

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
TALOUSOIKEUDEN LAITOS

Jaakko Roppo

DUE DILIGENCE -NEUVONANTAJAN VAHINGONKORVAUSVASTUU

Talusoikeuden
pro gradu -tutkielma

VAASA 2009

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TIIVISTELMÄ	9
1. JOHDANTO	11
1.1. Tutkimuskohteen kuvaus	12
1.2. Tutkimustapa	14
1.3. Tutkielman rakenne	15
2. DUE DILIGENCE -TARKASTUS	18
2.1. Due diligence -tarkastus osana yrityskauppaa	19
2.1.1. Due diligence -tarkastuksen kulku	21
2.1.2. Erilaisia due diligence -tarkastuksia	22
2.2. Financial due diligence -tarkastus	23
2.3. Financial due diligence -tarkastus ja arvonmääritys	25
2.3.1. Kassavirtojen nykyarvomenetelmä	26
2.3.2. Substanssiarvomenetelmä	27
2.3.3. Vertailevat arvonmääritysmenetelmät	28
2.3.4. Lisäarvomalli	28
2.4. Financial due diligence -neuvonantajan rooli yrityskaupassa	29
3. VAHINGONKORVAUSVASTUUN EDELLYTYKSET	32
3.1. Professiovastuu	33
3.2. Due diligence -tarkastuksen tuottamusarviointi	35
3.2.1. Metodivastuu financial due diligence -tarkastuksessa	37
3.2.2. Riittävän huolellinen due diligence -tarkastus	40
3.2.3. Informaatiovastuu financial due diligence -tarkastuksessa	43
3.3. Tuottamuksen asteen merkitys	49
3.4. Vahingonkorvausvastuun muut edellytykset	51
3.4.1. Korvattava vahinko	51
3.4.2. Syy-yhteys	53
3.4.3. Vahingon ennalta-arvattavuus	54
4. VASTUUSUHTEET	57
4.1. Vastuu toimeksiantajalle	57
4.1.1. Korvausmäärän sovittelu	58
4.2. Vastuu kolmannelle	59

4.3. Vastuun jakautuminen usean korvausvelvollisen kesken	64
5. RISKIEN ENNAKOINTI	67
5.1. Toimintaohjelma varautumistoimena	67
5.2. Toimimisvelvollisuuksien rajoittaminen	68
5.3. Vastuunrajoituslausekkeet	69
5.4. Financial due diligence -raportin sanamuodot ja varaumat	71
5.3.1. Representation-klausuuli	73
5.3.2. Warranty-klausuuli	74
6. YHTEENVETO	75
LÄHDELUETTELO	80
KUVIOLUETTELO	sivu
Kuvio 1. Yrityskauppaprosessi.	19
Kuvio 2. Arvoketjun kosketuspinnat.	21
Kuvio 3. Työpanokset eri vaiheissa.	43
Kuvio 4. Financial due diligence -tarkastuksen kriittiset seikat.	76

LYHENNELUETTELO

AsuntoKL	Asuntokauppalaki 23.9.1994/843
DCF	Discounted Cash Flow
EVA	Economic Value Added
F. Supp.	Federal Supplement
HD	Högsta domstolen
IPO	Initial Public Offer
KK	Kauppakaari 31.12.1734/3
KKO	Korkein oikeus
KL	Kauppalaki 27.3.1987/355
KSE	Konsulttitoiminnan yleiset sopimusehdot 1995
KSL	Kuluttajansuojalaki 20.1.1978/38
MK	Maakaari 12.4.1995/540
NJA	Nytt juridiskt arkiv
NPV	Net Present Value
OikTL	Laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228
OK	Oikeudenkäymiskaari 1.1.1734/4
S.D.N.Y.	Southern District of New York
SOU	Statens offentliga utredningar
SPYL	Laki sijoituspalveluyrityksistä 26.10.2007/922
TTL	Tilintarkastuslaki 13.4.2007/459
VahL	Vahingonkorvauslaki 31.5.1974/412
VakEdL	Laki vakuutusedustuksesta 15.7.2005/570

OIKEUSTAPAUSLUETTELO

Suomalaiset oikeustapaukset

31.3.2003 Taltio 667	KKO 2003:26	s. 69
18.12.2001 Taltio 2649	KKO 2001:128	s. 33, 46, 53 ja 69
22.11.2001 Taltio 2453	KKO 2001:121	s. 38–39, 44 ja 54
21.6.2001 Taltio 1322	KKO 2001:67	s. 65
4.4.2001 Taltio 701	KKO 2001:36	s. 38
6.9.1999 Taltio 2247	KKO 1999:93	s. 50
30.6.1999 Taltio 1800	KKO 1999:80	s. 44, 53, 58 ja 72
16.2.1999 Taltio 340	KKO 1999:19	s. 45 ja 63
4.2.1999 Taltio 237	KKO 1999:12	s. 32
3.2.1999 Taltio 200	KKO 1999:11	s. 32
3.6.1998 Taltio 1746	KKO 1998:57	s. 44
16.12.1997 Taltio 4363	KKO 1997:199	s. 55
13.11.1997 Taltio 3932	KKO 1997:179	s. 55
6.10.1997 Taltio 3395	KKO 1997:151	s. 54
26.6.1997 Taltio 2249	KKO 1997:103	s. 35, 39 ja 50
9.7.1996 Taltio 2700	KKO 1996:92	s. 44, 46 ja 69
7.4.1995 Taltio 1375	KKO 1995:71	s. 49
27.3.1992 Taltio 1176	KKO 1992:44	s. 60
12.3.1991 Taltio 825	KKO 1991:31	s. 54
23.1.1991 Taltio 185	KKO 1991:13	s. 53
16.5.1985 Taltio 4042/84	KKO 1985 II 82	s. 58
25.3.1985 Taltio 3176/84	KKO 1985 II 51	s. 58

Ruotsalaiset oikeustapaukset

18.2.1997 T 2711/95	NJA 1997 s. 65	s. 45
14.10.1987 T 573/85	NJA 1987 s. 692	s. 61
7.11.1957	NJA 1957 s. 621	s. 39

Yhdysvaltalaiset oikeustapaukset

29.3.1968 No. 62 Civ. 3539	283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968)	s. 40
----------------------------	----------------------------------	-------

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Jaakko Roppo	
Tutkielman nimi:	Due diligence -neuvonantajan vahingonkorvausvastuu	
Ohjaaja:	Professori Vesa Annola	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Laitos:	Talousoikeuden laitos	
Oppiaine:	Talousoikeus	
Linja:	Yritysjuridiikka	
Aloitusvuosi:	2005	
Valmistumisvuosi:	2009	Sivumäärä: 88

TIIVISTELMÄ

Yritysjärjestely on monimutkainen prosessi, jossa käytetään nykyään apuna monen eri alan asiantuntijoita. Asiantuntijat ovat mukana koko yritysjärjestelyprosessin ensimmäisestä suunnittelupalaverista aina uuden omistajan näkemyksen tuomiseen yrityksen toimintaan. Angloamerikkalaisesta yrityskulttuurista on tullut useita käytäntöjä Suomeen, joista yrityskaupan onnistumisen kannalta yksi tärkeimmistä on due diligence -tarkastus. Due diligence -tarkastuksessa yritysjärjestelyn kohteen eri osa-alueet tarkastetaan huolellisesti.

Tutkielmassa on tarkoituksena tarkastella vahingonkorvausvastuuta, joka voi seurata due diligence -tarkastuksen suorittaneelle asiantuntijalle. Tutkimuksessa on erityisesti keskitytty financial due diligence -neuvonantajan toimintaan. Kauppahinnan kannalta financial due diligence -tarkastuksen merkitys on suuri, sillä siitä saadut tulokset ovat usein pohjana neuvotteluissa. Asiantuntijoiden vastuuta koskevaa lainsäädäntöä ei ole ja oikeuskäytännöt ovat hajanaisia, sillä yritysjärjestelyitä koskevat riita-asiat pyritään yleensä sopimaan välimiesmenettelyn kautta.

Vahingonkorvausvastuun perustekijänä voidaan pitää tuottamuksellisuutta, joka ilmenee toimeksiantosopimuksissa, mikäli tarkastusta ei ole suoritettu riittävän huolellisesti. Tutkielmassa pyritään löytämään tiettyjä kriittisiä kohtia, joihin kiinnittämällä huomiota voidaan vahingonkorvausriskiä pienentää. Kriittisiä kohtia pyritään löytämään niin kutsuttujen professio- ja metodivastuiden kautta. Financial due diligence -neuvonantajan vahingonkorvausvastuun ennakoinnin kannalta tärkeässä asemassa ovat myös niin kutsutut toimintaohjelmat. Toimintaohjelmilla ennakoidaan häiriötilanteita ja tehdään varautumistoimia, joita varten simuloidaan erilaisia häiriötilanteita. Financial due diligence -neuvonantaja on lähtökohtaisesti oman alansa ammattilainen, joka lähtökohtaisesti lisää huolellisuusvelvoitetta.

AVAINSANAT: financial due diligence -tarkastus, compliance program, professiovastuu, informaatiovastuu.

1. JOHDANTO

Suomessa on viime vuosien aikana siirrytty yrityskauppojen osalta entistä enemmän kansainvälisiin sopimuskäytäntöihin ja kauppatapaan. Yksi angloamerikkalaisesta yrityskauppakulttuurista Suomeen rantautunut käytäntö on due diligence -tarkastuksien suorittaminen. Viimeisten vuosien aikana tarkastuksista on tullut yhä tärkeämpi osa yrityskauppoja. Syitä due diligence -tarkastuksen suorittamiseen on monia. Yksi tärkeimmistä syistä on löytää kaupan kohteelle käypä arvo. Tarkastuksen tarkoituksena on toisaalta myös löytää sopimuksista erilaisia ehtoja, jotka voisivat vaikuttaa kaupan toteutumiseen. Onnistuneen yrityskaupan yhtenä edellytyksenä on huolellisesti tehty tarkastus kaupan kohteesta.

Due diligence -tarkastus on kokonaisuudessaan vaativa prosessi, jonka vain harva ostaja kykenee suorittamaan ilman ulkopuolista apua. Kokonaisvaltaisen tarkastuksen tekeminen vaatii laajaa tuntemusta arvonmäärittämisestä, lain tuntemusta sekä koko alan asiantuntemista ja hahmottamista. Tämän vuoksi tarkastuksen suorittaakin usein ulkopuolinen asiantuntijayhteisö, joka on erikoistunut due diligence -tarkastuksien tekemiseen. Yhteisöt ovat usein vielä erikoituneet tiettyihin osa-alueisiin, joita tarkastus pitää sisällään. Kauppahinnan kannalta tärkein osa-alue on financial due diligence -tarkastus, jonka usein suorittaa yritysjärjestelyihin erikoistunut investointipankki tai konsulttitoimisto.

Financial due diligence -prosessi on monimutkainen kokonaisuus, joka saattaa viedä aikaa ja rahaa. Investointipankki tai muu vastaava taho tuo yrityskauppoihin ja erityisesti kaupan taloudelliseen puoleen kontrollin sekä toisaalta myös tehokkuutta, joka mahdollistaa transaktioihin valmistautumisen. Virheellisesti tehty financial due diligence -tarkastus voi kuitenkin aiheuttaa merkittäviä seurauksia.

Suurimmissa yrityskaupoissa kauppahinta saattaa kohota useisiin miljardeihin euroihin. Esimerkiksi vuonna 2000 America Online Inc. osti Time Warner Inc:n noin 183 miljardilla dollarilla.¹ Näin suuria yritysostoja toki tulee harvoin, mutta näin suuressa arvioinnissa laskelmat voivat olla väärin jopa miljardeja euroja, joten vahingonkorvausvastuut saattavat nousta pahimmassa tapauksessa erittäin suuriksi. Suurimmissa yrityskaupoissa vaikutus lopulliseen kauppahintaan voikin olla useampia miljoonia euroja. Tämä puo-

¹ Johnson 2000.

lestaan saattaa aiheuttaa tarkastuksen suorittaneelle yhteisölle merkittävän vahingonkorvausvelvollisuuden päämiestään kohtaan.

1.1. Tutkimuskohteen kuvaus

Keskeisin kysymys tässä tutkimuksessa on, millä tavoin financial due diligence -tarkastuksen tehnyt yhtiö voi joutua vahingonkorvausvastuuseen suorittamansa tarkastuksen perusteella. Tutkimuksen ongelmaan nojaten on tarkoitus tutkia miten mahdollinen vahingonkorvausvastuu voidaan välttää. Tällöin on otettava kantaa siihen, milloin yhtiön toimintaa tai laiminlyöntiä voidaan pitää tuottamuksellisena, ja siten financial due diligence -tarkastusta virheellisenä. Tarkoituksena on siis löytää yleisesti pätevä tapa, jolla financial due diligence -neuvonantajan vahingonkorvausvastuuriskiä saadaan pienennettyä.

Oleennaista tutkielmassa on, mikä on asiantuntijan vastuun myötä tuleva huolellisuusvelvoitteen sisältö ja laajuus tällaisessa yrityskaupan kohteen ennakkotarkastukseen liittyvässä toimeksiannossa. Tutkimuksessa on myös tarkoitus selvittää ketä kohtaan tarkastuksen suorittanut yhtiö voi joutua vastuuseen. Pääpaino tutkimuksessa on kuitenkin tarkastuksen tilanneen päämiehen ja tarkastuksen suorittaneen yhtiön välillä toimeksiantosopimuksessa. Tutkimuksessa on kuitenkin tarkoitus ottaa kantaa, millä tarkastuksen suorittanut yhtiö voi joutua vastuuseen myös kolmatta osapuolta kohtaan, ja miten vastuu on vältettävissä. Lisäksi tutkimuksessa selvitetään, millä keinoin tarkastuksen suorittanut yhtiö voi ennalta varautua mahdollisen vastuun syntymiseen.

Financial due diligence -tarkastus on valittu tässä tutkimuksessa toimeksiantotyyppiksi, koska yrityskaupan neuvotteluiden lähtökohtana on usein juuri tarkastuksen arvio kohteen arvosta. Tässä tutkimuksessa tarkastellaan financial due diligence -tarkastusta erillisenä osana yrityskauppaprosessia, vaikka esimerkiksi suuri investointipankki saattaa toimia osana koko due diligence -prosessia tai jopa koko yrityskauppaprosessia. Tarkoituksena on kuitenkin tutkia, onko financial due diligence -tarkastus suoritettu riittävässä laajuudessa, ja onko sen tuloksista raportoitu riittävän tarkasti. Tutkimuksen vastuusubjektiksi on rajattu tarkastuksen suorittava yhtiö. Yleensä tutkimuksen suorittaa suurehko yhtiö, jolla on resurssit hoitaa suuren kokoluokan tarkastus, jolloin yhden miehen pienet konsulttitoimistot jäävät tutkimuksen ulkopuolelle. Mahdollisia yksittäisiä luonnollisen henkilön korvausvastuita sekä vastuun jakautumista yksittäisten osakkaiden välillä ei käsitellä tässä tutkimuksessa.

Yritysjärjestelyissä korostuu moniongelmaisuus. Yritysjärjestelyitä tulee kokonaisuudessaan arvioida monipuolisesti yhteisölakien, luotto- ja vakuutuslainsäädännön sekä vero- ja kirjanpitolakien kautta. Tutkielmassa tarkastellaan kuitenkin vain yritysjärjestelyihin osana kuuluvaa financial due diligence -tarkastuksen suorittaneen yhtiön siviilioikeudellista vastuuta, joka ilmenee vastuuna suorittaa saatu toimeksianto asianmukaisella ammattitaidolla ja huolellisuudella. Mikäli tarkastuksen suorittaja ei täytä velvollisuuksiaan, sovellettavaksi voivat tulla siviilioikeudelliset seuraamukset. Seuraamuksiin kuuluvat palkkioon kohdistuva hinnanalennus sekä vahingonkorvausvastuu. Tutkimuksessa keskitytään erityisesti vahingonkorvausvastuuseen. Käytännössä vapaaehtoinen hinnanalennus on yleisin vaihtoehto, koska liike-elämän riitaisuudet pyritään ensisijaisesti sopimaan. Asiantuntijayrityksille on erityisen tärkeää, jollei keskeisimpiä kilpailuvaltteja hyvä ja luotettava imago.²

Jotta vahingonkorvausvelvollisuus voi syntyä, edellytetään luonnollisesti vahingon syntymistä. Tällaisissa tapauksissa aiheutuneet vahingot ovat lähinnä varallisuusvahinkoja. Sopimusoikeudessa on varallisuusvahinkojen korvaaminen yleisesti hyväksytty, mutta sopimussuhteen ulkopuolella niiden korvaaminen on yleisesti ollut rajoitetumpaa. Näitä vastuumuotoja tarkastellaan erillisissä alaluvuissa. Vahingonkorvausvelvollisuus edellyttää toisaalta syy-yhteyttä yhtäältä tapahtuneen vahingon ja toisaalta siihen johtaneen teon välillä.³ Syy-yhteyttä tarkastellaan tässä tutkimuksessa yleisellä tasolla, sillä yksityiskohtaista oikeuskäytäntöä neuvonantajien osalta asiasta ei ole.

Koska due diligence -tarkastus on osa yrityskauppaprosessia, on syytä myös tarkastella yrityskauppaa käsitteenä ja sitä miten sitä käsitellään tässä tutkimuksessa. Financial due diligence -tarkastus on osa yrityskaupan ennakkotarkastusta, joka tässä tutkimuksessa tarkoittaa nimenomaan ostajatahon suorittamaa ennakkotarkastusta. Yrityskaupan käsite on laaja. Yrityskauppa kattaa kaikki sopimus- tai muut järjestelyt, jotka kohdistuvat toimivan yrityksen tai liiketoiminnallisen kokonaisuuden omistukseen, ja joiden seurauksena omistajalle kuuluva määräysvalta siirtyy toiselle osapuolelle. Tässä tutkimuksessa tarkoitetaan yrityskaupalla sitä järjestelyä, jossa kaupan kohteena ovat yrityksen osakkeet tai omaisuus eli niin sanottu osakekauppa. Tutkimuksessa on tarkoitus käsitellä financial due diligence -tarkastusta osana edellä mainittua osakekaupan aikana suoritettua tarkastusta eli niin kutsuttua *merger due diligence* -tarkastusta. Rahoitusjärjestelyn yhteydessä suoritettava *IPO due diligence* -tarkastus jätetään tutkimuksen ulkopuo-

² Harsu 2004: 53; Immonen 2000 b: 471.

³ Hemmo 2005 a: 109.

lelle, koska tutkimuksessa ei ole mahdollista käsitellä riittävän kattavasti due diligence -tarkastusta, jossa arvopaperimarkkinalaki tulee sijoittajansuojaan liittyvien tiedonantovelvollisuuksien sääntelyiden osalta sovellettavaksi.⁴

Vastuukysymysten tarkastelu on pääasiallisesti rajattu koskemaan Suomen oikeutta. Käytännössä kuitenkin yhä useampi yrityskauppa tapahtuu kahden eri valtiosta olevan osapuolen välillä, jolloin lainvalinta kysymykset ovat hyvin olennaisia.⁵ Perusoletuksena tutkimuksessa on kuitenkin, että financial due diligence -tarkastuksen suorittaa yhtiö, jonka toimintaa arvioidaan suomalaisen lainsäädännön perusteella. Oletuksena on myös, että kaikkiin tarkasteltaviin oikeussuhteisiin sovelletaan tai on sovellettu Suomen lakia.

