojen lisäksi monella tavalla. Sen jatkorahoituksen hankinta saattaa helpottua, se voi saada sijoittavalta yritykseltä apua hallinnollisessa toiminnassa tai kansainvälistymisessä sekä se voi sijoittavan yrityksen kautta päästä käsiksi muun muassa uusiin jakelukanaviin.¹⁹⁸ Monet kohdeyrityksen saavuttamat edut lienevätkin samoja kuin niin kutsutussa perinteisessä pääomasijoitustoiminnassa. On kuitenkin myös havaittu, että yritykset, jotka saavat corporate venturing -rahoitusta solmivat helpommin lisenssi- ja yhteistyösopimuksia, päätyvät todennäköisemmin yritysoston kohteeksi ja fuusioituvat tai listautuvat todennäköisemmin kuin muiden pääomasijoittajien rahoittamat yritykset. Tämän epäillään johtuvan rahoittavien yritysten perinteisiä pääomasijoittajia paremmasta alakohtaisesta markkinatuntemuksesta. Yritysoston kohteeksi päättymisen suuremman todennä-

¹⁹⁶ Hidén & Tähtinen 2005, s. 29. Tytäryhtiö on yhtiö, jossa toisella yhtiöllä eli emoyhtiöllä on määräysvalta (OYL 8 luku 12 §). Määräysvallan käsite on määritelty kirjanpitolain (30.12.1997/1336) 1 luvun 5 §:ssä.

¹⁹⁷ Von Krogh 2012, s. 911–915.

¹⁹⁸ Hidén & Tähtinen 2005, s. 29.

köisyyden ei havaittu selittyvän sillä, että niin kutsuttu emoyhtiö päätyisi ostamaan kohdeyhtiön.¹⁹⁹

Pienten bioteknologiayritysten omistajayrittäjät ovat kuitenkin usein skeptisiä corporate venturing -toimintaa kohtaan. Yrittäjät karttavat usein suurten yritysten mukaantuloa toimintaansa, sillä suurten yritysten päätösten tekemistä pidetään hitaana ja sisäisen byrokratian määrää korkeana. Sijoittavien yritysten tulisikin huolehtia sijoittaessaan siitä, että niiden prosessit olisivat yrittäjähenkisiä ja joustavia. Lisäksi ajatellaan, että suuret yritykset muuttavat usein strategiaansa ja vaihtavat ylintä johtoaan, mikä aiheuttaa epäjatkuvuutta. On kuitenkin havaittu, että vasten tätä yleistä oletttamaa, suurten yritysten sitoutuminen ja luotettavuus saattaisi olla vähintään yhtä hyvä yrittäjän kannalta kuin perinteisten pääomasijoitusrahastojen. Merkittävä epävarmuuden aiheuttaja on myös se, että innovaatioiden pelätään siirtyvän vasten kohdeyhtiön tarkoitusta sijoittavalle yhtiölle. Toiminnassa onkin muistettava innovaatioiden ja muun keskeisen informaation asianmukainen suojaus erityisesti siinä vaiheessa, kun sijoittaja vasta arvio kohdeyritystä sijoituspäätöksen taustaksi.²⁰⁰

Sillä, että suuret bioteknologiayritykset rahoittavat ja tekevät myös muuta yhteistyötä pienten alan yritysten kanssa, voi olla suuri merkitys myös toimialan paikalliselle menestykselle. Esimerkiksi tanskalaisten bioalan pienten yritysten on arveltu hyötynneen merkittävästi siitä seikasta, että maassa on suuria alan yrityksiä jotka ovat tehneet niiden kanssa yhteistyötä. Erityisen merkittävää on, että suuret alan yritykset ovat rahoittaneet näitä pieniä, toimintansa alkuvaiheessa olevia yrityksiä. Onkin todettu, että kun yritysten välinen rahoitus on tarpeeksi merkittävällä tasolla, alan on mahdollista muuttua niin kutsutusti itsenä hengissä pitäväksi.²⁰¹

4.5 Julkinen rahoitus

4.5.1 EU:n kilpailulainsäädännön vaikutus

Useat julkiset tahot tukevat Suomessa bioteknologian alalla toimivien innovatiivisten kasvuyritysten kehitystä muun muassa tarjoamalla näille yrityksille rahoitusta. Huomattavaa on, että julkisten tahojen myöntämän rahoituksen ehdoissa on otettava kotimaisen sääntelyn lisäksi huomioon myös kansainvälinen sääntely. Erityisen merkittäviä ovat

¹⁹⁹ Singh 2012, s. 10.