1.2. Tutkimustapa

Tutkielmassa on tarkoitus systematisoida ja tulkita voimassa olevaa lakia eli tutkimustapa on lainopillinen. Lähtökohtana on Suomen oikeus ja sen sopimus- ja velvoiteoikeudellinen normisto. Keskeisessä asemassa ovat myös erilaisille asiantuntijoille laaditut toimintaohjeet ja -säännökset, joista on tarkoitus löytää yhtäläisyyksiä koskemaan financial due diligence -tarkastuksen suorittavaa tahoja. Argumentoinnissa käytetään tukena pohjoismaisissa oikeuskäytännöissä kehitettyjä neuvonantajan vastuuta koskevia periaatteita. Lainsäädäntöä ei asiantuntijoiden vastuusta ole, ja asiaa koskeva oikeuskäytäntö on hajanaista. Siksi tutkimuksessa on syytä käyttää myös muita kuin perinteisiä lainopillisia kysymyksen asetteluja. Tarkoituksena on käyttää myös joihinkin esille tulleisiin asioihin niin sanottuja reaalisia eli asia-argumentteja, jotka Aarnion tulkinnan mukaan kuuluvat niin sanottuihin sallittuihin oikeuslähteisiin. Ne eivät hänen mukaan ole oikeudellisesti velvoittavia, mutta niihin saa vedota ja ne vahvistavat argumentaatiota.⁶ Tässä tutkimuksessa on tarkoitus käyttää reaalisia argumentteja yleisinä argumentteina, joiden avulla tarkastellaan eri ratkaisuvaihtojen taloudellista tarkoituksen mukaisuutta eri tahojen kannalta. Esimerkiksi sopimusoikeudellisia argumentteja ovat muun muassa lojaliteetti ja hyvä tapa, taloudellinen rationaalisuus sekä tarkoituksenmukainen vastuun jako.⁷

Erityisesti liike-elämän sopimus- ja vahingonkorvauskysymyksiin yhden näkökulman tutkimukselle antaa myös oikeustaloustieteellinen eli *law & economics* -suuntaus. Law

⁴ Immonen 2000 a: 470.

⁵ Lauriala 2001: 36.

⁶ Aarnio 1989: 220–221.

⁷ Hemmo 2003 a: 57–59.

& economics -suuntautumiselle on ominaista lainsäädännön taloudellinen analyysi. Tällä tarkoitetaan sääntelyvaihtoehtojen ja ratkaisukäytäntöjen taloudellisten vaikutusten arvioimista ja siihen perustuvia kannanottoja eri vaihtoehtojen osalta sekä niiden keskinäistä paremmuutta. Law & economics on lähtökohdiltaan ja menetelmiltään *common law* -järjestelmään sidoksissa oleva suuntaus. Sen omaksuminen säädännällisen oikeuden analysointiin ei ole ongelmattonta, ja edellyttää sekä menetelmän rajoitusten tunnistamista että valmiutta muokata Suomessa vakiintuneita kysymyksen asetteluja ja metodisia lähtökohtia.⁸ Law & economics ei kuitenkaan ole yhtenäinen tutkimussuunta, vaan se jakautuu toisistaan eroaviin koulukuntiin eikä se tarjoa yhtenäisiä perusolettamuksia, joita voitaisiin soveltaa esimerkiksi sopimusoikeuteen. Law & economics -argumenteista saatetaan kuitenkin saada täsmennystä reaalisiin argumentteihin. Oikeudellisen sääntelyn ja taloudellisten vaikutusten suhde tulee tavallisimmin esille joko normatiivisena lähestymistapana tai voimassa olevan normiston analyysinä. Normatiivisessa lähestymistavassa voimassa olevan oikeuden sisältö pyritään sitomaan tiettyihin taloudellisiin vaikutuksiin. Voimassa olevan normiston analyysissä tarkastellaan normien taloudellisia vaikutuksia ja niiden taustalla olevia taloudellisia käsitteitä.⁹

Vaikka tutkielma on rajattu Suomen oikeuteen, se ei kuitenkaan tarkoita sitä, ettei otettaisi huomioon muiden maiden oikeusjärjestyksiä. Kun vertaillaan nykyaikaisia rahoitusmarkkinoita, on perusedellytyksenä Yhdysvaltojen lainsäädäntö. Monet suomalaiset rahoitusoikeuteen, kuten myös due diligence -tarkastukseen tuodut mallit ovat alun perin kehitetty Yhdysvalloissa, ja tuotu siten lähes sellaisenaan Suomeen, joten joissakin tapauksissa on syytä tarkastella perusteita myös common law -oikeuskulttuurista. Myös pohjoismainen oikeus muodostaa vertailukohtaa, sillä sopimus- ja vahingonkorvausoikeutemme ovat yhteneväisiä. Financial due diligence -tarkastuksen sisältöä tutkitaan myös tutustumalla saatavilla oleviin financial due diligence -tarkastuslistoihin ja raportteihin.

1.3. Tutkielman rakenne

Tutkielma on jaettu kuuteen päälukuun. Ensimmäisessä luvussa on tarkoitus esitellä tutkimusongelma ja rajata tutkimuskohde. Johdanto-luvussa käydään läpi due diligence -tarkastusta ja sen sijoittumista osaksi yritysjärjestelyä. Tutkielma on rajattu koskemaan financial due diligence -tarkastusta, jota voidaan pitää yhtenä tärkeimmistä osista yri-

⁸ Timonen 1998: 100.

⁹ Lauriala 2001: 17–18; Hemmo 2003 a: 24; Timonen 1998: 100.

tyskauppaa, sillä alustava kauppahinta määrittyy juuri financial due diligence - tarkastuksesta saadun informaation perusteella.

Tutkielman toisen luvun tarkoituksena on jäsentää tutkielman kohteena olevaa financial due diligence -tarkastusta ja tarkastella sen roolia osana due diligence -tarkastusta. Aluksi tarkastellaan due diligence -tarkastusta kokonaisuutena ja sitä, miten se liittyy osaksi yritysjärjestelykokonaisuutta. Due diligence -tarkastuksesta käydään läpi yleisellä tasolla siihen kuuluvia osa-alueita, joista tarkemman tarkastelun alle otetaan financial due diligence -tarkastus.

Financial due diligence -tarkastusta käsitellään aluksi siitä näkökulmasta, miksi on tärkeä suorittaa se huolellisesti. Seuraavassa alaluvussa 2.3. käsitellään financial due diligence -tarkastuksen päätehtävää eli arvonmäärittäystä. Arvonmäärittäystä käsitellään neljän yleisimmän tarkastuksessa käytetyn menetelmän kautta. Menetelmien käsittelyn jälkeen käydään läpi financial due diligence -neuvonantajan roolia yrityskaupassa. Usein neuvonantajana toimii investointipankki, jonka toimintaa käsitellään tässä alaluvussa. Tarkoituksena on avata käsitettä *investointipankki* ja kuvata sen toimintaa muiltakin osin, kuin vain arvonmäärittäjänä yrityskaupassa. Investointipankkitoiminta on pankkitoiminnan uusimpia osa-alueita, joten sitä käsitellään hieman tarkemmin. Pankkitoiminnan tunnetumpi puoli on vähittäispankkitoiminta.

Kolmannessa luvussa käsitellään vahingonkorvausvastuuta ja edellytyksiä, joilla vastuu voi syntyä financial due diligence -neuvonantajalle. Edellytykset pyritään esittämään niin, että mitä tarkastajan pitää tehdä välttyäkseen mahdolliselta vahingonkorvausvastuulta. Aluksi käsitellään niin sanottua professiovastuuta sekä mitä ammattilaisuus edellyttää tarkastajalta. Seuraavassa alaluvussa käsitellään käsitettä *asianmukaisen huolellisesti* ja sen vaikutusta neuvonantajalle. Tämän jälkeen käsitellään metodivastuu ja riittävän huolellinen -käsitteitä. Näiden jälkeen arvioidaan sitä, miten ja mitä tarkastuksesta saaduista tuloksista pitää esitellä toimeksiantajalle.

Alaluvussa 3.3. käydään läpi tuottamuksen asteen merkitystä ja arvioidaan milloin toiminta voisi olla törkeän huolimaton. Seuraavassa alaluvussa käsitellään vahingonkorvausvastuun muita edellytyksiä muuan muassa korvattavan vahingon kautta. Muihin edellytyksiin kuuluvat myös syy-yhteys ja vahingon ennalta-arvattavuus.

Luvussa neljä siirrytään käsittelemään vastuusuhteita aloittamalla vastuusta toimeksiantajalle. Luvussa käsitellään myös vastuuta kolmatta kohtaan ja vastuunjakautumista

useamman korvausvelvollisen kesken. Vastuu perusteita tarkastellaan sopimusperustaisen vastuun sekä deliktivastuun kautta.

Viidennessä luvussa käsitellään riskien ennakointia. Ensimmäisessä alaluvussa käsitellään yhtä financial due diligence -neuvonantajan tärkeintä työkalua, jolla se voi varautua ennalta mahdollisiin vahingonkorvausvastuisiin. Muista ennakointikeinoista käydään läpi toimintavelvollisuuksien rajoittaminen sekä vastuunrajoituslausekkeet toimeksiantosopimuksessa. Ennakointikeinoista käydään läpi myös sopimuksen sanamuodot sekä kansainvälisen rahoituksen klausuulit.

Kuudennessa luvussa kootaan yhteen tutkielman keskeiset tulokset. Luvussa pyritään luomaan toimintamalli, jonka avulla toimimalla financial due diligence -neuvonantajan mahdollisuudet vahingonvastuuseen pienenevät.

2. DUE DILIGENCE -TARKASTUS

Yrityskauppojen tarkoituksena on muokata yrityksen rakennetta ja sen omistus pohjaa sekä mahdollisesti myös sen toimintaa. Käytännön kielessä termiin *yrityskauppa* yhdistetään usein myös sulautuminen eli fuusio. Tapana on tällöin puhua kokoavasta käsitteestä *mergers and acquisitions* (M&A) tai käsitteestä *mergers and takeovers*. Käsitteet ovat kansainvälistä perua, mutta myös Suomessa on tapana puhua M&A-kaupoista. Yritysjärjestelyille on olemassa hyvin erilaisia syitä ja tavoitteita. Yrityskaupan toteuttaminen on monimutkainen prosessi, joka ei ole vain omistuksen siirtymistä yhdeltä omistajalta toiselle. Yrityskauppa koostuu monesta eri vaiheesta: ensimmäisestä yhteydenotosta aina uuden omistajan näkemyksen tuomiseen yrityksen jokapäiväiseen toimintaan. Liiketaloudellisilla ehdoilla toteutetussa kaupassa on kuitenkin aina yksi yhteinen tekijä: *kauppahinta*. Myyjä haluaa mahdollisimman korkean hinnan ja ostaja haluaa mahdollisimman alhaisen hinnan. Lopullinen hinta määräytyy osapuolten välisten neuvotteluiden perusteella, joiden lähtökohdaksi on määritettävä kaupan kohteen arvo.¹⁰

Seuraavan sivun kuviossa 1 on kuvattu yrityskaupprosessin kulkua yksinkertaistetusti ja yleistävällä tasolla. Ennen neuvotteluiden alkua osapuolet kirjoittavat salassapitosopimuksen¹¹, jonka tarkoituksena on pitää salassa yrityskaupprosessissa esille tulevat asiat. Lisäksi usein solmitaan aiesopimus, joka on yksinkertaisemmillaan sopimus neuvotella tietyistä kaupan kohteesta, ja se voi olla sanamuodoiltaan sellainen, ettei se sido osapuolia. Aiesopimukseen voidaan myös liittää erilaisia ehtoja¹², mutta siten sopimuksen luonne muuttuu esisopimukseksi. Aiesopimuksen allekirjoittamisen jälkeen aloitetaan neuvottelut kauppakirjasta. Kauppakirjoja on luonnollisesti olemassa useamman mallisia, ääripäinä perinteinen suomalainen lyhyt kauppakirja ja suuriin yrityskauppoihin liittyvä angloamerikkalainen kauppakirjamalli. Myös takuiden antaminen on muodostunut sopimuskäytännöksi yrityskaupoissa.¹³ Takuilla pyritään ensisijaisesti määrittämään myyjän ja ostajan välinen vastuunjako¹⁴.

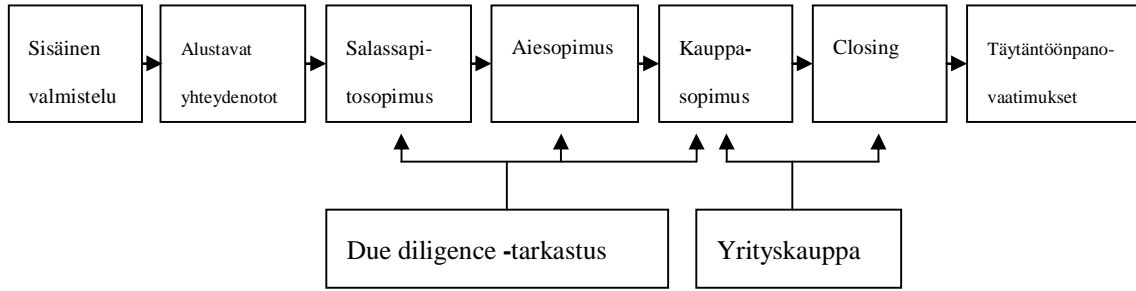
¹⁰ Harsu 2004: 56; Immonen 2000 a: 469–470.

¹¹ Non-disclosure agreement. Salassapitovelvollisuudesta ja -oikeudesta ks. mm. Peltonen 2008.

¹² Erilaisista aiesopimukseen liitettävistä ns. boilerplate-ehdoista ks. Hemmo 2005 b: 333-354.

¹³ Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonsen 2001: 10–12.

¹⁴ Ostajan ja myyjän suhteeseen vaikuttavat myös kauppakirjaan otetut vastuunrajoituslausekkeet, joilla yleensä rajoitetaan myyjän vastuuta.



Kuvio 1. Yrityskaupprosessi.

2.1. Due diligence -tarkastus osana yrityskauppaa

Yrityskaupan toteuttamiseen kuuluu erilaisia rutiineja ja vaihteita, joista yksi tärkeimmistä on due diligence -tarkastukset. ”Due diligence” tarkoittaa sananmukaisesti ”asianmukaista huolellisuutta”. Oxford English Dictionaryn¹⁵ mukaan se tarkoittaa kokonaisvaltaista tarkastusta yhtiössä, jonka suorittavat joko ostaja itse tai joku ostajan puolesta. Due diligence -tarkastus tarkoittaa huolellista, yrityksen eri osa-alueisiin ulottuvaa kokonaisvaltaista arviointia. Arvioinnilla varmistetaan, että sijoittajan oikeudelliseen ja taloudelliseen turvallisuuteen vaikuttavat tekijät voidaan tunnistaa. Tällä tavalla niihin liittyvät riskit voidaan hallita niin, että järjestelyiden suhteen ei tule ikäviä yllätyksiä.¹⁶

Due diligence -prosessi on pääsääntöisesti lailla säätelemätöntä toimintaa, ja se on muodostunut käytännön tarpeista selvittää ostokohteen taustoja sekä todentaa ostajan arvonmäärityksen perusteita. Suomeen due diligence -tarkastukset ovat tulleet anglo-amerikkalaisesta sopimuskulttuurista, mistä muutenkin rantautuu vaikutteita yhä enemmän suomalaiseseen sopimuskäytäntöön ja kauppatapaan. Kansainvälisten käytäntöjen mukaan tehokkaimpia tapoja varmistaa sopimussuhteen toimivuus, tehokas riskienhallinta ja kokonaistransaktiokustannusten pysyminen hyväksyttävällä tasolla on allokoida riittävästi resursseja perusteellisen due diligence -tarkastuksen tekoon.¹⁷

Due diligence -tarkastus voidaan jakaa kahteen pääluokkaan sen mukaan, missä yhteydessä tarkastus suoritetaan. Suurien rahoitusjärjestelyiden yhteydessä suoritettua tarkastusta kutsutaan yleisesti IPO due diligence -tarkastukseksi. Suurilla rahoitusjärjestelyillä

¹⁵ Oxford English Dictionary 1991.

¹⁶ Immonen 2000 a: 489.

¹⁷ Lauriala 2008: 287.

tarkoitetaan muun muassa *emissiota, listautumisia ja velanottoja*. Yritysjärjestelyiden yhteydessä suoritettua tarkastusta kutsutaan merger due diligence -tarkastukseksi. Yritysjärjestelyihin kuuluvat osakekauppa, liiketoimintakauppa, fuusio ja joint venture -yhteisyrityksen perustaminen. Merkittävimpänä erona kahden edellä mainitun välillä voidaan pitää sitä, että merger due diligence -tarkastuksen suorittaa yleensä ostajaosapuoli ja IPO due diligence -tarkastuksen suorittaa arvopaperien luovuttajaosapuoli. Tästä huolimatta itse prosessi on hyvin samanlainen.¹⁸ Jatkossa käsitellään due diligence -tarkastusta nimenomaan ostajan näkökulmasta. Koska prosessi on molemmissa edellä mainituissa tapauksissa hyvin samankaltainen, voidaan teoriaa soveltaa joissain tapauksissa myös arvopaperin luovuttajan näkökulmaan.

Tarkastuksen pääasiallinen tarkoitus ostajan näkökulmasta on arvioida vastaako kohdeyrityksen liiketoiminta ostajan käsitystä kaupan kohteesta siihen liittyvine riskeineen ja mahdollisuuksineen. Due diligence -tarkastukset, jotka kuvaavat yrityksen tilaa, muodostavatkin pohjan kauppaneuvotteluille. Due diligence -tarkastukset perustuvat Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoiden vastuunormeihin, joissa neuvonantajille on säädetty velvollisuus varmistua riittävän huolellisesti annettujen tietojen paikkansa pitävydestä (ns. *Bonus Pater Familias* -periaate).¹⁹ Näin neuvonantajat voivat myöhemmin välttää toimeksiantojen hoitoon liittyvän vastuun. Tarkistuksista laaditaan raportteja, ja niillä usein voidaankin osoittaa, että riittävää huolellisuutta on noudatettu. Käytäntöä on sittemmin alettu soveltamaan myös niin transaktioihin kuin listautumisanteihin. Yhdysvalloissa on kuitenkin saatettu käyttää due diligence -prosessia vilpillisesti kilpailijan liiketoimien selvittämiseen. Tämä on johtanut massiivisiin salassapitosopimuksiin ja niin sanottuun *data room* -menettelyyn. Data room -käsitteellä tarkoitetaan keskitetysti koottua materiaalia kohdeyrityksestä, johon ostajakandidaatit pääsevät tutustumaan. Kuitenkaan edes sopimussakot eivät ole hidastaneet vilpillisen menettelyn käyttöä arviointaessa saadun hyödyn arvoa suhteessa maksettuun sakkoon.²⁰

Tarkastus sisältää useasti monen eri erikoisosaamista vaativien osa-alueiden tarkastusta. Harvalla yrityksellä on kuitenkin mahdollisuutta itse toteuttaa due diligence -tarkastusta koko laajuudessaan. Tarkastuksen suorittaakin usein ulkopuolinen taho, esimerkiksi investointipankki tai tarkastuksiin erikoistunut konsulttitoimisto. Mukana on esimerkiksi lakimiehiä, operatiivisen laskentatoimen asiantuntijoita, veroasiantuntijoita ja tilintarkastajia. Ulkopuolinen taho on tottunut hoitamaan yritysjärjestelyjä, ja sen te-

¹⁸ Syrjänen 2003: 96.

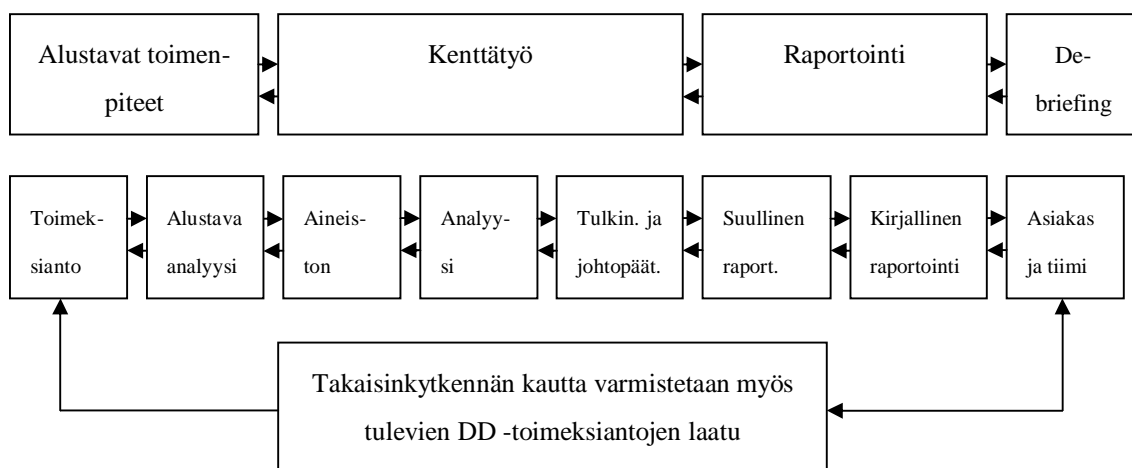
¹⁹ U.S. Securities Act of 1933, Section 11; Blomquist ym. 2001: 14; Lauriala 2001: 101.

²⁰ Lauriala 2001: 101; Blomquist ym. 2001: 14.

kemissä tarkastuksissa osataan ottaa huomioon kaikki tarvittava tieto, jota ei välttämättä tarkastuksen itse suorittava ostaja osaisi itse ottaa huomioon. Due diligence -tarkastus vaikuttaa koko yrityskaupan toteuttamispäätökseen, kauppahintaan tai kaupan rakentamiseen, joten on tärkeää, että kaikki mahdollinen informaatio otetaan huomioon.²¹

2.1.1. Due diligence -tarkastuksen kulku

Kuviossa 2 on yksi näkemys due diligence -prosessin kulusta. Kuvio on kuitenkin hyvin pelkistetty, ja sillä on haluttu korostaa vuorovaikutusta, jota prosessin osien välillä jatkuvasti tapahtuu.²² Due diligence -tarkastus aloitetaan toimeksiantokirjeestä ja taustatietojen selvittämisestä. Kohde yrityksestä kerätään perustiedot, joihin kuuluvat yritysjärjestykset ja kaupparekisteriotteet. Perustietojen jälkeen selvitetään mahdollisimman hyvin omistus pohja. Koko omistus pohjan selvittäminen on sitä vaikeampaa, mitä suurempi se on, joten usein pyritään selvittämään vain merkittävimmät osakkeenomistajat ja heidän osuudet yhtiöstä. Julkisissa osakeyhtiöissä ei välttämättä saada selville koko omistus pohjaa, koska osa osakkeenomistajista on merkitty hallintarekisteriin eivätkä ne näin ole julkista tietoa. Samalla selvitetään tiedot optiolainoista ja niiden ehdoista. Hallituksen jäsenet ja muut vastaavien toimielimien jäsenet luetteloidaan sekä heistä selvitetään erilaisia tietoja, joista voi neuvottelutilanteissa olla hyötyä. Selvitettävien asioiden listalla ovat myös erilaiset toimikunnat, sillä yhtiössä saattaa olla sellaisia toimikuntia, jotka valmistelevat asioita hallitukselle.²³



Kuvio 2. Arvoketjun kosketuspinnat.

²¹ Immonen 2000 a: 2; Blomquist ym. 2001: 9, 18–19.

²² Blomquist ym. 2001: 25.

²³ Blomquist ym. 1997: 55–56.

Tarkastuksessa selvitetään mahdolliset ulkopuoliset asiantuntijat²⁴. Mikäli joku näistä on vaihtunut muutaman vuoden sisään, pyritään syy vaihdokseen löytämään. Lisäksi yrityksestä luodaan yleiskuvaus. Kuvaus yhtiöstä kattaa usein organisaation, tuotannon, tuotteet, tuotekehityksen, markkinoinnin ja myynnin.²⁵ Yleensä myös kilpailijat sekä näiden asema markkinoilla käydään läpi. Toimialasta selvitetään yleiset tunnusmerkit sekä yleiset lainsäädännölliset asiat ja viranomais määräykset. Yksi suositeltava selvityksen kohde varsinkin ulkomaisten yritysten kohdalla on myös sen johto. On syytä selvittää ainakin, onko yritysjohto ollut mukana rikosoikeidenkäynneissä tai muussa vastaavassa toiminnassa. Yritysjohtoa voidaan arvioida myös sitä kannalta, mitä tapahtuu, jos yritysjohto ei jatkakaan uuden omistajan alaisuudessa. Yritysjohtoon erilaiset kannustimet (optiot ja bonukset) sekä palkkataso tulee ottaa huomioon, sillä joissakin tapauksissa näitä on saatettu korottaa ennen myyntiä.²⁶

Due diligence -tarkastuksen tärkein yksittäinen osa toimeksiantajalle on asiantuntijan palauttama raportti (executive summary). Se on joissain tapauksissa ainoa dokumentti, jonka toimeksiantaja ehtii kunnolla lukea, joten siitä odotetaan saatavan kaikki oleellinen tieto tarkastettavasta yrityksestä. Raportti on usein lyhyt ja ytimekäs, joka ei vain listaa edellisessä kappaleessa mainittuja löydöksiä, vaan asettaa ne oikeaan perspektiiviin ja tuo oikeat asiat esille suoraan, positiivisella ja rakentavalla tavalla. Itse due diligence -tarkastuksesta laaditaan isompi ja ”kaiken kattava” raportti. Joskus raportti voidaan kuitenkin rakentaa jonkun tietyn aihepiirin ympärille, jotta havainnot ja suositukset asettuisivat oikeaan suhteen kokonaisuuteen nähden. Verotuksen liittyvä osa esimerkiksi saatetaan käsitellä yhtenä kokonaisuutena tai sitten verotuksen liittyvät asiat käsitellään kulloisenkin käsiteltävän aihepiirin mukaisesti.²⁷

2.1.2. Erilaisia due diligence -tarkastuksia

Due diligence -tarkastus on suuri kokonaisuus, johon kuuluu joukko eri osa-alueita. *Business due diligence* -tarkastuksessa selvitetään ostokohteen liiketoiminnan olosuhteet: insinöörit tutustuvat tuotantokoneistoon, johtohenkilöt tutustuvat kokonaisuuteen sekä usein konsultit suorittavat markkinatutkimuksia ja haastattelevat asiakkaita. Kokemus on osoittanut, että tutkimuksessa on panostettava huomattavasti muun muassa kilpailuolosuhteiden selvittämiseen, budjettiedellytyksiin, informaatiojärjestelmien tarkoi-

²⁴ Ulkopuolisiin asiantuntijoihin kuuluvat mm. tilintarkastajat, juristit ja rahoittajat.

²⁵ Erityiseen tarkasteluun otetaan yrityksen kehityskohteet, strateginen suunnittelu, budjetit ja ennen kaikkea tulevaisuuden ennusteet.

²⁶ Blomquist ym. 1997: 56–58.

²⁷ Blomquist ym. 2001: 46–47.

tuksenmukaisuuteen ja toimivuuteen sekä oikeudellisiin ja ympäristöön liittyviin tekijöihin. *Legal due diligence* -tarkastuksessa kartoitetaan niitä vastuutekijöitä, jotka eivät yleensä selviä taseesta tai sen liitteistä. Sen kohteena ovat mm. yrityksen sopimuskanat, vuokrasopimukset, työ- ja toimosopimukset sekä vireillä olevat oikeudenkäyntien uhat.²⁸ *Legal due diligence* -tarkastuksen suorittaa usein suurehko asianajotoimisto, joka pystyy antamaan käyttöön riittävät resurssit sekä kokemusta vastaavista toimeksiannoista. Asianajotoimiston ja tilitarkastusyhtiön välinen yhteistyö on erittäin tärkeää, jotta riskit tulevat mahdollisimman kattavasti selvitettyä.²⁹

Koska nykyään ympäristöasiat ovat tärkeitä enenevässä määrin, on mahdollista tehdä myös niin sanottu *environmental due diligence* -tarkastus. Sen tarkoituksena on tutkia ympäristöasioiden hoitoon liittyviä yleisiä asioita sekä riskitekijöiden tunnistamista ja niiden hallitsemista. Yhtenä kokonaisuutena mainitaan usein myös *tax due diligence* -tarkastus. Joissakin tapauksissa se luetaan osaksi jäljempänä esiteltävää *financial due diligence* -tarkastusta, mutta erillisenä tarkastuksena *tax due diligence* -tarkastuksella tarkoitetaan yksityiskohtaista kuvausta kohdeyrityksen verotusasemasta. On tavallista, että *tax due diligence* -tarkastus tehdään alkuvaiheessa varsin rajoitetulla aineistolla ja yksityiskohtainen tutkimus sallitaan vasta valitulle tarjoajalle.³⁰

2.2. Financial due diligence -tarkastus

Kauppahinnan määrittämisen kannalta tärkein osa *due diligence* -tarkastusta on *financial due diligence* -tarkastus, jonka tarkoituksena on arvioida, voidaanko asetettua arviota hinnasta pitää oikeana ja realistisena sekä toisaalta arvioida kaupasta mahdollisesti syntyviä taloudellisia synergiaetuja ja riskejä. *Financial due diligence* -tarkastus antaa pohjan kauppahinnalle, ja sillä on suuri vaikutus lopulliseen kauppahintaan. Yleensä *financial due diligence* -tarkastus sisältää ainakin tilipäätösinformaation ja muun taloudellisen informaation sekä verotuksellisten asioiden läpikäyntiä erityisesti siltä kannalta, voidaanko yrityksen historiasta löytää asioita, jotka voivat aiheuttaa ongelmia tulevalle transaktiolle.³¹

Taloudellisen informaation tarkastelussa voi olla toimiala- ja yritysala-kohtaisia painotuksia, jotka kohdistetaan tiettyihin toimintoihin tai tuloslaskelman ja taseen eriin. Esi-

²⁸ Kurkela & Ståhlberg 1997: 915.

²⁹ Blomquist ym. 2001: 27–29, 88–89.

³⁰ Blomquist ym. 2001: 27–29, 88–89.

³¹ Blomquist ym. 1997: 53–54.

merkiksi jos kohdeyritys on valmistus- ja jakelutoiminnassa mukana, niin financial due diligence -tarkastuksessa on tapana laskea varasto, tarkistaa varaston arvostuslaskelmat ja pyrkiä määrittämään epäkurantti eli passiivinen tai vanhentunut varasto. Mikäli kohdeyrityksellä on moitteeton taloudellinen ja toiminnallinen historia sekä tilitarkastuskertomukset, ei laajamittainen informaation varmentaminen ole välttämättä tarpeellista. Erityisalueet tulee kuitenkin tarkastaa aina riippumatta siitä, kuinka moitteeton yritys on kyseessä.³²

Financial due diligence -prosessi, kuten myös koko due diligence -prosessi on monimutkainen kokonaisuus, joka saattaa viedä resursseja. Financial due diligence -asiantuntijoina toimivat usein investointipankit tai niihin rinnastettavat tahot, kuten konsultointitoimistot. Investointipankki tai muu vastaava taho tuo yrityskauppoihin ja erityisesti kaupan taloudelliseen puoleen kontrollin sekä toisaalta myös tehokkuutta, joka mahdollistaa transaktioihin valmistautumisen ja ehkäisee väärää informaatiota. Uuden osakeyhtiölain fuusio- ja jakautumissäännökset sekä osaltaan myös apporttisäännökset merkitsevät sitä, että due diligence -selvityksen tekeminen eri osa-alueista on tarpeen. Financial due diligence -tarkastusta hoitavia henkilöitä kutsutaan *financial advisereiksi*, joiden tehtävänä ei ole pelkästään eri rahoitusvaihtoehtojen esittely, vaan heidän on myös omattava näkemys kyseisen teollisuudenalan viimeisimmistä trendeistä, yrityskauppojen hinnoista sekä tulevaisuuden näkymistä.³³

Enronin ja Worldcomin kirjanpitoskandaalien jälkeen on Yhdysvalloissa siirrytty entistä tiukempaan seurantaan. Enron-skandaalissa osa ryhmäkanteesta kohdistui myös sen käyttämiin ulkopuolisiin asianajotoimistoihin.³⁴ Osittain myös tämän johdosta Yhdysvalloissa säädettiin nopeasti Sarbanes-Oxley Act³⁵, jolla oli tarkoitus reagoida kirjanpitoskandaaleihin. Lain 307 §:ssä otetaan huomioon juridisten neuvonantajien vastuu. Sen mukaan neuvonantajan on viipymättä ilmoitettava yhtiön lakiasian johtajalle tai vastaavalle, mikäli hän havaitsee tai epäilee lain rikkomista. Säännön mukaan neuvonantajan ei tarvitse välttämättä tietää, että väärinkäytös on tapahtunut vaan riittää, että hänellä on syytä epäillä väärinkäytöstä.³⁶ Lain säätäminen antaakin syyn keskustella mahdollisuudesta ja tarpeesta rajoittaa vastuuriiskejä erilaisten yrityskauppojen aikana tehtävien tarkastusten osalta myös Suomessa.

³² Blomquist ym. 2001: 53–54, 81.

³³ Immonen 2000 a: 25; Lauriala 2001: 147.

³⁴ Deger 2002.

³⁵ Sarbanes-Oxley Act of 2002

³⁶ Bryan Cave Corporate Finance -toimiston ohje 2002: 1–2.

Ruotsissa syksyllä 2002 uhkasi asianajotoimistoa sadan miljoonan kruunun vahingonkorvausvaatimus sen toteuttaman due diligence -tarkastuksen perusteella. Asianajotoimisto oli unohtanut huomauttaa liiketoiminnan kannalta olennaiseen sopimukseen sisältyneestä omistajanvaihdoslausekkeesta, johon vastapuoli vetosi yrityskaupan toteutumisen jälkeen. Kuten liike-elämässä on tapana, pyrittiin tapaukseen löytämään ratkaisu ilman julkista menettelyä. Tämän johdosta tapauksesta ei ole saatavilla oikeustapaus aineistoa, mutta tapaus joka tapauksessa osoittaa, että myös pohjoismaissa on aiheellista ennalta varautua mahdolliseen due diligence -tarkastuksessa tapahtuneeseen virheeseen ja siitä seuraavaan vahingonkorvausvastuuseen.³⁷

Kyseinen tapaus nostaa esille ennakkotarkastuksen onnistumisen tärkeyden. Tarkastus on suoritettava niin, että yrityskaupan kannalta tärkeimmät seikat tulevat ilmi.

2.3. Financial due diligence -tarkastus ja arvonmääritys

Yrityskauppojen epäonnistuminen on usein todettavissa yksiselitteisesti rahalla mitattuna. Epäonnistumisen välttämiseksi on tärkeää määrittää kaupan kohteen arvo mahdollisimman hyvin. Kaupan kohteen arvonmäärittäminen on financial due diligence -tarkastuksen tärkein tehtävä.

Arvostuslaskelmien vaikeimpana osana pidetään synergiaetujen laskemista. Usein niitä ei havaita tai niiden havaitseminen vie liian kauan aikaa. Tästä esimerkkinä voidaan mainita jo aikaisemmin käsitelty AOL Time Warner yrityskauppa. Laskelmissa aliarvioitiin selvästi kahden vahvan yhtiön kulttuurit eikä arvioituja synergiaetuja koskaan saavutettu. Tämä johdosta yhtiön osakekurssi laski 55 prosenttia kaupan jälkeen, jonka johdosta liiketoimet palautettiin takaisin omiksi yhtiöikseen.³⁸

Lähtökohtaisesti luotettavimpina menetelminä pidetään rahavirtojen perusteella tehtyjä yrityksen arvolaskelmia.³⁹ Yrityksen arvo ja arvostus mielletään sijoituksena tai investointikohteenä: mihin hintaan kannattaa myydä ja mihin ostaa. Yrityksille ei pörssiyrityksiä lukuun ottamatta synny markkinoilla niiden ainutlaatuisuuden ja heterogeenisyyden vuoksi tasapainohintaa. Jos kauppaneuvotteluiden lopputuloksena syntyy kauppa, saadaan yrityksen hinta selvitettyä ainakin tietyllä hetkellä.⁴⁰ Näin ollen yrityksen hinta ja

³⁷ Harsu 2004: 50.

³⁸ Stefanowski 2007: 78.

³⁹ Kallunki ja Niemelä 2004: 107–108.

⁴⁰ Mattila 1984: 221.

arvo ovat eri asioita. Kun kyse on yksittäisestä yrityksestä, jota ei ole listattu mihinkään arvopaperipörssiin, määräytyy hinta ostajan ja myyjän arvioista sekä päätetystä hinnasta.⁴¹

Yrityksen arvon laskemiseen käytetään yleisimmin seuraavia menetelmiä:

- kassavirtojen nykyarvo (DCF -menetelmä)
- substanssiarvo
- käyttäen vertailevia arvonmäärittämenetelmä
- lisäarvomalli (EVA)

Perinteisesti yrityskauppatilanteessa yrityksen arvo on laskettu käyttäen kassavirtojen nykyarvoa, substanssiarvoa tai näiden yhdistelmää, jota vertailevat menetelmät ovat tukeneet. Arvostusmenetelmän valitaan vaikuttaa aina kulloinkin saatavalla oleva materiaali. On kuitenkin muistettava, että millään liiketoiminnalla ei ole olemassa yhtä ainoaa arvoa, vaan niitä on niin monta kuin on määrittelijöitä.⁴² Seuraavaksi käsitellään yllä mainitut laskumenetelmät yleisellä tasolla.

2.3.1. Kassavirtojen nykyarvomenetelmä

Tuottoarvoa voidaan laskea useilla eri menetelmillä. Perusajatuksena on kuitenkin aina tulevien tuottojen diskonttaaminen laskenta-ajankohtaan käytettävällä laskentakorkokannalla. Tulevilla tuotoilla tarkoitetaan joko nettotulosta, yrityksen tuottamaa nettokassavirtaa tai yrityksen tulevaisuudessa osakkeenomistajille maksettavaa osinkoa.⁴³ Tulevat tuotot diskontataan nykyarvoon seuraavan kaavan avulla:

$$NPV = \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{CV}{(1+r)^t}$$

C_t = ennustettu kassavirta ajanhetkellä t

r = diskonttaustekijä⁴⁴

CV = jäännösarvo⁴⁵

⁴¹ Wiklund 2008: 42.

⁴² Blomquist ym. 2001: 110, 133–134.

⁴³ Blomquist ym. 2001: 111.

⁴⁴ Brealey, Myers & Allen 2008: 14–15: Diskonttaustekijä on se odotettu tuotto, jonka on samanlaisella investoinnilla pääomamarkkinoille.

⁴⁵ Brealey ym. 2008: 148: Jäännösarvo on se arvo, jolla sijoitus voidaan myydä tulevaisuudessa olevalla hetkellä.

Teknisesti yrityksen arvonmäärittäminen ei ole vaikeaa. Sen sijaan vaikeaa on laskennan taustalla olevien oletusten oikeellisuuden arviointi. Yrityksen arvonmäärittämiseen tulevaisuuden kautta liittyy aina subjektiivinen näkemys tulevaisuudesta. Tämä käsitys voi poiketa voimakkaasti toteutuvasta tilanteesta. Kassavirtojen nykyarvoon vaikuttaa edellä esitetyn kaavan mukaisesti nettokassavirrat, diskonttaustekijät ja jäännösarvo.⁴⁶

Yrityksen tulevien kassavirtojen määrittelyssä perustana ovat muun muassa historiallinen kehitys, liiketaloudelliset suunnitelmat sekä tulevaisuuden näkymät. Diskonttaustekijän määrittämisessä käytetään yleisesti pääoman keskimääräistä kustannusta (WACC = Weighted Average Cost of Capital).⁴⁷ WACC on pääomankustannus, joka lasketaan laskemalla oman ja vieraan pääoman kustannukset yhteen niiden painokertoimien mukaan.⁴⁸

2.3.2. Substanssiarvomenetelmä

Substanssiarvo on liiketoiminnan varojen ja velkojen erotus, kun varat ja velat arvostetaan käypiin arvoihin. Toisin kuin NPV, substanssiarvo perustuu kokonaan historiallisiin arvoihin. Hyvin harvoin yrityksen substanssiarvo on yrityksen virallisen taseen mukainen oma pääoma eli se ei silloin kuvaa yrityksen arvoa tai sen hintaa.⁴⁹

Substanssiarvomenetelmää on hyvä käyttää yrityksen arvon määrittämisessä silloin, kun yhtiön arvo perustuu pääasiassa sen omaisuuden arvoon.⁵⁰ Substanssiarvo on hyvä määrittää myös siinä tapauksessa, kun tuleva tuotto on alhainen, tulevaisuuden ennuste on pessimistinen tai yrityksellä on satunnaisia varoja, joiden myynti ei vaikuta huomattavasti tuleviin kassavirtoihin.