²⁰⁰ Von Krogh 2012, s. 911–915.

²⁰¹ Moran 2006, s. 1460–1461.

Euroopan unionin valtiontukia koskevat säännökset, jotka määrittävät Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa. Sopimuksen artiklassa 107 (aiemman EY-sopimuksen artikla 87) määritetään, että ”jollei perussopimuksissa toisin määrätä, jäsenvaltion myöntämä tai valtion varoista myönnetty tuki, joka vääristää tai uhkaa vääristää kilpailua suosimalla jotakin yritystä tai tuotannonalaa, ei sovellu sisämarkkinoille siltä osin kuin se vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan”.

Sääntö ei kuitenkaan ole niin jyrkkä, kuin miltä se aluksi vaikuttaa. EU-normit sisältävät suuren määrän poikkeuksia, jotka mahdollistavat valtiontukien käyttämisen julkisen rahoituksen osana. Ensinnäkin esimerkiksi niin kutsuttu vähämerkityksinen tuki on tällainen poikkeus, sillä yritykselle voidaan myöntää tukea kolmen verovuoden ajanjakson aikana yhteensä 200 000 euroa valtiontukisäännösten tätä estämättä²⁰². Lisäksi esimerkiksi pienille ja keskisuurille yrityksille myönnettävän investointituen, riskipääoman muodossa myönnettävän tuen, ja tutkimus- ja kehitystyöhön sekä innovaatiotoimintaan myönnettävän tuen on katsottu soveltuvan sisämarkkinoille tietyin edellytyksin²⁰³. EU:n kilpailunrajoituksia koskevat säännökset on huomioitu kansallisessa, julkisia rahoittajia koskevassa sääntelyssä.

4.5.2 Tekes

Teknologian ja innovaatioiden kehityskeskus (Tekes) on Suomen valtion virasto. Se rahoittaa niin yritysten, tutkimuslaitosten kuin yliopistojen sekä muidenkin korkeakoulujen hankkeita. Tekesillä on käytössään vuosittain yhteensä noin 600 miljoonaa euroa erilaisten projektien rahoittamiseen.²⁰⁴ Tekes voi tutkimus-, kehittämis- ja innovaatiotoiminnan rahoituksesta annetun valtion asetuksen (30.4.2008/298) mukaan myöntää valtion talousarvion puitteissa yrityksille avustusta ja lainaa tutkimus-, kehittämis- ja

²⁰² Komission asetus perustamissopimuksen 87 ja 88 artiklan soveltamisesta vähämerkityksiseen tukeen (1998/2006).

²⁰³ Komission asetus tiettyjen tukimuotojen toteamisesta yhteismarkkinoille soveltuviksi perustamissopimuksen 87 ja 88 artiklan mukaisesti (yleinen ryhmäpoikkeusasetus) (800/2008) 1 luku 1 artikla.

²⁰⁴ Tekes kannustaa kehittymään.

innovaatiotoimintaan (1 luku 1 § 2 momentti)²⁰⁵. Tämä asetus säätelee myös muuten Tekesin toimintaa. Rahoitusta voivat saada tutkimus- ja kehityshankkeisiinsa Suomessa rekisteröidyt ja Suomessa toimivat yritykset, mutta rahoitusta ei kuitenkaan voida asetuksen mukaan myöntää vaikeuksissa oleville yrityksille (1 luku 3 §). Hankkeisiin voi saada tukea, jos niiden voidaan katsoa hyödyttävän yhteiskuntaa, kansantaloutta tai ympäristöä (2 luku 4 § 1 momentti).

Tekesin tärkein kohderyhmä ovat pienet ja keskisuuret kansainväliseen kasvuun pyrkivät yritykset. Tämän ryhmän sisällä erityinen painopiste on nuoret kasvuyritykset, ja Tekes suuntaakin näille yrityksille noin kolmanneksen yrityksille myöntämästään kokonaisrahoituksesta.²⁰⁶ Tekes voi myöntää rahoitusta myös suurille yrityksille, mikäli voidaan varmistaa, että rahoituksella kannustava vaikutus (2 luku 9 §). Nuorten ja innovatiivisten yritysten erityisasemaa Tekesin myöntämän rahoituksen suhteen tuo esiin se, että rahoitusta nuorille ja innovatiivisille yrityksille on säädelty erikseen tutkimus-, kehittämis- ja innovaatiotoiminnan rahoituksesta annetun valtion asetuksen 3 luvussa. Luvussa on määritelty muun muassa niin kutsutun nuoren innovatiivisen yrityksen rahoituksen enimmäismäärää ja sen myöntämisedellytyksiä.