Substanssiarvolaskelmien pohjana on yleensä viimeinen virallinen tilinpäätös. Yrityksen substanssiarvo on kuitenkin harvoin yhteneväinen taseen arvojen kanssa, mutta tase ja liitetiedot antavat pohjan substanssiarvojen selvittämiseksi. Tasearvot on kuitenkin oikaistava markkina-arvoa vastaavaksi, koska tuloslaskelma ja tase eivät kerro markkina-arvojen muuttumisesta.⁵¹

⁴⁶ Blomquist ym. 2001: 112.

⁴⁷ Blomquist ym. 2001: 113–122.

⁴⁸ Ks. WACC:in laskemisesta mm. Brealey ym. 2008: 488.

⁴⁹ Wiklund 2008: 46. Joskus saatetaan substanssimenetelmää määrillä vain yrityksen likvidaatiotilanteen mukaan, joka sinänsä johtaisi oikeaan näkemykseen.

⁵⁰ Tällaisia yrityksiä ovat esimerkiksi arvopaperiyhtiöt.

⁵¹ Blomquist ym. 2001: 124–125.

2.3.3. Vertailevat arvonmääritysmenetelmät

Määriteltäessä yritykselle arvoa, tulisi markkinoilta etsiä mahdollisimman samankaltaisen yritys, jolle lasketaan tunnusluvut. Useimmiten lasketaan tunnuslukuja, jotka osoittavat yrityksen markkina-arvon ja tuoton suhteen. Vertailevan arvonmäärityksen ongelmana on se, että vain harvoin on käytössä täysin vertailukelpoisia yrityksiä, joita voitaisiin käyttää laskelmissa. Mitä enemmän vertailtavat yritykset ovat samankaltaisia, sitä parempi on analyysin lopputulos.⁵²

2.3.4. Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmalli, jonka mukaan yrityksen arvo määräytyy sen tämän hetken oman pääoman kirjanpidollisen arvon ja sen tulevien vuotuisten lisävoittojen nykyarvon summana. Lisäarvomallissa yrityksen arvo voidaan laskea seuraavalla kaavalla:

$$P_0 = BV_0 + \frac{EVA_1}{1+r} + \frac{EVA_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{EVA_n}{(1+r)^n} + \frac{EVA_{n+1}}{(r-g)(1+r)^n}$$

P_0 = osakkeen hinta hetkellä 0

BV_0 = Oman pääoman kirja-arvo hetkellä nolla

EVA_n = $r * BV_{n-1} - EPS_n$ (osakekohtainen vaadittu tuotto vähennettynä osakekohtaisella tuloksella)

r = oman pääoman vaadittu tuotto prosentti

g = EVA:n odotettu kasvu n:n ennustekauden jälkeen

Vuotuiset lisäarvot pyritään arvioimaan muutamaksi vuodeksi eteenpäin aivan kuten kassavirtapohjaisessa arvomäärityksessä. Useimmilla toimialoilla on realistista olettaa lisäarvon kasvun jatkuvan vähintään inflaatioennusteen suuruisena. Vuotuiseen lisäarvoon vaikuttaa paitsi osakekohtainen tulos, myös sen hetkinen oman pääoman kirja-arvo. Lisäarvomallia käytettäessä on pystyttävä ennustamaan vuotuiset osakekohtaiset tulokset ja osinkosuhde eli osingon suhde osakekohtaisesta tuloksesta.⁵³

⁵² Blomquist ym. 2001: 127–128.

⁵³ Blomquist ym. 2001: 131–132.

2.4. Financial due diligence -neuvonantajan rooli yrityskaupassa

Financial due diligence -neuvonantajan päätehtävä on määrittää yrityskaupan kohteelle hinta. Vahingonkorvausjuridisesti kyseessä on *vahinkojen minimointi ja riskiposition määrittäminen*. Investointipankin asiantuntemusta arvonmäärityksissä käytetään esimerkiksi välitystuomioistuinten ratkaisuharkinnan tukena. Investointipankki ei aina välttämättä itse hoida financial due diligence -tarkastusta, vaan sille itselle jää koordinoiva rooli. Tällöin asiantuntemusta käytetään toisten toimijoiden valintaan. Due diligence -tarkastuksen suorittajat ovat tällöin asiantuntijapalveluita tarjoavia yhtiötä.⁵⁴

Mitä sitten investointipankit tekevät? Yleisesti ottaen investointipankit välittävät yritysten liikkeeseen laskemia arvopapereita tarkoituksena *kerätä* rahaa, jota yritykset tarvitsevat. Vastakohtana vähittäispankit *lainaavat* rahaa yrityksille. Investointipankeilla on kolme osa-aluetta, jotka ovat:

- Pääoman kerääminen
- Arvopapereiden välittäminen
- Neuvonanto yritysjärjestelyissä.⁵⁵

Yleisesti investointipankkitoiminta on siis niin sanottua täydenpalvelun pankkitoimintaa, johon kuuluu mm. sijoitusneuvontaa, salkunhoitoa, siemenrahoituksen hoitoa, osakevälitystä ja *corporate finance* -palveluita. Tämän tutkielman kannalta tärkein osa-alue eli corporate finance -toiminta voidaan määrittää *taloudelliseksi neuvonnaksi ja avustamiseksi rahoitusvaihtoehtojen ja liiketoimintarakenteiden kartoituksessa ja valinnassa*.⁵⁶ Investointipankeissa työskentelevät ihmiset eli investointipankkiirit tekevät usein paljon töitä. Työpäivät venyvät usein pitkiksi, koska useasti on monta projektia yhtä aikaa käynnissä.⁵⁷ Monta yhtä aikaista projektia saattaa lisätä huolimattomuutta, joten tarkastuksen suorittajan on kyettävä hoitamaan kaikki meneillään olevat projektit tai sitten sen on kieltäydyttävä tarkastuksen suorittamisesta⁵⁸.

The Boston Consulting Group:n mukaan kolme avainta onnistuneeseen yrityskauppaan ovat strateginen keskittyminen, arvonmäärityksen kurinalaisuus ja jo alkuvaiheessa aloitettu integraatiosuunnitelma. Kokeneimmat yrityskauppaneuvonantajat käsittelevät prosessia systemaattisesti ja toteuttavat kaupan, kun odotettu tuotto ylittää pääoman kus-

⁵⁴ Lauriala 2001: 147–149.

⁵⁵ Fleuriet 2008: 33–34.

⁵⁶ Lauriala 2001: 6.

⁵⁷ Banks 2004: 27–28.

⁵⁸ Tästä lisää luvussa 3.3.

tannuksen. Whartonin yliopiston laskentatoimen ja rahoituksen professorin Robert W. Holthausenin mukaan WorldCom:n hallitus käytti ainoastaan 20–30 minuuttia tutkiesaan useamman sadan miljoonan yrityskauppaa ja sen vaikutuksia.⁵⁹

Miksi kannattaa ostaa tai sulautua toiseen yhtiöön? Synergiaetuja pidetään suurimpana syynä. Synergiaetuina pidetään operointikulujen pienentymistä, parempia tuotantovoimia, verohyötyjä, rahoituksen pienentymistä sekä muiden kulujen pienentymistä. Mikäli kaikki menee suunnitelmien mukaan, pitäisi tuloksena olla kasvaneet tuotot, vahvempi kasvu sekä ennen kaikkea osakkeenomistajien varallisuuden kasvu.⁶⁰

Ostajan, joka harkitsee yrityskauppaa, kannattaa kääntyä suurten investointipankkien puoleen, koska suurella toimistolla on resurssit toteuttaa tiukallakin aikataululla tehtävät tarkastukset. Suurella toimistolla on myös riittävästi asiantuntijoita kaikilla osa-alueilla. Toisaalta myös markkinoinnin ja uskottavuuden kannalta on syytä käyttää tahoa, jolla on tunnetusti kokemusta prosessin läpiviemiseksi. Suurilla toimistoilla on usein myös laajempi kokemus vaativien tarkastuksien läpiviemiseksi.⁶¹

Tavoitteena neuvonannoissa on omistajien varallisuuden eli oman pääoman maksimointi. Tämä on myös modernin rahoitusteorian lähtökohta. Jotta tämä tavoite saadaan täytettyä mahdollisimman tehokkaasti, on neuvonantaja käyttäminen lähes välttämätöntä. Vaativimmissa kansainvälisissä transaktioissa saattaa mukana olla kymmeniä eri intressitahoja. Investointipankin asema neuvonantajana tällaisissa järjestelyissä edellyttää huolellista projektinhallintaa.⁶² Investointipankin on muun muassa varmistuttava, että toiminnon suorittajat täyttävät tehtävän asettamat vaatimukset.⁶³

Financial due diligence -tarkastus ei ole sama asia kuin tilintarkastus. Tilintarkastus tähtää vahvistamaan tulokset, kun financial due diligence -tarkastus pyrkii selittämään tuloksia. Financial due diligence -tarkastus sisältää yksityiskohtaista analyysiä yhtiöstä, jota tuetaan haastatteleamalla avain henkilöitä. Neuvoantajat pyrkivät selittämään miksi luvut ovat niin kuin ne ovat.⁶⁴

⁵⁹ Fleuriet 2008: 224.

⁶⁰ Advani 2006: 177-178.

⁶¹ Blomquist ym. 1997: 27–28.

⁶² Lauriala 2001: 132.

⁶³ Vrt. esim. TTL 6:30 §. Tilintarkastajaksi voidaan hyväksyä luonnollinen henkilö, joka on suorittanut tehtävän edellyttämät laskentatoimen, oikeustieteen sekä muut kauppa- ja taloustieteelliset opinnot

⁶⁴ Howson 2003: 45–68.

Vaikka financial due diligence -tarkastus on erittäin tärkeä, yritykset eivät välttämättä ota riittävästi huomioon muita kuin rahoitustekijöitä arvioidessa kohteen hintaa. Oikein suoritettu financial due diligence -tarkastus voi olla hyödytön, mikäli siinä on keskitytty lukuihin ottamatta huomioon kaikkia vaikutuksia.⁶⁵

Financial due diligence -tarkastuksella on myös muitakin funktioita kuin kauppahinnan määrittäminen. Se auttaa tarkastuksen toimeksiantajaa ymmärtämään yksiselitteisesti liiketoiminnan luonteen ja havaitsemaan synergiaetuja. Siten neuvonantajalla on oltava syvä ymmärrys käsiteltävän alan luonteesta sekä toimeksiantajan tavoitteista yrityskaupassa. Tämän vuoksi jokainen financial due diligence -projekti pitäisi olla erityisesti suunniteltu erikseen jokaista asiakasta varten.⁶⁶

Vain harva yrityskauppa toteutetaan ilman financial due diligence -tarkastusta. Oikeastaan vain kaikkein pienimmissä järjestelyissä ei tarkastusta tarvitse suorittaa, mikäli kaupan kohteena oleva yritys on riittävän tuttu. Tarkastus muotoutuukin sen mukaan, minkä kokoinen kauppa on kyseessä. Enronin kaltaiset skandaalit entisestään lisäävät tarkastuksien määrää. Hyvä financial due diligence -tarkastus tähtää löytämään kaiken potentiaalin, joka on saatavissa yrityskaupasta.⁶⁷ Financial due diligence -tarkastuksessa on kuitenkin pienellä virheellä mahdollista aikaansaada suuria taloudellisia vahinkoja. Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan mahdollisia osa-alueita, joista neuvonantajalle voi seurata vahingonkorvausvelvollisuus sekä ketä kohtaan se muodostuu.

⁶⁵ Hitt, Harrison & Ireland 2001: 23.

⁶⁶ Reuvid 2007: 101–102.

⁶⁷ Howson 2003: 45–46.

3. VAHINGONKORVAUSVASTUUN EDELLYTYKSET

Yksinkertaisesti voidaan sanoa, että vahinko on ulkoisen seikan aiheuttama odottamaton muutos, jota on pidettävä vahingonkärsijän kannalta epäedullisena. Se, jolle on aiheutunut vahinkoa, joutuu aina lähtökohtaisesti itse kärsimään häntä kohdanneen vahingon, elleivät tietyt edellytykset täyty. Ensinnäkin edellytetään oikeusperustetta (tuottamus tai tahallisuus), johon vedoten vahinko voidaan siirtää jonkun toisen korvattavaksi. Toiseksi vaaditaan, että vahinko on lajiltaan juuri kysymykseen tulevan vastuuperusteen yhteydessä korvattava. Haitallisen seuraamuksen on oltava riittävässä syy-yhteydessä vastuuperusteen synnyttävään toimintaan.⁶⁸

Perusedellytys neuvonantajan vahingonkorvausvastuulle sekä sopimus- että sopimuksenulkoisessa suhteessa on, että neuvonantajan voidaan katsoa toimineen tuottamuksellisesti. Yleisesti vahingonkorvausvastuuta tarkastellaan juuri sopimukseen perustuvana tai sopimuksen ulkoisena vastuuna (deliktivastuu). Kun osapuolten välillä ei ole sopimussuhdetta, sovelletaan lähtökohtaisesti sopimuksen ulkoisia vastuunormeja. Mikäli sopimuksen osapuolten välinen suhde täyttää sopimussuhteelle täytetyt kriteerit, arvioidaan vastuuta sopimusnormiston perusteella.⁶⁹

Sopimusperusteisissa vahingonkorvaustapauksissa todistustaakka vastaajan tuottamuksesta on vakiintuneesti asetettu vastaajalle. Kyseessä on niin sanottu ekskulpaatio vastuu eli tässä tapauksessa neuvoantajan on näytettävä noudattaneen asianmukaista huolellisuutta. Todistustaakkasäännön takana ovat ennen kaikkea sopimusoikeudellisen järjestelmän yleistä toimivuutta koskevat näkökohdat (esim. *pacta sunt servanda*).⁷⁰

Sopimuksen ulkoisessa vahingonkorvausasiassa lähtökohtana on, että kantajalla on todistustaakka vastaajan väitetystä tuottamuksesta, teon ja vahingon välisestä syy-yhteydestä ja vahingon määrästä.⁷¹ Vahingon määrän toteennäyttämisessä kantajan asemaa kuitenkin helpottaa OK 17:6:n säännös. Sen mukaan, jos vahingon määrästä ei ole saatavissa näyttöä tai se on muutoin vaikeuksin esitettävissä, tuomioistuimella on valta arvioida vahinko kohtuuden mukaan.⁷²

⁶⁸ Routamo & Ståhlberg 2000: 30–38.

⁶⁹ Mononen 2004: 1384.

⁷⁰ Lappalainen, Frände, Havansi, Koulu, Niemi-Kiesiläinen, Nylund, Rautio, Sihto & Virolainen 2007: 587.

⁷¹ Ks. esimerkiksi KKO 1999:11 ja KKO 1999:12.

⁷² Lappalainen ym. 2007: 587.

Toimeksiantosopimussuhteissa tuottamus ilmenee sopimusvelvoitteiden rikkomisena. Financial due diligence -tarkastuksen osalta tuottamus ilmenee, mikäli toimeksiantoa ei ole suoritettu riittävän huolellisesti, joten siinä voidaan katsoa olevan virhe. Mikäli asiantuntijayhtiö on osittanut riittävää huolellisuutta velvoitteidensa täyttämässä, ei suoritusvirhettä ole tapahtunut. Mikäli menettely on ollut huolimaton, saattavat vahingonkorvauksen edellytykset täytyä. Sopimuksen ulkoisessa vastuutarkastelussa tuottamus on erityinen oikeusperuste, jolla vahingonkärsinyt voi siirtää vahingon toisen kannettavaksi. Tuottamus onkin siten olennainen sekä sopimus- että sopimuksenulkoisessa suhteessa.⁷³

Financial due diligence -neuvonantajien vastuuta ja tuottamusta määritettäessä on turvaututtava ensisijaisesti oikeuskäytäntöön ja yleisiin oikeusperiaatteisiin, koska yhtenäistä, neuvontapalveluita koskevaa lainsäädäntöä ei ole. Sopimussuhteissa yleiset vastuunormit ovat tältä osin rajoittuneet KK 18 luvun toimitsijoita eli asiamiehiä koskeviin oikeusohjeisiin. Seuraavaksi on tarkoitus tarkastella neuvonantajan tuottamus ja huolellisuusvelvoitetta niin sanotun professiovastuun kautta.

3.1. Professiovastuu

Konsultit ym. neuvonantajat tarjoavat toimeksiantajansa käyttöön immateriaalista palvelua erityisalan asiantuntijana. Heidän velvoitteidensa ytimenä ovat asiakkaan tarpeita vastaavien neuvojen antaminen, taloudellisten asioiden hoito ym. Eritysalojen ammattilaisten toiminnassa heijastuu aseman mukanaan tuoma korostetun huolellisuuden vaatimus.⁷⁴ Tätä on oikeustieteessä kuvattu käsitteellä professiovastuu. Huolellisuusarviointia korottavat erityisasiantuntijuus sekä sen mukaan tuomat tiedot ja taidot sekä riskinarviointikyky. Myös oikeudenkäytännössä⁷⁵ asiantuntijuus on mainittu huolellisuusvelvoitteita lisääväksi perusteeksi.

Financial due diligence -neuvonantajan huolellisuusvelvoite turvaa ensisijaisesti asiakasyhtiön johdon ja osakkaiden etuja sekä toissijaisesti mahdollisen konkurssin jälkeen myös velkojien etua. Investointipankin erityinen asiantuntemus antaa asiakasyhtiölle luvan luottaa asiantuntijan esittämiin neuvoihin. Tämän huolellisuusvelvoitteen voidaan

⁷³ Routamo ym. 2000: 37–38.

⁷⁴ Hemmo 1995: 569–570.

⁷⁵ KKO 2001:128. Tapauksessa korkein oikeus katsoi, että tilitoimistolla oli velvollisuus varoittaa luovutuksesta aiheutuvista veroseuraamuksista. Perusteluiden mukaan tilitoimiston olisi asiantuntijana pitänyt havaita huomattava veroseuraamus.

katsoa vaativan, että neuvonantajan on noudatettava sekä objektiivisen että subjektiivisen mittapuun mukaista huolellisuutta. Objektiivinen huolellisuus edellyttää neuvonantajan noudattavan sellaista huolellisuutta, jota noudattaisi sellainen henkilö, jolla on tietämys, taidot ja kokemus, joita voidaan edellyttää vastaavassa asemassa olevalta neuvonantajalta. Subjektiivinen huolellisuus edellyttää neuvonantajan toimivan kuten huolellinen henkilö, jolla on se tietämys, taito ja kokemus, jotka kyseisellä financial due diligence -neuvonantajalla on.⁷⁶

Professiovastuun sisältöä on oikeuskirjallisuudessa hahmotettu apukäsittein. Erityisesti neuvontapalveluihin kuuluu ensinnäkin työntulos- ja toimintavastuun erottelu. Neuvontapalveluja koskevien sopimusten on katsottu lähtökohtaisesti kuuluvan työntekosopimukseen, ei työntulosopimukseen. Ruotsissa edellä mainittua erottelua on käytetty myös virallislähteissä. Niihin viitattiin ruotsalaisessa mietinnössä SOU 2002:41, joka koskee kuluttajille tarjottavia neuvonantajapalveluita.⁷⁷ Pohjoismaissa on käytetty myös käsitettä metodivastuu, jonka mukaan pelkkä neuvon virheellisyys ei ole välttämättä ole sopimusrikkomus. Lähtökohtana on se miten, tehtävä on suoritettu.⁷⁸ Financial due diligence -tarkastuksen oikein suorittamisen voidaan katsoa edellyttävän luvussa 2.3. esiteltyjen tai niitä vastaavien yleisten arvonmääritysmenetelmien käyttämistä. Pelkkä neuvon virheellisyys tai toivotun tuloksen saavuttamatta jääminen ei itsessään ole sopimusrikkomus⁷⁹.

Kotimaisessa oikeuskäytännössä ovat korostuneet asiantuntijapalveluita tarjoavien tiedonanto- ja neuvonantovelvollisuuksien vaatimukset, jotka vastaavat sisällöltään ruotsalaisessa oikeuskirjallisuudessa esiintynyttä informaatiovastuu-termiä. Asiantuntevammalla taholla on velvollisuus antaa tarpeellisia tietoja esimerkiksi sopimukseen liittyvissä riskeissä. Vastuu saattaa syntyä vaikka itse toimeksianto olisi suoritettu huolellisesti, mikäli asiakas on ymmärtänyt ohjeen sisällön väärin ja tehnyt sen perusteella vääriä johtopäätöksiä.⁸⁰ Tiedonantovelvollisuutta ei välttämättä vähennä edes toimeksiantajan oma asiantuntevuus. Asiantuntijan käytön voidaan katsoa jo sellaisenaan olevan osoitus siitä, että neuvonantaja katsotaan itseään asiantuntevammaksi ja toimeksiannosta odotetaan saatavan lisäarvoa.⁸¹

⁷⁶ Lauriala 2001: 136–137.

⁷⁷ SOU 2002: 41. Mietinnössä viitataan avoimesti oikeustieteissä kehitettyihin käsitteisiin. Suomessa vastaavanlainen avoin viittaaminen virallislähteissä on harvinaisempaa.

⁷⁸ Peltonen 2001: 5.

⁷⁹ Mäntysaari 2000: 246.

⁸⁰ Hemmo 2001: 59–62.

⁸¹ Hemmo 2003 b: 290–291.

Ollennainen kysymys on, millaisella mittapuulla financial due diligence -neuvonantajan velvollisuuksien sisältö tulee asettaa.⁸² Informaatiovastuun nojalla financial due diligence -neuvonantajan on raportoitaessa saatuja loppupäätelmiä selvitettävä toimeksiantajalle laskelmista saadut tulokset sekä se, millä arvostusmenetelmillä kyseisiin tuloksiin on päädytty.

Muun muassa asianajotoiminnassa edellä esitetyllä professiovastuulla tarkoitetaan, että toimeksianto suoritetaan ammatillista standardia noudattaen. Kuten edellä kävi ilmi, on tehtävän suorittaminen lähtökohtana vahingonkorvausvastuulle. On siis arvioitava, miten financial due diligence -tarkastus on suoritettava, jotta se ei aiheuta professiovastuuta.

3.2. Due diligence -tarkastuksen tuottamusarviointi

Due diligence -tarkastuksessa huolellisuusvelvoitetta kuvataan jo käsitteen määrittelyssä, asianmukaisen huolellisesti⁸³. *Asianmukaisen huolellisesti* on käsitteenä kuitenkin sen verran avoin määre, ettei siitä konkreettisesti saa tukea arvioitaessa tuottamusta. Tuottamusarviointia ei voi arvioida minkään matemaattisen laskukaavan kautta vaan kunkin toimeksiannon sisältö ja vaikeusaste vaikuttavat arviointiin siitä, onko vahinko aiheutettu tuottamuksellisesti. U.S. Securities Act of 33 Section 11:ssa annetaan *due diligence defence* -suoja sille, joka voi todistaa tehneensä sellaisen kohtuullisen tarkastuksen (reasonable investigation), jonka huolellinen henkilö suorittaisi hoitaessaan omaa omaisuuttaan. Due diligence -tarkastuksen osalta tuottamusarviointi voi olla hankalaa sen immateriaalisen luonteen ja sitä koskevan lainsäädännön puutteen vuoksi. Lähtökohdaksi voidaan ottaa se, että financial due diligence -toimeksiannon suorittaa juridiikan ja rahoituksen *erityisasiantuntija* ja tuottamusarviointi koskee *virheellistä tietoa* yrityksen hinnan määrittelyssä tai muuta asiantuntijan asiantuntemuksen piiriin kuuluvaa seikkaa.

Due diligence -tarkastuksen suorittava yhtiö oletetaan lähtökohtaisesti olevan erityisasiantuntija alallaan. Näin ollen keskeinen arvioinnissa huomioon otettava seikka on professiovastuu sekä siihen liittyvä luottamus ammattitaitoon. Näiden lisäksi on huomioon

⁸² Eri aloilla erityyssääntely vaikuttaa tuottamusarviointiin. Esimerkiksi lakisäätöisen tilintarkastajan on noudatettava hyvää tilintarkastustapaa. Tähän on viitattu korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 1997:103.

⁸³ Haussila 2002: 304–305. Arvopaperien liikkeeseenlaskun yhteydessä mahdollisesti vastuussa olevat voivat vedota siihen, että he ovat noudattaneet toimissaan riittävää huolellisuutta (due diligence).

otettava myös se, että financial due diligence -tarkastuksesta saadut tiedot otetaan päätöksenteon perustaksi. Tarkastus on yleensä tukena yrityskauppaneuvotteluissa.⁸⁴

Verokonsultoinnin osalta voidaan mainita yleinen periaate, jonka mukaan verokonsultin työprosessi ei ole asianmukainen, jos se on olennaisesti huonompi kuin asiakkaalla palvelusta maksamansa hinta ja muut olosuhteet huomioon ottaen siitä olisi ollut perusteltua odottaa. Tällaiseen voidaan viitata OikTL 6 §:n 2 momentista ja KL 19 §:n 1 momentin 3 kohdasta ilmenevistä periaatteista.⁸⁵ Näillä perusteilla voidaan myös financial due diligence -asiantuntijan huolellisuusvelvoitteet asettaa korkealle toimeksiantoa toteutettaessa.

Tuottamusta arvioitaessa on pidettävä se erillään sopimusrikkomuksen arvioinnista. Työsopimuksissa sopimusrikkomuksen olemassaoloa ja tuottamuksen olemassaoloa arvioidaan kriteereillä, jotka muistuttavat toisiaan. Ne eivät kuitenkaan täysin peitä toisiaan. Sopimusrikkomuksena voidaan poikkeuksellisesti pitää myös sellaista asianmukaisesta työprosessista poikkeamista, jota ei pidetä asiantuntijan kannalta tuottamuksellisenä.⁸⁶

Financial due diligence -tarkastuksessa ei voida ensisijaisesti katsoa olevan kyse juridisesta neuvonannosta eikä toisaalta suoraan tilitarkastuksestakaan. Näin ei voida suoraan sanoa, että tarkastuksen suorittajan on noudatettava hyvää asianajotapaa tai hyvää tilitarkastustapaa. Tuottamuvastuu voidaankin johtaa professiovastuun mukanaan tuomasta *korotetusta huolellisuusvelvoitteesta*. Due diligence -neuvonantajan voidaan perustellusti katsoa erikoistuneen juuri kyseisiin tarkastuksiin. Tuottamuksen astetta arvioitaessa on syytä kiinnittää huomiota myös faktatiedon ja näkemysten eroon. Arvioinnin ankaruudessa saattaa olla eroa siinä, onko neuvonantaja vastuussa tämän antaman faktatiedon vai mielipiteen virheellisyydestä.⁸⁷ Vastuun välttämiseksi neuvonantajan on syytä mainita, koska kyseessä on faktatieto ja koska mielipide. Tuottamus voi ilmetä oikeastaan kahdessa muodossa. Ensinnäkin tuottamus voi syntyä tarkastusvaiheessa, jolloin tarkastelussa on käytettyjen menetelmien asianmukaisuus sekä tarkastuksen laajuus (ns. metodivastuu). Toisaalta tuottamus voi syntyä tiedonanto- ja neuvontavelvollisuuksien laiminlyöntinä (ns. pedagoginen vastuu).

⁸⁴ Koivu & Myllymäki 1999: 181.

⁸⁵ Mäntysaari 2000: 268.

⁸⁶ Mäntysaari 2000: 269: Esimerkiksi verokonsultointia harjoittava yhtiö voi syyllistyä sopimusrikkomukseen laiminlyömällä velvollisuutensa aiheuttamatta vahinkoa asiakkaalleen, kun asiakasta koskevat asiakirjat ovat tuhoutuneet jonkin toisen asiakkaan varomattomuudella aiheuttamassa tulipalossa.

⁸⁷ Vrt. Haapanen 2003: 90. Haapasen mukaan pelkkä liiketoiminnallista päätöstä koskevaan mielipiteen esittäminen ei yleensä johda tilitarkastajan vastuuseen.

3.2.1. Metodivastuu financial due diligence -tarkastuksessa

Neuvonantajan metodivastuuta tarkasteltaessa on kiinnitettävä huomiota erityisesti financial due diligence -tarkastuksessa käytettyihin metodeihin sekä tarkastuksen laajuuteen sekä kohdentamiseen. Käytännössä kaikkien huolellisuusvaatimusten yhteen sovittaminen johtaa jossain määrin ristiriitaan. Huolellinen työ nimittäin financial due diligence -tapauksessa edellyttää perinpohjaista tarkastusta. Toisaalta joutuisuus ja kustannustehokkuus sekä aikapula tarkastuksen toteuttamisessa johtavat yleisemmän tarkastustavan valintaan.

Sopimusoikeudellisesta näkökulmasta financial due diligence -tarkastus on mitoitettava lähtökohtaisesti siten, että ostajan selonottovelvollisuus tulee asianmukaisesti täytettyä. Muun muassa AsuntoKL 6:27 §:ssä ilmenee sääntö, jonka mukaan myyjä vastaa ostajaan kohtaan edustajansa antamista tiedoista. Tämä tulkinta voidaan laajentaa myös ostajan käyttämään asiantuntijaan. Tämä taas tarkoittaa sitä, ettei käytetty sopimuksen ulkopuolinen taho lähtökohtaisesti vaikuta myyjän tiedonanto- tai ostajan selonottovelvollisuuteen vaan näitä velvollisuuksia arvostellaan samoilla perusteilla kuin toimittaessa ilman ulkopuolisia tahoja. Selonottovelvollisuutta voidaan pitää yleisenä sopimusoikeudellisenä ilmiönä, joten analogiapäätelmällä voidaan AsKL selonottovelvollisuudesta päätellä myös jotain due diligence -tarkastuksen osalta.⁸⁸ Neuvonantajan huolellinen toiminta voidaan suhteuttaa siihen, mitä ostajalta vaaditaan tämän selonottovelvollisuuden täyttämiseksi yrityskaupassa.

KL 20.2 §:n mukaan ostaja ei lähtökohtaisesti voi vedota virheenä seikkaan, jotka hänen olisi pitänyt havaita tarkastuksessa. Ostajan erityisen korkea ammattitaito ja ymmärrys ostettavasta yrityksestä voivat laajentaa ostajan tarkastusvelvollisuutta ja ostajan voidaan tällöin helpommin edellyttää havaitsevan puutteet. Toisaalta asiantuntija-asema ankaroittaa oikeuskäytännön ja kauppalain esitöiden mukaan selonottovelvollisuutta, voidaan asiantuntijan suorittamalle financial due diligence -tarkastukselle asettaa lähtökohtaisesti korkeat vaatimukset. Financial due diligence -neuvonantajan voidaan lähtökohtaisesti olettaa ymmärtävän tekemänsä tarkastuksen tosiasiallinen merkitys kauppalain esitöiden edellyttämällä tavalla.⁸⁹ Koska toimeksiannon vastaanottavan yhtiön edellytetään olevan perehtynyt liiketoimintaan, alan lainsäädäntöön ja arvotusmenetelmiin

⁸⁸ Välimäki 2000: 956–960.

⁸⁹ HE 93/1986 s. 65.

ja koska yrityskauppaan liittyy huomattavia taloudellisia arvoja, neuvonantajalta voidaan edellyttää varsin laajaa selonottovelvollisuutta.⁹⁰

Due diligence -tarkastus ei ole mikään täsmällisesti määritelty sarja työmenetelmiä eikä sille ole mitään kansainvälistä standardia vaan jokainen tarkastus on sopeutettava kulloiseenkin tilanteeseen.⁹¹ Käytännössä tarkastuksen laajuus määräytyy aina ostajan ja myyjän sopimuksesta sekä siitä, mitä kohdeyritys on valmis esittämään ostajalle. Ostaja ja hänen neuvonantajansa kantavat riskin tarkastuksensa kannattavuudesta, koska ostaja tekee due diligence -tarkastuksen omasta aloitteestaan haluamassaan laajuudessa saatavilla olevasta informaatiosta.⁹²

Tarkastuksen laajuuteen on oikeuskirjallisuudessa katsottu vaikuttavan muun muassa yrityskaupan toteuttamistapa, virheiden todennäköisyys, kohdeyrityksen ominaisuudet ja koko, tarkastuksen toteuttamisen vaikeusaste sekä käytettävissä oleva aika ja raha.⁹³ Tämän vuoksi on tarkastusta tekevien neuvonantajien ymmärrettävä tarkastuksen luonne ja yksityiskohdat, ostajan odotukset sekä kohteena olevalle liiketoiminnalle tyypilliset riskit ja kauppatavat, jotta tarkastus voidaan suorittaa asianmukaisessa laajuudessa ja oikeansisältöisenä⁹⁴. Jotta neuvonantajan toiminta olisi riittävän huolellista, on hänen otettava selvää edellä mainituista seikoista ennen tarkastuksen aloittamista.⁹⁵

Ostajalle on yrityskaupoissa asetettu laaja huolellisuusvelvoite, joka ilmenee selonottovelvollisuutena ainakin sopimuksen tärkeistä ja keskeisistä yksityiskohdista sekä velvollisuutena tarkistaa tärkeimmät saatavilla olevat perustiedot yrityksestä.⁹⁶ Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että erityisesti silloin, kun ostajataho havaitsee jotain normaalista poikkeavaa tai edes epäilee sitä, on hänellä velvollisuus tutkia asiaa tarkemmin. Mikäli ostajalle ei ole kykyä arvioida kohdeyritystä, on hänen turvauduttava asiantuntijapuun.⁹⁷ KKO 2001:121 on kyse samantyyppisestä asiantuntijan vastuuta koskeneesta

⁹⁰ Ks. KKO 2001:36. Hallituksen jäsenet ja tilintarkastajat, jotka olivat osakepääoman korotusta ja sen maksua rekisteröitäessä vakuuttaneet ja todistaneet korotuksen tulleen kokonaisuudessaan maksetuksi, velvoitettiin korvaamaan yhtiölle apporttiomaisuuden arvottomuudesta johtunut vahinko.

⁹¹ Blomquist ym. 2001:25.

⁹² Harsu 2004: 79.

⁹³ Lindholm & Hakoranta 1997: 91 ja 104.

⁹⁴ Blomquist ym. 2001: 21.

⁹⁵ Toimeksiannon rajaamista ks. jäljempänä kappale 5.2.

⁹⁶ Hultmark 1992: 183.

⁹⁷ Blomquist ym. 2001: 22 ja Hultmark 1992: 182.

ennakkotapauksessa. Ratkaisun mukaan myös ristiriitaiset tiedot saavat aikaan selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden.⁹⁸

Menettelytapojen huolellisuusarvioinnista voidaan mainita HD:n ratkaisu NJA 1957 s. 621, jossa luotonantaja G oli kärsinyt vahinkoa, kun myönnetyllä lainalla ei ollutkaan etusijaa konkurssimenettelyssä, vaikka lakimies H oli näin antanut ymmärtää. G vaati siten H:lta vahingonkorvausta. H vetosi kuitenkin siihen, että G:n kannalta epäedullinen oikeusvaikutus ei käynyt ilmi kirjoitetusta laista. Oikeusvaikutus perustui vuonna 1904 HD:n antamaan ratkaisuun, mutta sitä ei ollut mainittu silloisissa lakikirjan painoksissa. Tuomioistuin totesi, että oikeustila olisi käynyt ilmi oikeuskirjallisuudesta, ja kun H oli jättänyt tutustumatta tähän, hän oli aiheuttanut G:n vahingon tuottamuksen.⁹⁹ Ratkaisusta voidaan johtaa, että financial due diligence -neuvonantajan on tämän mukaan tunnettava ajantasainen lainsäädäntö, jotta se hän pystyy antamaan päteviä neuvoja päämiehelleen.

Yrityskaupoissa kaupan moniulotteisuus ja tarkastukseen käytettävissä oleva aika johtavat usein vain pintapuoliseen tarkastukseen.¹⁰⁰ Huolellisuusvelvoite ja laajaselonottovelvollisuus eivät kuitenkaan tarkoita sitä, että kaikki materiaali tulisi tarkastaa kattavasti. Huolellisuutta arvioitaessa on enemmänkin kiinnitettävä huomiota asiantuntijan käyttämiin metodeihin ja siihen, mihin erityiskysymyksiin tarkastus kohdistetaan. Mikäli asiantuntijan toiminnan taso vastaa sitä tasoa¹⁰¹, mitä asiantuntijalta yleensä vaaditaan vastaavassa tilanteessa, ei asiantuntijan voida katsoa toimineen huolimattomasti.¹⁰² Voidaan katsoa, että due diligence -neuvonantaja on toiminut huolimattomasti, kun tarkastusta ei ole kohdistettu sellaisiin kysymyksiin, jotka ovat yleensä merkityksellisiä tällaisissa tarkastuksissa.¹⁰³

⁹⁸ KKO 2001:121. Kiinteistönvälittäjä oli saanut asunto-osakeyhtiön isännöitsijältä tiedon, jonka mukaan välitettävänä olleen asunnon välittömään läheisyyteen ryhdyttäisiin rakentamaan rautatietä. Välittäjä oli tiedustellut asiaa kaavoitusviranomaiselta, joka oli ilmoittanut, ettei alueella ollut vireillä kaavamuutosta. Välittäjä ei ollut ilmoittanut ostajalle rautatiesuunnitelmasta saamastaan tiedosta. Pelkkä riski asumisviihtyvyyteen näin olennaisella tavalla vaikuttavasta hankkeesta on sellainen kuluttajansuojasta kiinteistönvälityksessä annetun lain 8 §:n 1 momentissa tarkoitettu tieto, jonka välittäjän olisi pitänyt tietää vaikuttavan kaupasta päättämiseen.

⁹⁹ Norros 2008: 639.

¹⁰⁰ Lindholm & Hakoranta 1997: 91.

¹⁰¹ Savela (2006: 153) katsoo tilitarkastajan sopivaksi tasoksi sellaisen tason, jolla 90 tai 95 prosenttia tilintarkastajista voi kohtuullisella huolellisuudella toimien suorittaa tarkastuksen. Tällöinkin on pidettävä mielessä, että kukaan ei voi toimia sataprosenttisesti oikein.

¹⁰² Hellner 1993: 137.

¹⁰³ KKO 1997:103. Tilintarkastajan olisi pitänyt kertomuksessaan mainita kohdeyhtiölle vahinkoa aiheuttaneista seikoista. Korkeimman oikeuden mukaan tällaiset seikat kuuluvat tilitarkastajan erityistarkkailun alaisiin seikkoihin.

Tällaisina merkityksellisinä kysymyksinä financial due diligence -neuvonantajan osalta voidaan pitää esimerkiksi erilaisia saamisia, jotka eivät suoraan ilmene taseesta vaan ne pitää tarkistaa liitetiedoista. Yhtenä vaikeimmin arvioitavissa olevista merkityksellisistä osista ovat erilaiset synergiaedut, joita saavutetaan kahden yhtiön yhdistyessä. Mitä suuremmat kaupasta on kysymys, sitä vaikeampana synergiaetujen arviointi on. Maailman suurimman yrityskaupan osalta arvioituja synergiaetuja ei koskaan saavutettu. Time Warner onkin ilmoittanut, että 9. joulukuuta 2009 AOL erotetaan jälleen omaksi yhtiökseen.¹⁰⁴ Tässä kohtaa on syytä kuitenkin muistaa, että kaupan vaikeuksiin ovat ennen kaikkea vaikuttaneet markkinoista johtuvat muutokset.¹⁰⁵ Synergiaetujen arviointiin ja mahdollisiin esiin tuleviin tilanteisiin financial due diligence -neuvonantajat varautuvat niin sanotulla *compliance program* -toimintaohjelmalla, jota käsitellään tarkemmin luvussa 5.1.