4.5.3 *Finnvera*

Finnvera on Suomen valtion omistama rahoitusyhtiö. Finnveran rahoitustoimintaa ohjaa muun muassa laki valtion erityisrahoitusyhtiön perustamiseen liittyvistä järjestelyistä (18.6.1998/442), laki valtion erityisrahoitusyhtiöstä (18.6.1998/443) ja laki valtion erityisrahoitusyhtiön luotto- takaus ja pääomasijoitustoiminnasta (18.6.1998/445), jonka mukaan Finnvera tarjoaa suomalaisille yrityksille lainoja, takauksia, vientitakuuta ja pääomasijoituksia. Finnveran tarkoituksena on edistää toiminnallaan yritystoiminnan, alueiden ja viennin kehitystä. Finnvera täydentää rahoitusmarkkinoiden toimintaa, ja jakaa kannattavaksi arvioitujen hankkeiden riskejä muiden rahoittajien kanssa.²⁰⁷

²⁰⁵ Hankkeen tukikelpoisten kustannusten perusteella laskettu tuki-intensiteetti voi lähtökohtaisesti olla julkisen perustutkimuksen osalta enintään 100 prosenttia, teollisen tutkimuksen osalta enintään 50 prosenttia ja kokeellisen kehittämisen osalta enintään 25 prosenttia (2 luku 7 § 1 momentti). Lainan korko on kolme prosenttiyksikköä alempi kuin kulloinkin voimassa oleva valtiovarainministeriön vahvistama peruskorko, kuitenkin vähintään yksi prosentti (2 luku 12 §) ja laina-aika on lähtökohtaisesti enintään kymmenen vuotta (2 luku 11 §).

²⁰⁶ Tekes ja nuoret kasvuyritykset.

²⁰⁷ Finnvera lyhyesti.

4.5.4 Sitra

Suomen itsenäisyyden juhlarahasto (Sitra) on julkisoikeudellinen rahasto, joka toimii suoraan eduskunnan alaisuudessa. Sitran toimintaa säätelee laki Suomen itsenäisyyden juhlarahastosta (24.8.1990/717). ”Rahaston tavoitteena on edistää Suomen vakaata ja tasapainoista kehitystä, talouden määrällistä ja laadullista kasvua sekä kansainvälistä kilpailukykyä ja yhteistyötä toimimalla erityisesti sellaisten hankkeiden toteuttamiseksi, jotka vaikuttavat kansantalouden voimavarojen käyttöä tehostavasti tai tutkimuksen ja koulutuksen tasoa kohottavasti taikka jotka selvittävät tulevaisuuden kehitysvaihtoehtoja” (laki Suomen itsenäisyyden juhlarahastosta 1 luku 2 §). Rahasto voi tavoitteensa toteuttamiseksi myöntää lainoja ja muuta rahoitusta, joiden takaisinmaksu voidaan määrätä ehdolliseksi, myöntää avustuksia, takauksia ja takuita, osallistua yhteistyöhankkeisiin sekä omistaa osakkeita ja osuuksia yrityksissä (laki Suomen itsenäisyyden juhlarahastosta 1 luku 3 §).

Sitra ei kuitenkaan myönnä vastikkeettomia tukia tai avustuksia yksittäisille yrityksille. Rahasto sijoittaa pääasiassa yhtiöiden osakkeisiin, mutta se voi myös merkitä vaihtovelkakirjalainoja tai erityistapauksissa jopa lainoja. Sitra pyrkii tekemään sijoituksensa yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa, ja se pyrkii toimimaan yrityksissä aktiivisena omistajana muun muassa osallistumalla yritysten hallitustyöskentelyyn.²⁰⁸ Sitra tekee sijoituksia myös pääomasijoitusrahastoihin. Tällä hetkellä sillä on sijoituksia 17 kotimaisessa ja 27 kansainvälisessä pääomasijoitusrahastossa.²⁰⁹