Financial due diligence -neuvonantaja voi välttää vastuun osoittamalla, että hän on noudattanut *riittävää huolellisuutta* tarkastusta tehdessään. Tämä voidaan osoittaa esimerkiksi ottamalla vertailukohdaksi yrityskauppoja koskevia käsikirjoja, joihin on koottu keskeisimpiä tarkastuskohteita. Financial due diligence -tarkastuksen osalta huomion olisi kiinnityttävä seuraaviin muun muassa *kohteen taustatietoihin, tilinpäätös- ja muuhun taloudelliseen informaatioon, henkilöstöön, raportointijärjestelmiin ja sisäiseen kontrolliin, riskienhallintaan ja vakuutuksiin, informaatioteknologiaan, verotukseen ja ympäristöasioihin.*¹⁰⁶

3.2.2. Riittävän huolellinen due diligence -tarkastus

U.S. Securities Act Section 11:n mukaan kohtuullisen tutkimuksen (reasonable investigation) riittävyyttä harkittaessa arvioidaan, miten sen olisi suorittanut varovainen mies, joka hallitsee itseään ja omaisuuttaan (a prudent man in management of his own property). Tämä koskee niin suoritetun tutkimuksen laatua kuin hänen uskomuksiaan suorittamansa tutkimuksen riittävydestä. Yhdysvalloissa on kohtuullinen taso määritetty oikeuskäytännön kautta.¹⁰⁷ Due diligence -tarkastuksen riittävyyttä koskeva merkittävä oikeustapaus on *Escott v. BarChris Construction Corporation*.¹⁰⁸ Tapauksessa on määritetty asiantuntijoiden korvausvastuun rajoja.

¹⁰⁴ Sahiluoma 2009.

¹⁰⁵ Yrityskauppa toteutettiin noin vuosi ennen niin sanotun teknokuplan puhkeamista, joka on suurin yksittäinen syy integroitumisen vaikeuksiin.

¹⁰⁶ Blomquist ym. 2001: 57–80. Yleisistä due diligence -tarkastuslistoista ks. Reed, Lajoux & Elson 2000: 359–370

¹⁰⁷ Syrjänen 2003: 100.

¹⁰⁸ 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968)

Asianajajaa, joka antaa lainopillisen neuvon, mikä sisällytetään merkintälausuntoon hänen suostumuksellaan, pidetään U.S. Securities Act of 1933 Section 11 mukaan asiantuntijana. Arvopaperin liikkeeseenlaskijan, BarChris Construction Corporation:n ulkopuolista asianajajaa pidettiin korvausvelvollisena antamiensa lausuntojen pohjalta. Tuomioistuin otti päätöksessään erityisesti huomioon sen, että kyseinen asianajaja ensisijaisesti vastasi koko merkintälausunnon laatimisesta. Perusteluiden mukaan hänen kohtuulliselta tutkimukselta voitiin odottaa enemmän kuin mitä kohtuudella voitiin odottaa sellaiselta johtajalta, jolla ei olisi ollut mitään yhteyttä merkintälausunnon laatimistyöhön. Tapauksessa ilmeni liian monta vaihetta, jossa asianajaja oli laiminlyönyt sellaisten selvitysten tekemisen, joiden tekemisellä hän olisi pysytyt selvittämään yhtiön asioiden oikean luoteen.¹⁰⁹

Ratkaisua tukee oikeuskirjallisuudessa esitettyä kantaa siitä, että riittävien tietojen antamisesta ja merkintäpaikan julkistamisesta vastaa liikkeeseenlaskija, mutta myös se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii arvopaperin liikkeeseenlaskusta. Emission järjestäjänä liikkeeseenlaskijan kanssa tekemänsä sopimuksen nojalla toimiva arvopaperinvälittäjä on siis velvollinen huolehtimaan tietojen riittävydestä. Vapautuakseen vastuusta ei voida myöskään vedota siihen, että liikkeeseenlaskija ei ole antanut tarvittavia tietoja.¹¹⁰ Vaikka oikeustapauksessa on kyse niin sanotusta IPO due diligence -tarkastuksesta, voidaan asiantuntijan vastuuta soveltaa suoraan myös merger due diligence -tarkastuksiin ja niiden riittävän huolelliseen tarkastukseen.

Toimialasta riippumatta on sellaisia seikkoja, jotka tulisi aina selvittää tarkastuksessa. Financial due diligence -tarkastuksen kannalta tärkeitä ovat erilaiset sopimukset luovutustilanteessa. Sopimuksiin saattaa sisältyä kilpailua rajoittavia lausekkeitä, joilla saattaa olla rahoituksellisessa mielessä suurtakin merkitystä.¹¹¹ Tarkastuksessa on otettava huomioon mahdolliset kilpailua rajoittavat lausunnot sekä niiden vaikutus financial due diligence -tarkastuksen kannalta olennaisiin kysymyksiin. Tällaisia kysymyksiä ovat esimerkiksi kilpailurajoituksen ajallinen kesto ja niiden vaikutus yrityskaupasta saataviin synergiaetuihin.¹¹²

¹⁰⁹ Syrjänen 2003: 101. Syrjäsen teksti pohjautuu Steinbergin esittämiin näkemyksiin. (Steinberg 1996: 154–156).

¹¹⁰ Astola 1990: 76.

¹¹¹ Blomquist ym. 2001: 84.

¹¹² Uudesta kilpailurajoituslaista ks. mm. Määttä 2007.

Riittävän huolellisen ja hyväksyttävän tarkastuksen noudattamisen arvioinnissa on syytä ottaa huomioon myös se, kuka tarkastuksen tekee. Käytännössä financial due diligence -tarkastuksessa on mukana useampia tahoja johtuen tarkastuksen laajuudesta. Tiimiin voi kuulua useampia nuorempia ja vanhempia asiantuntijoita, managereita ja partnereita. Kuviossa 3 on pyritty kuvaamaan työpainoksen voimakkuudet eri tasoilla eli miten tiimin jäsen panos näkyy missäkin vaiheessa financial due diligence -tarkastusta.¹¹³

Ellei toisin ole sovittu, on neuvonantajayhtiöllä oikeus valita ja käyttää keitä tahansa apulaisia financial due diligence -tarkastuksessa.¹¹⁴ Toimeksiantosopimushan tehdään yleensä yhtiön kanssa, jolloin päämies ikään kuin automaattisesti hyväksyy, että tarkastuksen suorittaa muukin kuin yhtiön puolesta sopimuksen solmiva osakas. Apulaisten valintaan on ensinnäkin kiinnitettävä riittävää huomiota.¹¹⁵ Kokematon apulainen ei välttämättä tiedä, millaisia ongelmia tarkastukseen saattaa tyypillisimmillään sisältyä. Näissä tapauksissa riittävä ohjaus ja valvonta aikaansaavat myös riittävän huolellisuuden. Huolellinen toiminta edellyttää myös, että ennen varsinaista tarkistusta siihen osallistuvien kesken selvitetään toimeksiannon tavoitteet.¹¹⁶

¹¹³ Blomquist ym. 2001: 42.

¹¹⁴ Hemmo 1998: 118–120. Sopimusoikeudessa on pääsääntönä, että ellei suorituksen henkilökohtaisesta suorittamista nimenomaan sovita, toimeksi saajalla on oikeus apulaista toimeksiannon suorittamisessa.

¹¹⁵ Ks. Peltonen 2001: 8. Päämiestä kohtaan olevan korvausvastuun ensisijaisia subjekteja ovat asianajajayhtiöt.

¹¹⁶ Harsu 2004: 82.

Partneri							
Manageri							
Vanhempi assistentti							
Nuorempi assistentti							
Vero- asiantun-							
Aiesopi- mus	Alustava kartoitus	Aineiston keruu	Analyysi	Tulkinta	Rapor- tointi	Preksen- taatio	
	5	4	3	2	1	Työpanoksen voimakkuus asteikolla 1-5	

Kuvio 3. Työpanokset eri vaiheissa.

3.2.3. Informaatiovastuu financial due diligence -tarkastuksessa

Metodivastuun lisäksi financial due diligence -neuvonantajan vastuuta pitää tarkastella informaatiovastuun näkökulmasta. Tällöin tarkastellaan sitä, mikä vastuu asiantuntijalla on antamansa tiedon sisällöstä ja sen ymmärrettävyydestä. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että ammattimaiset neuvonantajat eivät yleensä ole suorassa vastuussa antamiensa tietojen paikkansa pitävyydestä. Sen sijaan he ovat velvoitettuja tekemään työn huolellisesti.¹¹⁷ Esimerkiksi asianajalla ei ole sellaista vastuuta toimeksiannon suorittamisesta, jonka mukaan asiakkaan tuli aina voittaa. Tulosvastuun epäämisen puolesta puhuu sekin, että asianajajan ammattitaito ei ole ainoa lopputulokseen vaikuttava asia.¹¹⁸ Asianajajan vastuuta voidaan soveltaa muihinkin neuvontapalvelujen tarjoajiin.¹¹⁹ Toisaalta neuvonantaja voi myös velvoitautua vastuuseen työn tuloksesta.¹²⁰

Millainen on sitten tulosvastuu financial due diligence -tarkastuksessa? Milloin laadittu tarkastus on ”virheetön”? Tarkastuksessa laaditaan *arvio* kaupan kohteen arvosta. Onko

¹¹⁷ Rogers, Trotter, van Hassel, Walsh & Kröner 1995: 6.

¹¹⁸ Halila & Hemmo 1996: 197–198.

¹¹⁹ Mäntysaari 2000: 275.

¹²⁰ Mäntysaari 2000: 252.

tarkastus virheetön, jos arvioitu hinta on kauppahinta? Lähtökohtaisesti voidaan todeta, että arvio on aina arvio, ja se edustaa laatijansa näkemystä oman ammattitaitonsa perusteella. Vastuu arviosta edellyttää, että arvion laatija on toiminut sopimuksen vastaisesti tai jättänyt olennaisia tietoja huomiin ottamatta.¹²¹

Toisaalta erittäin tärkeää financial due diligence -neuvonantajalle on, että hän voi itse luottaa saamaansa tiedon luotettavuuteen, oikeellisuuteen ja oikeasisältöisyyteen. Yleensä ei ole mahdollista tarkistaa kaikkia saatuja asiakirjoja ja niiden luotettavuutta.¹²² Tämän vuoksi financial due diligence -tarkastus on tehtävä niin, että tehdään tiettyjä oletuksia asiakirjojen pätevyydestä. Varaumien avulla neuvonantaja voi rajata vastuunsa ulkopuolelle riskin, että heidän tarkastamansa dokumentit eivät olisikaan aitoja tai ne sisältäisivät väärää tietoa. Mikäli varaumaa ei ole tehty, on tilanne hieman epäselvempi. Lähtökohtaisesti kohteen myyjä on vastuussa tarkastettavaksi antamansa informaation virheellisyydestä.¹²³ Myyjä on vastuussa myös, mikäli hän on toiminut kunnianvastaisesti ja arvottomasti.¹²⁴

Neuvonantajien vastuuta koskevassa oikeuskäytännössä on kuitenkin ollut havaittavissa tiukempaa asennoitumista siihen, millä edellytyksillä asiantuntija on saanut luottaa saamiinsa tietoihin. Erityinen tarkastus- ja huomauttamisvelvollisuus voi syntyä, mikäli asiantuntijalla on perusteltua aihetta epäillä jonkin tiedon paikkansa pitävyyttä. Tässä tapauksessa hänen on varmistuttava tiedon oikeellisuudesta ja oikaistava mahdollinen väärä tai puutteellinen tieto.¹²⁵ Asiantuntijan ammattitaitoon voidaan katsoa kuuluvan kyky huomata *selvät väärennökset*.¹²⁶

Tiedon oikeasisältöisyyden lisäksi tärkeää myös tiedonantovelvollisuuksien laajuudella on merkitystä tuottamusarvioinnissa. Oikeuskäytännössä on ollut esillä asiantuntijoiden aktiivinen tiedonanto- ja neuvontavelvollisuus. KKO 1998:57 ratkaisussa kiinteistönvälittäjä oli velvollinen varmistautumaan ostajan tietoisuudesta kaupan kohteen panttina olemisesta ja sen merkityksestä maksun tekemiseen.¹²⁷ Neuvonantajapalveluita koskevasta oikeuskäytännöstä on havaittavissa, että pelkkä päävelvoitteen täyttäminen ei vält-

¹²¹ Kasso 2001: 568.

¹²² Esimerkiksi ei ole mahdollista tarkistaa jokaisen luvun oikeellisuutta tilipäätöksestä.

¹²³ Ks. KL 17–19 §.

¹²⁴ Ks. KL 20.2 mom.

¹²⁵ KKO 2001:121.

¹²⁶ Ks. KKO 1999:80. Konsultin olisi täyttääkseen toimeksiannon huolellisesti tullut varmistua siitä, että hänen saamansa tiedot olivat täsmälliset, eikä hän ole saanut luottaa vain päämiehen omaan asiantunteemukseen.

¹²⁷ Ks. myös KKO 1996:92. Takausvelkomusta koskeneeseen asianajotoimeksiantoon kuului velvollisuus selvittää päämiehelle pääsaatavan konkurssissa valvomisen merkitys takaus velkomuksen kannalta.

tämättä riitä. Varsinaisen velvoitteen lisäksi on täytettävä ns. sivuvelvoitteita.¹²⁸ Tämä kuitenkin saattaa aiheuttaa sopimusriitoja ensinnäkin siitä syystä, että näiden velvollisuuksien peruste ja täsmällinen oikeudellinen sisältö ovat tulkinnanvaraisia, koska kysymyksessä ovat pitkälti oikeuskäytännössä kehittyneet vaatimukset. Toiseksi epäselvyyttä voi aiheuttaa myös epäselvyystietojen vaihtamisesta osapuolten välillä.¹²⁹

Tämä liittyy asiantuntijan niin sanottuun pedagogiseen vastuuseen. Financial due diligence -tarkastuksessa tämä tarkoittaa sitä, että neuvonantaja on tehnyt tarkastuksen oikein ja antanut toimeksiantajalle riittävät tiedot, mutta toimeksiantaja ei ymmärrä raportin sisällön merkitystä. Neuvonantajan on annettava tiedot siinä muodossa, että päämies ymmärtää ne.¹³⁰ Neuvonantajan voidaan katsoa toimineen huolimattomasti, mikäli tiedot on annettu niin, että asiakas on voinut erehtyä niiden merkityksestä.¹³¹

Pedagoginen vastuu saatetaan viedä varsin pitkälle. Esimerkkinä voidaan mainita Ruotsin Högsta domstolenin ratkaisu NJA 1997 s. 65. Tapauksessa rakennustarkastaja oli havainnut, ettei rakennuksen sisäkatossa ollut ilmanvaihdon kannalta välttämättömiä aukkoja. Hän oli huomauttanut tästä raportissaan ja kehottanut toimeksiantajinaan toimineita yksityishenkilöitä korjaamaan asiaan. Tarkastaja ei kuitenkaan nimenomaisesti ollut huomauttanut, että korjauksen laiminlyönti aiheuttaa vaaran rakenteiden mätänemisestä. HD:n enemmistön mukaan tarkastaja ei ollut tarpeeksi painottanut korjaustöimien välttämättömyyttä, ja hänen oli tästä syystä korvattava aiheutunut vahinko. Ratkaisua voidaan pitää sikäli melko merkittävänä, että ilmanvaihdon puutumisen ja mätänemisvaaran välillä lienee yleisesti melko selvä¹³².

Oikeuskäytännössä sivuvelvoitteita on käsitelty Suomessa esimerkiksi tapauksessa KKO 1999:19. Korkein oikeus totesi perusteluissaan, että tilitoimistolla oli niissä olosuhteissa erityinen velvollisuus huomauttaa asiakkaalleen siitä, että toimeksiantoa ei ollut mahdollista toteuttaa sellaisena, kuin sopimusosapuolet olivat sen edellyttäneet. Perusteluiden mukaan tilitoimiston tehtävänä ei ollut pelkästään sopimusasiakirjojen laatiminen, vaan sen olisi samalla pitänyt ottaa huomioon sen tiedossa olleet sopimusjärjestelyn tavoitteet. Näin ollen myös financial due diligence -neuvonantajan velvolli-

¹²⁸ Hemmo (2001: 59) mainitsee sivuvelvoitteiksi mm. velvollisuuden huolehtia sopimuskumppanin riittävästä tietotasosta ja sopimuksen kohteen soveltuvuudesta hänen käyttöönsä.

¹²⁹ Hemmo 2001: 59.

¹³⁰ Ylängön (1981: 57) mukaan asianajajan neuvonantajana toimii eräänlaisena oikeuden organisaattorina, jonka on päämiehelleen *osoitettava*, mitä laki ja oikeuskäytäntö sanovat.

¹³¹ Kleinman 1998: 188.

¹³² Norros 2008: 638.

suus on selvittää päämiehen tavoitteet yrityskaupan suhteen, jotta tarkastus tehdään oikein.

Sivuvelvollisuuksista huolimatta neuvonantajan toimimisvelvollisuuksien laajuudessa on lähtökohtana toimeksiantosopimus. Jos jokin toimenpide on jätetty nimenomaisesti toimeksiannon ulkopuolelle, ei neuvonantaja lähtökohtaisesti vastaa tällaisesta tehtävästä.¹³³ Toisaalta KKO 2001:128 perusteluissa Korkein oikeus totesi, että tilitoimiston olisi asiantuntemuksensa perusteella pitänyt olla tietoinen veroseuraamuksesta, ja sen olisi pitänyt varoittaa toimeksiantajaansa siitäkin huolimatta, ettei toimeksiantoon kuulunut verokonsultointia. Korkein oikeus katsoi, että *”tilitoimistopalvelujen ja verokonsultoinnin ammattimaisella tarjoajalla on asiantuntijana asiakkaisiinsa nähden toimeksiannon puitteissa laaja tiedonantovelvollisuus sellaisista seikoista, jotka voivat vaikuttaa haitallisesti asiakkaan etuihin”*. Eri mieltä ollut oikeusneuvos Tulokas kuitenkin katsoi, että tilitoimiston voitiin perustellusti olleen siinä käsityksessä, että verokysymykset oli käsitelty liikejuridiikkaan erikoistuneessa asianajotoimistossa, jota toimeksiantaja oli käyttänyt.¹³⁴

Mitä merkitystä tällä Korkeimman oikeuden tapauksella on financial due diligence -tarkastuksiin? Tuleeko financial due diligence -neuvonantajalle velvollisuus puuttua legal due diligence -tarkastukseen liittyviin kysymyksiin ja päinvastoin? Arvioitaessa KKO 2001:128 vaikutusta, on huomioitava, että toimeksiantajana oli pieni henkilöyhtiö, joten ratkaisulla ei liene suurtakaan ennakkotapausarvoa yrityskaupoissa, joissa financial due diligence -tarkastus suoritetaan suurelle yhtiölle.¹³⁵ Mikäli toimeksiantaja on pienempi yritys, jolla ei ole kokemusta ja tietoa yrityskaupoista, voi edellä mainitulla ennakkotapauksella olla hyvinkin merkitystä.

Suuremmissakin yrityskaupoissa edellä esitetty kysymys saattaa tulla esille, mikäli eri osa-alueiden due diligence -tarkastusta suorittavien toimeksiantajien sopimukset eivät ole yksityiskohtaisesti yhteen sovitettuja. Toisaalta ongelmia voi syntyä, mikäli tarkastuksista saatu tieto ei kulje eri neuvonantajilta toisille. Ongelmia saattaa aiheuttaa myös se, että toimeksiantosopimukset voivat olla yksityiskohtaisuudestaan huolimatta standardimuotoon laadittuja. Näissä tapauksissa yksittäistapausten olosuhteet saattavat aiheuttaa tulkintaongelmia. Erityisesti investointipankit ja tilintarkastajat käyttävät yritys-

¹³³ KKO 1996:92.

¹³⁴ KKO 2001:128.