4.5.5 Suomen teollisuussijoitus

Suomen teollisuussijoitus on Suomen valtion omistama pääomasijoitusyhtiö, jonka tarkoituksena on edistää pääomasijoitustoiminnan keinoin ja kansainvälisiä verkostoja käyttäen suomalaista yritystoimintaa, työllisyyttä ja talouden kasvua. Yhtiö tekee sijoituksia sekä rahastoihin että suoraan yrityksiin. Sijoituksia tehdään niin kotimaisiin kuin ulkomaisiin sijoitusrahastoihin. Sijoituksilla rahastoihin pyritään kasvattamaan rahastojen kiinnostusta pääomasijoituksiin Suomessa. Suoria sijoituksia voidaan tehdä suomalaisiin yrityksiin, mutta myös ulkomaalaisiin yrityksiin, mikäli sijoitus käytetään liiketoiminnan kehittämiseen Suomessa. Sijoitukset yrityksiin kootaan yhteistyössä ja samoin ehdoin yksityisten sijoittajien kanssa, jotka ovat tyypillisesti pääomasijoittajia ja institutionaalisia sijoittajia. Suomen teollisuussijoituksen osuus sijoitettavasta kokonaissum-

²⁰⁸ Sitran yritysrahoitus.

²⁰⁹ Sitran rahastosijoittaminen.

masta, samoin kuin sen omistus kohdeyrityksessä voi olla enintään puolet. Rahasto tekee oman pääoman ehtoisia sijoituksia käyttämällä osakesijoituksia, pääomalainaa, vaihtovelkakirjalainaa tai muita välipääomarahoitusinstrumentteja. Sijoitukset ovat markkinaehtoisia ja kaikille sijoituksille haetaan tuottoa. Yhtiön kokonaissijoitussumma on tällä hetkellä 720 miljoonaa euroa ja se on sijoitettu noin 80 pääomasijoitusrahastoon ja suoraan noin 80 yritykseen.²¹⁰

²¹⁰ Suomen teollisuussijoituksen sijoitustoiminnasta

5 LOPUKSI

Bioteknologian on mahdollista tarjota ratkaisu globaalilla tasolla moniin terveys- ja ympäristöongelmiin. Jotta markkinoille saataisiin tuotteita, jotka ratkaisivat nämä ongelmat, niitä kehittäville yrityksillä on oltava riittävästi rahoitusta, jotta paljon resursseja ja vaativaa kehitystoimintaa on mahdollista suorittaa. Bioteknologian toivotaan myös vauhdittavan Suomen talouden kasvua. Tähän on tarvetta, sillä monien tähän asti Suomen talouden tukijalkana toimineiden alojen merkitys maamme taloudelle on vähentynyt huomattavasti.

Bioteknologiayrityksillä on kuitenkin merkittäviä haasteita, jotka liittyvät niiden toiminnan rahoittamiseen. Tuotekehitysprosessin kesto on pitkä johtuen kehitysprosessin ennalta-arvaamattomuudesta ja tuotteiden markkinoilletuloa määrittävästä ymmärrettävästi raskaasta sääntelystä. Tästä seuraa merkittävä reaali-prosessin viive, joka lykkää tuotteesta saatavan tulorahoituksen saantia kauas tulevaisuuteen. Aloittelevilla ja nuorilla alan yrityksillä ei ole todennäköisesti yhtään tuotetta sellaisessa kehityksen vaiheessa, että niiden olisi mahdollista saada yritykseen tulorahoitusta. Niinpä niiden on rahoitettava toimintansa kokonaan pääomarahoituksella.

Pääomarahoitus voi olla joko oman tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta tai välipääomarahoitusta. Koska nuorilla bioteknologiayrityksillä ei kuitenkaan ole hallussaan riittävää vakuusmassaa, niiden on hyvin vaikea saada puhtaasti vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Yritysten onkin turvattava rahoitukseen, joka ainakin jollain tasolla lähestyy oman pääoman ehtoista rahoitusta. Tarjolla on kuitenkin tästä huolimatta useita erilaisia rahoitusinstrumentteja, jotka mahdollistavat kohdeyhtiön ja sijoittajan intressien yhteensovittamisen. Tämä johtuu siitä, että instrumenttien ominaisuuksia on nykyään helppo muunnella.