¹³⁵ Suurilla yhtiöillä voidaan katsoa olevan kokemusta alasta ja yrityskauppa käytännöistä.

kauppoihin liittyvässä konsultoinnissa yksityiskohtaisia toimeksiantosopimuksia, mutta asianajajayhtiöillä käytäntö ei ole säännönmukaista.¹³⁶

Investointipankki on rahoitusmarkkinoiden ammattilainen, jonka toimintaa juridisesti voidaan verrata kiinteistövälittäjän vastuuseen päämiehen vastapuolta kohtaan. Investointipankki, joka usein toteuttaa financial due diligence -tarkastuksen, usein myös avustaa toimeksiantajaa, jolloin sille myös lankeaa koordinoiva rooli. Tämä kuitenkin aiheuttaa monimutkaisia intressiasetelmia. Investointipankki tuo kuitenkin yrityskauppoihin tehokkuutta ja kontrollin. Suurilla investointipankeilla on resursseja toteuttaa koko due diligence -tarkastuksen eri vaiheita tehokkaasti. Usein sama investointipankki on mukana koko yrityskaupprosessin, joten sillä on laaja näkemys kaupan kulusta, ja se pystyy näin tehokkaasti ehkäisemään edellisessä kappaleessa esiin tulleita ongelmia tiedon kulussa.¹³⁷

Edellä mainittuun pedagogiseen vastuuseen liittyy myös vastuu financial due diligence -tarkastuksesta laaditun raportin sanamuodoista. Voidaan ajatella, jotta toiminta ei olisi liian huolimaton, olisi raportissa tultava ilmi vähäisemmätkin havainnot. Toisaalta liian tiukka raportointitiheys vaikeuttaa neuvonantajan työntekoa, ja saattaa tuoda julki seikkoja, joiden olisi kaikkien osapuolten kannalta hyvä pysyä salassa.¹³⁸ Suomessa tilintarkastaja voi joutua vahingonkorvausvastuuseen liiallisesta raportoinnista tai perusteettomasta ylivarovaisuudesta antaessaan lausuntoa yhtiön tilasta.¹³⁹

Mikä merkitys tällä on financial due diligence -neuvonantajille? Financial due diligence -tarkastuksessa ei puhtaasti ole kysymys tilintarkastuksesta vaikka siitä löytyykin samoja piirteitä. Financial due diligence -neuvonantaja voi antaa osittain niin ylivarovaisia kuin -optimistisiäkin arvioita tulevasta kehityksestä, mikäli näistä on informoitu toimeksiantajaa. Tarkastuksessahan on arvioitava myös tulevaa kehitystä, jolloin arviota on esitettävä laidasta laitaan. Tämänlaiset arviot voivat olla osa *compliance program* -ohjelmaa, jossa arvioidaan erilaisia skenaariota ja niiden vaikutusta yrityskauppaan. Raportti itsessään ei saa ollaan liian suppea.

Liian suppea raportti voi osoittaa huolimattomuutta. Kovalla kiireellä suoritettua toimeksiantoa kutsutaan ammattikielellä *quick and dirty*. Tällaiset tilanteet muodostavat-

¹³⁶ Harsu 2004: 90.

¹³⁷ Lauriala 2001: 144–147.

¹³⁸ Lauriala 2001: 149.

¹³⁹ Mäntysaari 1996: 192.

kin riskin, koska mahdollisuus siihen, että jotain kaupan kannalta tärkeää jää huomioimatta, on suuri.¹⁴⁰

Ongelmaksi voikin aiheutua sellaiset seikat, jotka ovat selviä neuvonantajalle, mutta eivät toimeksiantajalle. Financial due diligence -tarkastuksessa arvonmääritykset saateen tehdä rutiinilla, mutta toimeksiantaja ei välttämättä ymmärrä monimutkaista kassavirtalaskelmaa ja niiden laatimisperiaatteita.¹⁴¹ Huolimattomuuden voi aiheuttaa myös se, että oikeita asioita ei ole korostettu. Financial due diligence -tarkastuksen osalta tämä voi tarkoittaa sitä, että jokin olennaisesti kauppahintaan mahdollisesti vaikuttava tekijä mainittu vain liitteessä. Näin ollen pelkkä havainnon mainitseminen ei välttämättä poista neuvonantajan tuottamusta, mikäli havainnon merkitystä ei ole korostettu riittäväällä tavalla.

Financial due diligence -raportin laadinnassa on kiinnitettävä huomiota myös neuvonantajan ja toimeksiantajan *asiantuntemuksen tasoon*. Neuvonantajan käyttöä itsessään voidaan jo pitää eräänlaisena merkinä, että toimeksiantajalla ei ole riittävästi asiantuntemusta alasta.¹⁴² Tiedonantovelvollisuuden voidaan katsoa korostuvan, kun toimeksiantaja ei ole perehtynyt alaan.¹⁴³ Financial due diligence -tarkastuksen näkökulmasta asia on hieman hankalampi. Yrityskauppaprosessiin tuskin lähdetään alun alkaenkaan, ellei ole jotain käsitystä ostettavasta yrityksestä tai alasta. Toimeksiantajan asiantuntemuksessa on syytä kiinnittää siten huomiota arvostusmenetelmiin. Financial due diligence -tarkastusta käytetään, jotta kohdeyhtiölle saadaan määritettyä paras mahdollinen hinta. Financial due diligence -neuvonantaja ei voi pääsääntöisesti olettaa asiakastaan asiantuntijaksi, joten tiedonantovelvollisuus on suuri aina, kun raportoidaan financial due diligence -tarkastuksen tuloksista.

Raportin laadinnassa on syytä kiinnittää huomiota raportin muotoon riippuen siitä onko toimeksiantaja suomalainen yhtiö vai ulkomainen. Tällaisissa tapauksissa on syytä kiinnittää huomiota erityisesti kielen selkeyteen, yksiselitteisyyteen sekä siihen, että raportin ymmärtää kuka tahansa.¹⁴⁴ Ulkomaalaiselle toimeksiantajalle on mahdollisesti tarpeen selvittää joitakin Suomen oikeuden sisällöllisiä asioita.¹⁴⁵

¹⁴⁰ Lauriala 2001: 149–150.

¹⁴¹ Tässäkin kohtaa voidaan olettaa, että suuret yhtiöt ymmärtävät arvonmääritystä paremmin kuin pienet.

¹⁴² Hemmo 2001: 62.

¹⁴³ Hemmo 2003 a: 276–277.

¹⁴⁴ Roger ym. 1995: 12–13.

¹⁴⁵ Harsu 2004: 92.

Edellä on kuvattu tilanteita, joissa financial due diligence -neuvonantajalle voi aiheutua vahingonkorvausvastuu. Vaikka tuottamus on aina yhteydessä yksittäiseen vahinkota-
pahtumaan, voidaan tähän yrittää varautua etukäteen. Neuvonantaja voi laatia toiminta-
ohjeita tai tiettyä projektia varten räätälöityjä kokonaisjärjestelyjä, jotka osoittavat valit-
tua toimintalinjaa.¹⁴⁶ Varautuminen kuitenkin edellyttää, että toimintaan ryhdyttäessä tai
sen aikana huolehditaan siitä, että ettei oma toiminta haittaa muiden toimijoiden mah-
dollisuuksia toteuttaa tavoitteitaan.¹⁴⁷ Varautuminen voidaan parhaiten osoittaa erillisel-
lä toimintaohjelmalla. Näin neuvonantajalla on välittömästi esittää näyttö strategisessa
suhtautumisestaan häiriötilanteisiin. Häiriöohjelmalla simuloidaan erilaisia häiriötilan-
teita. Toimintaohjelma on eräänlainen skenaarioiden pohjalle rakentuva häiriönhallinta-
strategia, jonka avulla todellinen vahinkoriski minimoituu.¹⁴⁸

Mitään vedenpitäviä standardeja tai häiriöohjelmia ei käytännössä pysty tekemään.
Tuottamusarviointiin vaikuttavat olennaisimmin se, mitä toimeksiannon toteuttamisesta
on sovittu päämiehen ja neuvonantajan välillä sekä toimeksiantajan erityisten toiminta-
ohjeiden sisältö.¹⁴⁹ Huomioon on otettava myös tarkastukseen käytetty aika, toimeksian-
tajan asiantuntemus, kohteen suuruus ja liiketoiminta-ala. Financial due diligence -
raportin ei voida katsoa olevan suoraan takuu kaupan kohteen hinnasta, joten virheel-
lisetkään arviot eivät välttämättä aiheuta automaattisesti vastuuta. Keskeisempää vas-
tuuntarkastelun kannalta on, onko neuvonantaja noudattanut tarkastuksessaan arvioin-
tiin sopivaa metodia sekä laatinut raportin riittävän ymmärrettävästi ja informatiivisesti.

3.3. Tuottamuksen asteen merkitys

Tuottamuksen aste ei lähtökohtaisesti vaikuta vahingonkorvausvelvollisuuden syntymi-
seen. Tuottamuksen aste voi sen sijaan vaikuttaa oikeusseuraukseen.¹⁵⁰ Oikeuskäytän-
nössä ja oikeuskirjallisuudessa on vakiintuneesti katsottu, että törkeällä huolimattomu-
della aiheutettujen vahinkojen korvaamista rajoittavat vastuunrajoituslausekkeet voivat
olla OikTL 36 §:n perusteella pätemättömiä.¹⁵¹ Due diligence -toimeksiannot saattavat
sisältää vastuunrajoituslausekkeita, joten on tärkeää määrittää missä menee raja tavalli-
sen ja törkeän huolimattomuuden välillä financial due diligence -tarkastuksessa. Sopi-

¹⁴⁶ Lauriala 2001: 32.

¹⁴⁷ Pöyhönen 2000: 110.

¹⁴⁸ Lauriala 2001: 32–33.

¹⁴⁹ Saarnilehto, Hemmo & Kaartio 2001: 1015.

¹⁵⁰ Routamo ym. 2000: 59–60.

¹⁵¹ Saarnilehto ym. 2001: 606. Oikeuskäytäntöä törkeästä tuottamuksesta ks. KKO 1995:71.

musoikeudessa ei ole vakiintunutta määritelmää törkeälle huolimattomuudelle.¹⁵² Korkein oikeus totesi jo edellä käsitellyssä tapauksessa¹⁵³, että rajanveto tuottamuksen ja törkeän tuottamuksen välillä ei ole yksiselitteisesti määriteltävissä. Perusteluissa todettiin myös, että törkeä tuottamus voi tarkoittaa eri asioita jopa vakuutuslainsäätelyssä tulkittaessa. Moitittavuuden astetta voidaan tulkita tämän tapauksen pohjalta eri tavalla vakuutuslainsäätelyssä ja esimerkiksi vahingonkorvauslainsäätelyssä tai yleisessä sopimusoikeudessa.¹⁵⁴ Törkeää tuottamusta ei välttämättä määritellä kaikissa tilanteissa yhtä tiukasti, vaan arviointiin voi vaikuttaa myös se, minkä merkityksen törkeä tuottamus kussakin tilanteessa saa.¹⁵⁵

Sopimusoikeudellisessa oikeuskirjallisuudessa ei ole yhtenäistä määritelmää törkeälle tuottamukselle. Yleensä törkeä huolimattomuuden raja sisältö on mielletty kapealaiseksi.¹⁵⁶ Törkeää huolimattomuutta voivat ennakoita törkeä piittaamattomuus¹⁵⁷ tai ryhtymistä erityisosaamiseen, johon tekijällä ei ole kykyä.¹⁵⁸ Vahingonkorvauslainsäätelyllisen tuottamuksen arvioinnissa pitäydytään pääasiassa objektiivisissa tekijöissä. Tuottamuksen aste määräytyy sen mukaan, kuinka merkittävästi tekijän toiminta on poikennut edellytettävästä huolellisuudesta tai kuinka liiallinen hänen ottamansa riski on ollut. Toisaalta tekijän tiedoilla voi olla arvioinnissa ainakin täydentävää merkitystä.¹⁵⁹ Vahingon ennakoimattomuus voikin estää sen, että financial due diligence -tarkastusta pidettäisiin törkeä huolimattomana. Vahingon ennakoitavuutta tarkastellaan kappaleessa 5.1. Törkeää huolimattomuuden määrittely on Suomen oikeuskäytännössä useimmiten liittynyt kuljetussopimustilanteisiin. Oikeuskäytännön rajallisuuden vuoksi ei törkeää tuottamusta voida välttämättä yleistää määriteltäväksi samansisältöisenä muihin yhteyksiin.

Törkeän huolimattomuuden kynnyksen voi ylittyä tavallista helpommin, kun harjoitettu toiminta edellyttää poikkeuksellista asiantuntemusta. Näin ollen financial due diligence -neuvonantajan kohdalla voidaan ajatella, että törkeän huolimattomuuden raja ylitetään helpommin. Tuottamusarviointia voidaan joka tapauksessa ankaroittaa erityisen ammattivaatimuksen ja profession vastuun perusteella. Kaupan toteutumisen vaarantavan ns.

¹⁵² Mäntysaari 1997: 848.

¹⁵³ KKO 1997:103.

¹⁵⁴ Routamo ym. 2000: 60.

¹⁵⁵ Hemmo 2003 b: 291.

¹⁵⁶ Hemmo 2003 b: 288.

¹⁵⁷ KKO 1997:103. ”törkeän huolimattomana pidetään vain tekoa tai laiminlyöntiä, joka osoittaa ammatinharjoittajassa selvää piittaamattomuutta menettelyssään.”

¹⁵⁸ Hemmo 2003 b: 288.

¹⁵⁹ Routamo ym. 2000: 60. Täydentävästä merkityksestä ks. KKO 1999:93.

deal breaker -tasaisen seikan huomiotta jättäminen on todennäköisesti törkeän huolimattontta, mikäli havainto olisi ollut vaikeuksitta huomattavissa huolellisia tarkastusmetodeja käytettävällä. Toisaalta on mietittävä financial due diligence -tarkastuksen kannalta, miten merkittävä huolimattomuus on ollut sopimuksen liittyvän taloudellisen merkityksen kannalta. Jo alkujaan huomattavan väärä arvio kaupan kohteen hinnasta voi aiheuttaa jatkossa mittaviakin vahinkoja.

3.4. Vahingonkorvausvastuun muut edellytykset

Käytännössä financial due diligence -neuvonantajan tuottamus ilmenee *tiedonantovirheenä*, joka liittyy virheellisten tietojen antamiseen tai tarpeellisten tietojen antamatta jättämiseen.¹⁶⁰ Jotta neuvonantajan vahingonkorvausvelvollisuus voisi tulla kysymykseen, edellytetään tuottamuksen ohella sellaista vahingon syntymistä, joka on syytydessä mainittuun tiedonantovirheeseen. Tällainen vahinko ilmenee financial due diligence -tarkastuksen osalta lähes aina ns. *puhtaana varallisuusvahinkona*.¹⁶¹ Neuvonantajan vahingonkorvaus vastuu perustuukin siihen, että hänen antamansa virheellinen tai puutteellinen tieto on aiheuttanut toimeksiantajalle taloudellista vahinkoa. Tuon vahingon on oltava sovellettavan normiston perusteella *korvattava vahinko*.

3.4.1. Korvattava vahinko

Sovellettava normisto määräytyy sen mukaan, onko vahingonkärsijä toimeksiantaja (sopimusvastuu toimeksiantosuhteessa) vai jokin muu taho (deliktivastuu). Sääntelyt erovavat Suomessa siinä, että jälkimmäistä vastuumuotoa koskee yleislakina vahingonkorvauslaki.¹⁶² VahL 5 luvun 1 §:n mukaan käsittää taloudellisen vahingon korvaaminen edellyttää erittäin painavan syyn, mikäli kyseessä ei ole rangaistava teko tai julkisen vallan käyttäjä.¹⁶³ Sopimusvastuu on sen sijaan sopimustyyppikohtaisen lainsäädännön varassa. Tapauksissa sovelletaan joko sopimustyyppin osoittamaa erityislakia tai lainsäädännön puuttuessa sopimusoikeudellisia yleisperiaatteita.¹⁶⁴

¹⁶⁰ Hemmo 2003 a: 276.

¹⁶¹ Peltonen 2001: 6-7.

¹⁶² VahL 1 luku 1§: Tämä laki ei kuitenkaan koske, ellei tässä tai muussa laissa toisin säädetä, sopimukseen perustuvaa tai muussa laissa säädettyä korvausvastuuta.

¹⁶³ VahL:ssa puhutaan taloudellisesta vahingosta vain siltä osin, että ne eivät ole yhteydessä henkilö- tai esinevahinkoon.

¹⁶⁴ Hemmo 1998: 28–30.

Vahingonkorvausoikeudessa on tapana puhua differenssistä, erotuksena kahden eri tapahtumakulun välillä. Odotettu tapahtumakulku on silloin vain kuviteltu (hypoteettinen tapahtumakulku), ja sattunut tapahtumakulku on todellinen. Vahinko hahmottuu näiden kahden eri tapahtumakulun erotuksena.¹⁶⁵ Se mitä ostajan ja myyjän välisessä suhteessa voidaan pitää yrityskaupankohteen virheenä, voidaan tavallaan rinnastaa myös due diligence -raporttiin perustuvaan tiedonantovirheen vaikutuksiin. Arvioitaessa financial due diligence -raportin laaturvirheeseen perustuvaa vahinkoa, voidaan suuntaa saada seikoista, joita pidetään yrityskaupan osapuolten virheenä.¹⁶⁶ Toisaalta on kuitenkin huomattava, että financial due diligence -tarkastus ei ole mikään takuu toteutuvasta kauppahinnasta, vaan se on arvio kaupan kohteen arvosta, mikäli neuvonantaja on toiminut huolellisesti.

Yritystoimintaan ja yrityskauppoihin kuuluu kuitenkin aina taloudellinen riski. Kaikkeen sijoittamiseen kuuluu markkinariski. Yrityksen hintaan vaikuttavat muutkin tekijät, kuin yrityskohtaiset tekijät. Yrityksen arvoon vaikuttavat mm. maailmantaloudellinen tilanne, sijoittajien näkemys ja tulevaisuuden odotukset.¹⁶⁷ Tämän vuoksi on tärkeää tarkastella financial due diligence -tarkastuksen näkökulmasta, onko syntyneestä vahingosta osa ostajan normaaliin liiketoimintariskisiin kuuluvaa. Näin ollen se ei ole neuvonantajan korvausvastuun sisäpuolella. Liiketoiminnallisten päätösten oikeudellinen arviointi on vaativaa. Tuomioistuimet ovatkin usein osoittaneet haluttomuuttaan liiketoiminnallisten päätösten kyseenalaistamiseen. Yhdysvalloissa tämä on johtanut *business judgement* -säännön kehittämiseen.¹⁶⁸

Business judgement -säännön oletama on siinä, että johto toimii tehdessään päätöksiä riittävien tietojen pohjalta sekä hyvässä uskossa ja rehellisesti yhtiön edun mukaisesti.¹⁶⁹ Oikeus ei tällöin arvioi päätösten vaikutuksia, vaan ainoastaan ne toimenpiteet, joilla johto on ratkaisuun päätenyt.¹⁷⁰ Investointipankin toimintaa asiantuntijana voidaan tarkastella myös tämän säännön näkökulmasta. Business judgement -sääntö rajoit-

¹⁶⁵ Routamo ym. 2000: 30.

¹⁶⁶ Harsu 2004: 98. Yrityskaupoissa virheenä voidaan pitää kaupan kohteen laatu-, valinta-, tai oikeudellisenä virheenä.

¹⁶⁷ Brealey ym. 2008: 188: Maailman taloudesta ja tulevaisuuden odotuksista aiheutuvaa riskiä kutsutaan markkinariskiksi. Markkinariski on riskiä, jota ei voi välttää.

¹⁶⁸ Lauriala 2001: 140.

¹⁶⁹ Business judgement -sääntö suojaa yritysjohtoa, mikäli 1) kyseessä ei ole oikeustoimi henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole intressiristiriita käsiteltävän asian suhteen, 2) hallitus todella käsittelee asian, eikä laiminlyö sitä, 3) hallituksen jäsenet hankkivat asianmukaisen informaation ennen päätöksen tekoa ja 4) hallituksen toimet eivät ole täysin perusteettomia tai epärationaalisia. Macey & Miller 1992: 131.