Bioteknologiayritysten keskeisintä omaisuutta ovat immateriaalioikeudet, tarkemmin sanottuna patentit. Niiden voimassaoloon, omistajuuteen ja arvostukseen liittyy kuitenkin erinäisiä haasteita, joilla on vaikutuksia myös rahoituksen hankintaan. Ensinnäkin patentoinnin kansainvälinen kenttä ei ole yhtenäinen. Se, mikä on patentoitavissa jossain maassa, ei välttämättä ole sitä toisessa. Jotta järjestelmään voisi luottaa paremmin, tulisi maiden välisiä käytäntöjä edelleen yhtenäistää. Toiseksi, patenttia ei välttämättä saakaan keksinnölle sitä haettaessa, tai patentti saatetaan myös mitätöidä toisen nostaman kanteen perusteella jos havaitaan, että patenttisuojaa ei olisi alunperinkään pitänyt myöntää. Kolmas haaste liittyy immateriaalioikeuksien arvostamiseen. Niiden arvo riippuu keskeisesti tulevaisuuden tapahtumista, ja siten niiden arvoa on oikeastaan mahdotonta määrittää tarkasti. Luonnollista on, että kun yrityksen tärkeimmälle omaisuudelle ei pystytä määrittämään arvoa, yhtiön saaman rahoituksen oikeaa hintaa on vaikea määrittää.

Pääomasijoittajat ovat merkittäviä bioteknologiayritysten rahoittajia. Sijoittaminen tehdään usein erillisen pääomasijoitusyhtiön kautta. Sijoitusyhtiö sijoittaa yritykseen pääomaa ja saa vastikkeeksi osakkeita, sijoittaminen on siis oman pääoman ehtoista rahoitusta. Pääomasijoittamiseen liittyy vahvasti välipääomarahoitusinstrumenttien käyttö, joista merkittävimpiä ovat muunnellut osakkeet, mutta toiminnassa käytetään myös vieraan pääoman suuntaan taituvia rahoitusinstrumentteja. Koska pääomasijoittajat tulevat yhtiöön osakkeenomistajiksi, ja ovat yleensä vielä vähemmistöomistajia, heidän täytyy ottaa huomioon mahdolliset intressiristiriidat enemmistön yhtiöstä omistavien omistajayrittäjien kanssa. Sijoittajia suojaavat toisaalta ensimmäisessä luvussa käsitellyt osakeyhtiölain säännökset kuten osakkeenomistajan rajoitettu vastuu ja yhtiön toiminnan tarkoitus ja toisaalta sopimukseen perustuvat rahoitussopimuksen ehdot. Ehdot voivat olla esimerkiksi yhtiön operatiiviseen toimintaan liittyviä, tai vaikkapa osakkeiden liikkuvuutta rajoittavia tai niiden liikkuvuutta edistäviä ehtoja. Vaikka tutkielmassa puhutaan paljon keinoista, joilla pääomasijoittaja voi turvata itsensä omistajajohdon opportunistista käytöstä vastaan, niin tosiasiasa perustajaosakkaat on usein alakynnessä sijoittajaan nähden. Ensinnäkin, perustajaosakkaat eivät välttämättä ole siinä asemassa, että he voisivat valita monista rahoitusvaihtoehdoista itselleen sopivimman. Toiseksi, pääomasijoittajilla on usein enemmän tietoa ja kokemusta rahoitussopimusten solmimisesta kuin perustajaosakkailla, vaikka nämä käyttäisivätkin apunaan juristia. Tämän vuoksi rahoitussopimukset saattavat muodostua epätasapainoisiksi.

Viimeaikaisen heikon taloudellisen tilanteen seurauksena yritysten on ollut entistä haastavampi kerätä niin kutsuttua riskipääomaa, kuten pääomasijoituksia. Sijoittajat ovat siirtäneet varojaan vähäriskisempiin kohteisiin, tai he eivät voi realisoida vanhoja sijoituksiaan näiden arvon ollessa liian alhaalla. Tämän seurauksena yritykset tarvitsevat uusia lähteitä rahoitukselleen. Yhdeksi uudeksi lähteeksi on muodostunut corporate venturing -toiminta, jossa alan isot toimijat rahoittavat pienempiä alan yrityksiä. Pienet yritykset saattavat suhtautua toimintaan kielteisesti, sillä ne voivat pelätä esimerkiksi itsenäisyytensä menettämistä ja immateriaalioikeuksiensa ajautumista sijoittavan yhtiön haltuun. Yhteistyö alan yritysten välillä tarjoaa kuitenkin yleiselläkin tasolla monia mahdollisuuksia molemmille yrityksille, sillä molemmilla osapuolilla on todennäköisesti huomattavasti tietoa alasta. Täytyy kuitenkin ottaa huomioon, että sijoittavalla yrityksellä on todennäköisesti kuitenkin enemmän tietoa kohdealasta kuin kohdeyrityksellä tai jopa alaan perehtyneillä pääomasijoittajilla. Tästä saattaisi seurata, että sijoitussopimukset voisivat muodostua corporate venture -toiminnassa jopa epätasapainoisemmiksi kuin niin sanotussa perinteisessä pääomasijoitustoiminnassa.

Tutkielmassa on tarkasteltu bioalan yritysten rahoituksen hankinnan vaikeuteen johtavia seikkoja, erityisesti alan keskeisiä epävarmuustekijöitä. Ennen kaikkea tutkielmassa on kuitenkin tuotu esiin alan yritysten moninaisia rahoitusvaihtoehtoja ja niiden monimutkaisuutta. Esimerkiksi pääomasijoitusprosessi on hyvin monitahoinen ja moni-

mutkainen due diligence -tarkastuksineen ja haastavine sopimusjärjestelyineen. Pienissä yrityksissä ei todennäköisesti myöskään ole paljonkaan rahoituksen erityisosaamista, jolloin kulkeminen rahoituksen hankinnan monitahoisessa verkossa on todennäköisesti vähintäänkin haastavaa. Myöskään valtiolta peräisin olevan rahoituksen hankkiminen ei ole mutkatonta, sillä vaihtoehtoja on monia ja rahoituksen ehtojen tulkinta aiheuttaa varmasti ainakin joissain tapauksissa ongelmia. Tarjotut rahoitusvaihtoehdot ovat kyllä monipuolisia ja yritysten eri tarpeisiin suunnattuja, mutta resursseja varmasti säästettäisiin ja voitaisiin kohdistaa tuottavammin puolin ja toisin, jos valtion tarjoaman rahoituksen kenttää yksinkertaistettaisiin jollain tasolla.

Tästä kaikesta seuraa, että ei ole ihme, että aloittelevissa ja nuorissa bioalan yrityksissä merkittävä osa käytettävissä olevasta ajasta ja resursseista kuluu rahoituksen hankkimiseen. Toivottavasti vanha lause siitä, että suomalaiset eivät osaa myydä, ei enää pidä paikkaansa, sillä rahoituksen hankinta on hyvin vahvasti myyntityötä. Hyvä tuote tai idea ei merkitse rahoituksen hankinnan kansainvälisessä kentässä paljoakaan, jollei sitä osata markkinoida oikein ja oikeille tahoille. Erilaiset yhteiskunnan tarjoamat kehitys- ja avustuspalvelut lienevät joka tapauksessa korvaamaton ketju innovatiivisen tuoteidean ja sen markkinoille saattamisen välillä.

Tutkielman perusteella voi päätellä, että bioteknologiayritysten rahoitus ei toimi niin hyvin kuin se voisi. Koska nykyään on kuitenkin mahdollista kehittää, ja myös kehittää mitä moninaisempia rahoitusinstrumentteja, voisi kuvitella, että paremmin toimivia rahoitusvaihtoehtoja voisi tulla lähivuosina saataville. Uudet vaihtoehdot toisivat ideaalitapauksessa lisää valinnanvapautta omistajayrittäjille, olisivat selkeämpiä hahmottaa ja pitäisivät samalla sijoittajien sijoitusriskin oikealla tasolla heidän saamaansa tuottoon nähden. Varteenotettavaa olisi myös edelleen kehittää vaihtoehtoja, jossa yritys pystyisi aikaistamaan tulorahoituksen saamista. Yritys siis saisi tulorahoitusta enenevässä määrin ennen kuin sillä on valmiita, markkinoille hyväksytyjä tuotteita. Tällöin yrityksen riippuvuus pääomarahoituksesta vähenisi aikaisemmassa vaiheessa yrityksen elinkaarta.