¹⁷⁰ Savela 2006: 88–95. Myös Suomessa tavan, jolla johdon tuottamusta arvioidaan, on katsottu johtavan paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin business judgement -periaatteen. Ks. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö: 255.

taa yleiseltä velvoiteoikeudelliselta pohjalta tapahtuvaa huolellisuusarviointia siten, että investointipankin syyksi luettava huolimaton toiminta ei johda korvausvelvollisuuteen. Näin ei tapahdu, mikäli toiminta on ollut normaalia, terveitä liiketaloudellisia periaatteita noudattavaa päätöksentekoa. Vilpittömässä mielessä tehdyt liiketoimintapäätökset eivät johda toimijan henkilökohtaiseen vastuuseen, vaikka päätös jälkikäteen osoittautuikin epäonnistuneeksi.¹⁷¹

3.4.2. Syy-yhteys

Neuvonantajapalveluissa aiheutettujen vahinkojen määrittelyssä sovelletaan differenssiteorian lisäksi syy-yhteyden vaatimusta. Syy-yhteyden toteaminen mm. edellyttää, että vastuullistavan seikan tulee olla vahinkoseurauksen välttämätön syy (*conditio sine qua non*).¹⁷² Taloudellisen vahingon osalta on voimassa pääsääntö: korvausvastuuta ei synny, ellei varallisuusasemassa todettu epäedullinen muutos tai kehitys ole syy-yhteydessä vastuutoimintaan.¹⁷³

Asianajotoiminnassa aiheutuvien vahinkojen osalta differenssiteorian mukaisesti joudutaan vertaamaan esimerkiksi lainvoimaiseksi jäänyttä päätöstä siihen hypoteettiseen lopputulokseen, joka oli syntynyt, mikäli muutoksenhakemus olisi tehty asianmukaisesti. Mikäli päätös ei olisi muuttunut, ei käsillä ole korvattava vahinko.¹⁷⁴ Financial due diligence -tarkastuksen osalta on tärkeä pohtia, mitä olisi tapahtunut, mikäli virheelliseksi väitetyt tiedot olisivatkin annettu oikean sisätöisenä. Erityisesti financial due diligence -tarkastuksen osalta kysymys on lähinnä kauppahinnasta.

Erilaisia lopputuloksia voi olla useampia. Ensinnäkin mikäli hinta olisi määritelty oikein, olisiko yrityskaupasta luovuttu kokonaan.¹⁷⁵ Toisaalta ostaja olisi voinut hankkia kohteen alemmalla kauppahinnalla¹⁷⁶ tai kauppa olisi voitu toteuttaa jollain toisella tavalla.¹⁷⁷ Vaihtoehtoja voi olla useita ja eri skenaarioiden toteennäyttäminen on hanka-

¹⁷¹ Lauriala 2001: 140.

¹⁷² Peltonen 2001: 16.

¹⁷³ Routamo ym. 2000: 272.

¹⁷⁴ Peltonen 2001:16. Ks. KKO 1991:13. Tilintarkastajan laiminlyönti tehdä muistutus ei ollut syy-yhteydessä yhtiön tavarantoimittajan luottotappioon ja oli pääteltävissä, että yhtiön hallituksen jäsenet olisivat jatkaneet yhtiön toimintaa.

¹⁷⁵ KKO 2001:128. Korkeimman oikeuden perusteluissa pohditaan luovutusta ja sitä, olisiko se tapahtunut vaikka veroseurauksista olisi tiedetty,

¹⁷⁶ KKO 2001:128. Eri mieltä oleva oikeusneuvos Tulokas oli perusteluissaan sitä mieltä, että kauppa oli tärkeä, mutta ei ”hinnalla millä hyvänsä” toteutettavaksi tarkoitettu.

¹⁷⁷ KKO 1999:80. ”Tämän vuoksi ei ole uskottavaa, että järjestelystä olisi kokonaan luovuttu, vaikka kommandiitti-yhtiö olisi saanut luovutuksen veroseuraamuksista oikean tiedon. Toisaalta oli kuitenkin ajateltavissa, että järjestelyllä tavoiteltu kokonaistulos voitiin saavuttaa monella vaihtoehtoisella, monessa

laa. On myös pohdittava olisiko financial due diligence -raportissa saatu virheellinen tieto ainoa syy luopua yrityskaupasta. KKO 2001:121 perusteluissa todettiin, että ”ei voida pitää selvitettyinä, että kauppahintojen erotus olisi johtunut ainoastaan rautatie-suunnitelmaa koskevasta tiedosta.”

Vahinkoa kärsineen tulee osoittaa, että on perustanut päätöksensä juuri raportista saatuun virheelliseen tietoon, ja tähän päätöksen tekoon perustuva toiminta on saanut aikaan vahingon, jota ei muutoin olisi syntynyt.¹⁷⁸ Tällöin vahingonkorvausvastuuseen ei ole oikeutettu sellainen toimeksiantaja, joka ei ole pannut arvoa annetuille tiedoille tai johon olennainen tietojen puuttuminen ei ole vaikuttanut. Voidaan myös katsoa, että toimeksiantajalla ei ole oikeutta vahingonkorvaukseen, mikäli tarkastus poikkeaa vain jonkin merkityksettömän yksityiskohdan osalta.¹⁷⁹

Financial due diligence -tarkastuksen osalta merkityksettömiä yksityiskohtia on vaikeampi löytää. Jokin asia voi tarkastushetkellä tuntua merkityksettömältä, mutta se ei kuitenkaan sitä ole loppujen lopuksi ole. KKO 1991:31 ratkaisua sivuten voidaan katsoa, että suuren koko luokan yrityskaupassa muutaman tuhannen euron virhe ei aiheuta vahingonkorvausvastuuta neuvonantajalle. Itsessään financial due diligence -tarkastuksessa ei kannata olettaa minkään olevan merkityksetön. Tulevaisuutta ennustettaessa ei varmastikaan mitään voida pitää täysin merkityksettömänä.

3.4.3. Vahingon ennalta-arvattavuus

Yritystoimintaan liittyy luonnostaankin riskejä, joissa tehdään virheitä. Missään toiminnassa ei voida kohtuudella odottaa, että kaikkiin riskeihin osataan varautua. Tämän vuoksi katsotaan, että ennalta-arvaamattomiin riskeihin ei tarvitse varautua. Aina ei myöskään tarvitse varautua ennalta-arvattaviin riskeihin: mikäli riski on erittäin pieni, vahingonvälttämisen kulut ovat suhteessa liian suuret aiheutuneeseen vahinkoon nähden. Vaadittava varautumisaste riippuu muun muassa toiminnan luonteesta.¹⁸⁰ Neuvonannon suhteessa on myös huomioitava, ettei neuvonantaja aina tiedä, kuka hänen lau-

vaiheessa toteutettavalla tavalla, jolloin järjestelyn suunnittelussa on ollut pidettävä silmällä vaihtoehtojen edullisuutta kaikkiaan sen piiriin kuuluvien eri yhtiöiden kannalta”

¹⁷⁸ Harsu 2004: 102–103.

¹⁷⁹ Ks. KKO 1991:31. 8.418 markkaa ilmoitettua suurempi osuus osakeyhtiön lainoista ei katsottu olleen omansa vaikuttamaan kauppahintaan.

¹⁸⁰ Lauriala 2001:141–142. Ks. myös KKO 1997:151. Tapauksessa asunto-osakeyhtiö katsottiin olevan vastuussa liukkauden estämättä jättämisestä katuosuudella. Isännöitsijä sen sijaan vapautettiin syytteestä, koska hänen katsottiin täyttäneen velvollisuutensa talonmiehen ohjaamisessa, eikä isännöitsijällä ollut velvollisuutta itse tarkistaa katuosuuden liukkaita.

suntoaan käyttää ja mihin tarkoitukseen. Yhdysvalloissa on pääsääntönä, ettei korvausvastuuta voi seurata, ellei taloudellinen neuvonantaja tiennyt, kuka hänen neuvoaan käyttää hyväksi.¹⁸¹

Syy-yhteyskysymyksissä korvauksen rajoituksia koskevat opit ovat useimmiten perustuneet eri tavoin määriteltyyn vahinkojen ennakoitavuuteen eli adekvaattisuuteen¹⁸². Yleisessä vahingonkorvausoikeudessa korvausvelvollisuus edellyttää vahingon ennalta-arvattavuutta¹⁸³. Myös vahingon suuruuden ennalta-arvattavuus vaikuttaa vastuuseen¹⁸⁴. Adekvaattisuus rajoittaa vastuun siihen vahinkoon, jonka vahingonaiheuttaja on teko-
hetkellä mieltänyt tai hänen olisi pitänyt mieltää seurauksena teostaan¹⁸⁵.

Eräs vastuutilanne on, että ostaja päättää olla toteuttamatta yrityskauppaa laaditun financial due diligence -raportin vuoksi. Tällainen tilanne voi olla esimerkiksi *deal breaker* -tasoinen havainto, jota todellisuudessa ei olekaan olemassa. Sopimussuhteessa ennakoitavuusvaatimus täyttyy helpommin kuin sopimuksenulkoisissa suhteissa. Neuvonantajalla on sopimussuhteessa käsitys siitä, millaiseen vahinkoon huolimattomuus voi johtaa. Sopimuksenulkoisessa suhteessa neuvonantaja ei sen sijaan ole välttämättä käsitystä, millaisia vahinkoja jostakin tapahtumasta voi kolmannelle aiheutua.¹⁸⁶

Ennakoitavuusharkintaan voi vaikuttaa myös yleisesti ottaen myös sopimus- ja vastuunrajoituskäytäntö sekä vastasuoritukset. Joissakin tapauksissa palkkion suuruus voi antaa viitteitä tarkoitettusta vastuunjaosta. Suomessa ei yleensä sovita huomattavista *success fee* -lisäpalkkioista, joiden ehtona on kaupan toteutuminen. Ulkomailla kuitenkin erityisesti investointipankit käyttävät *success fee* -lausekkeita konsultointisopimuksissa. Korkeakaan palkkio ei välttämättä sinänsä indikoi yrityskaupan toteuttamiseen liittyvän riskin siirtämistä asiantuntijalle.¹⁸⁷

Syy-yhteys- ja ennalta-arvattavuusvaatimukset ovat taloustieteessä perusteltuja.¹⁸⁸ Korvausvelvollista ei ole perusteltua asettaa vastuuseen sellaisista vahingosta, jotka ovat

¹⁸¹ Lauriala 2001:142.

¹⁸² Hemmo 1994: 54–55.

¹⁸³ KKO 1997:179.

¹⁸⁴ KKO 1997:199.

¹⁸⁵ Routamo ym. 2003: 250–251.

¹⁸⁶ Tästä lisää jäljempänä luvussa 4.2.

¹⁸⁷ Harsu 2004: 107.

¹⁸⁸ Taloustieteessä syy-yhteys- ja ennalta-arvattavuusvaatimuksiin suhtauduttiin alun perin kielteisesti. Koska vahinko on syy-yhteydessä sekä vahingon aiheuttajan että vahingonkärsijän tekoon, vahingonkorvausvastuu tulee asettaa sille osapuolelle, joka pystyy edullisimmin välttämään vahingon. Ks. Coase 1960.

aiheutuneet hänen menettelystään riippumatta, koska vahingonkorvausvastuu ei tällöin vahinkotyyppistä riippuen vaikuttaisi ihmisten käyttäytymiseen. Toiseksi pitkällä aikavälillä se johtaisi siihen, että potentiaaliset vahingonaiheuttajat uhraisivat liikaa resursseja vahingon torjumiseen. Vahinko, jolla ei ole syy-yhteyttä itse toimintaan tai tekoon, ei sisälly vahingon määrään *Learned Hand* -säännössä¹⁸⁹. Kolmanneksi syy-yhteysvaatimus laskee tuomioistuinten kustannuksia, koska oikeuden käsiteltäväksi päätyy vähemmän vahingonkorvauskanteita.¹⁹⁰

¹⁸⁹ Jotta optimaalinen huolellisuusaste saavutetaan, vahingonkorvaus tulisi määrätä maksettavaksi, jos vahingontorjunnan rajakustannukset MC(B) ovat pienemmät kuin vahingonrajakustannukset MR(PL). Tämä sääntö tunnetaan niin sanottuna *Learned Hand* -sääntönä. Ks. mm. Posner 2003: 168.

¹⁹⁰ Turtiainen 2005: 187.

4. VASTUUSUHTEET

Tässä jaksossa tarkastellaan vastuun tarkempaa sisältöä ja edellytyksiä eri vastuusuhteissa. Aluksi käsitellään vastuuta suhteessa toimeksiantajaan sekä korvaus määrän soveltamista. Luvussa käsitellään myös financial due diligence -neuvonantajan vastuusuhtetta suhteessa kolmatta osapuolta kohtaan sekä lyhyesti myös vastuuta useampaa toimijaa kohtaan.

4.1. Vastuu toimeksiantajalle

Neuvonantajan on korvattava päämiehelleen toimeksiantoa hoitaessaan tahallaan tai tuottamuksellisesti aiheuttamansa vahinko samojen periaatteiden mukaan kuin toimeksisaajien yleensä.¹⁹¹ Asianajajien ja laajennetusti asiantuntijoiden vahingonkorvausvastuu päämiestä kohtaan perustuu KK 18 lukuun, ja se on lähtökohtaisesti tuottamusvastuuta. Tuottamusvastuu on korvausperuste toimeksiantajan vahinkojen korvaamiselle.¹⁹²

Due diligence -tutkimusten suorittamisesta puuttuvat kokonaan yleiset normit, joten on varsin perustelua, että toimeksiantosopimus solmitaan kirjallisesti niin sanotun *engagement letterin* muodossa.¹⁹³ Erityisesti investointipankit solmivat lähes poikkeuksetta kirjallisen toimeksiantosopimuksen.¹⁹⁴ Silloinkin, kun kirjallinen toimeksiantosopimus on laadittu, on neuvonantaja velvollinen noudattamaan myös muita toimeksiantajan ohjeita, joita ei ole varta vasten sopimukseen kirjattu.¹⁹⁵ Tiedonantovelvollisuuteen saattaa hyvin liittyä erilaisia edellä mainittuja sivuvelvoitteita, joiden laiminlyönti aiheuttaa vahingonkorvausvelvollisuuden.

Neuvonantajan sopimusperusteinen vahingonkorvausvastuu on niin sanottua ekskulpaatiovastuuta eli käännettyyn todistustaakkaan perustuvaa tuottamusvastuuta.¹⁹⁶ Ekskulpaatiovastuussa neuvonantajan on vastuun välttämiseksi osoitettava menetelleen huolellisesti. Pääsääntöisesti todistus rakentuukin käännettyyn todistustaakkaan eli osoitetaan, ettei ole menetelty huolimattomasti.¹⁹⁷

¹⁹¹ Halila ym. 1996: 201.

¹⁹² Peltonen 2001: 5.

¹⁹³ Blomquist ym. 2001: 39.

¹⁹⁴ Harsu 2004: 109.

¹⁹⁵ Ylänkö 1981: 103.

¹⁹⁶ Peltonen 2001: 5.

¹⁹⁷ Hemmo 2003 b: 236–237. Näissä tapauksissa tuottamusvaatimus kohdistuu siihen, onko vaadittavia ammattitaitovaatimuksia noudatettu, ja onko kaikki tarpeelliset näkökulmat otettu huomioon.

Neuvonantopalvelussa vastuu toimeksiantosuhteessa on lähtökohtana velvollisuus korvata vahinko täysimääräisesti (täyden korvauksen -periaate¹⁹⁸).¹⁹⁹ Myös KK 18:3 §:stä ilmenee samanlainen periaate.²⁰⁰

Tiedonannon virheellisyyteen perustuvan vahingonkorvauksen määrän laskeminen on kuitenkin hankalaa. Vahingonkärsijän tulee päästä sellaiseen asemaan, jossa hän olisi ollut, ellei vahinkoa olisi sattunut (differentssioppi). Vahingonkärsijä ei myöskään saa hyötyä vahingosta.²⁰¹ Korvausmäärän suuruuden problematiikka tulee hyvin esille hyvin esille KKO 1999:80 tapauksessa. Veroseuraamuksen lisäksi oli kantajalle aiheutunut myös verohyötyä. Korkeimman oikeuden ratkaisussa otettiin siten huomioon myös saman omistuspäiriin puitteissa syntyneet veroedut. Juuri veroseuraamusten nettovaikutus on otettava arvioinnin pohjaksi. Vahinko ei tässä tapauksessa ole epätoivottu veroseuraamus sellaisenaan vaan se taloudellinen menetys, joka kokonaisuutena arvioiden on syntynyt.²⁰²

4.1.1. Korvausmäärän sovittelu

Kirjoitettu laki ei sisällä yleisiä korvausvastuun määrää koskevaa kohtuullistamissääntöä sopimussuhteisen korvausvastuun osalta. Sopimukseen perustuvaa vahingonkorvausmäärää ei voida kohtuullistaa OikTL 36 §:n nojalla, joka kuitenkin mahdollistaa sopimusten, niiden ehtojen ja niihin välittömästi perustuvien sopimusvelvoitteiden kohtuullistamisen. Tämä ei kuitenkaan merkitse sitä, että korvausvastuuta ei voisi alentaa.²⁰³

Eräissä sopimusoikeudellisissa laeissa on korvauksen kohtuullistamiseen oikeuttava määräys.²⁰⁴ Myös oikeuskäytännöstä²⁰⁵ löytyy tapauksia, joissa oikeutta sovittelun suorittamiseen on perusteltu sillä, että korvausta kyseisestä vahingosta voitiin sovittella

¹⁹⁸ Täyden korvauksen -periaatteesta mm. Routamo ym. 2000: 280–282.

¹⁹⁹ Peltonen 2001: 5.

²⁰⁰ KK 18:3 §: Jos asiamies menettelee vilpillisesti ja kavalasti valtakirjan antajaa kohtaan, käyttää hänen tavaraansa omaksi hyödyksensä, lainaa hänen rahaansa muille tahi ottaa hänen nimeensä rahaa velaksi, niin vastatkoön *kaiken vahingon* ja vetäköön sakkoa asianhaarain mukaan.

²⁰¹ Routamo ym. 2000: 281.

²⁰² Tikka 1999: 303–304.

²⁰³ Peltonen 2001: 17.

²⁰⁴ Muun muassa KL 70 § 2 mom., AsuntoKL 4: 38 §, KSL 5: 30 § 2 mom. ja MK 2: 32 § 3 mom.

²⁰⁵ Ks. KKO 1985 II 51 ja KKO 1985 II 82.

VahL 2:1 §:n 2 momentista²⁰⁶ ilmenevää periaatetta soveltaen tai kohtuusharkintaa noudattaen. Oikeutemme sisältyykin periaate, jonka mukaan sovittelusäännöksen puuttuessa sopimussuhteisen ja sen ulkopuolisen korvauksen määrän kohtuullistaminen voidaan suorittaa VahL:n periaatteita noudattaen. Tämän vuoksi asiantuntijan vahingonkorvausmäärää voidaan kohtuullistaa edellä mainittuja periaatteita noudattaen.²⁰⁷

Sopimusvastuun osalta sovitteluharkinnassa vaikuttavina tekijöinä on esitetty korvausvelvollisen varallisuus ja toimeentulo, tuottamuksen laatu sekä vakuutusmahdollisuudet.²⁰⁸ Vastuun syntymiseen voi vaikuttaa myös vahingonkärsijän oma menettely. Joissakin tapauksissa korvausvaatimus voidaan hylätä kokonaan.²⁰⁹ Kuitenkin oikeus luottaa neuvonantajan asiantuntemukseen johtaa siihen, että vahingonkärsijän myötävaikutus tulee kysymykseen vain poikkeuksellisesti.²¹⁰

4.2. Vastuu kolmannelle

Erilaiset asiantuntijapalveluiden tarjoajat ovat joutuneet kansainvälisessä käytännössä yhä useammin kolmansien esittämien korvausvaatimusten kohteiksi väitettyjen tiedonantovirheiden perusteella.²¹¹ Sopimusoikeudessa on kuitenkin yleisenä lähtökohtana sopimuksen oikeusvaikutusten rajoittuminen sopimuksen välittömiin osapuoliin. Tätä kutsutaan niin sanotuksi *privity of contract* -opiksi.²¹² Siten sopimussuhteeseen nähden ulkopuoliset eivät lähtökohtaisesti saa oikeuksia toisten solmimien sopimusten perusteella. Tämän vuoksi kolmannen vahingonkorvausoikeudellinen asema suhteessa financial due diligence -neuvonantajaan tulee arvioitavaksi sopimuksenulkoisten vastuusääntöjen perusteella, jolle on ominaista erityisesti varallisuusvahingon korvaamiseen liittyvät rajoitukset.²¹³ Tämä pääsääntö estää käytännössä due diligence -toimeksiannon toteuttaneen investointipankin korvausvastuun toimeksiantosopimussuhteeseen nähden kolmatta kohtaan tämän kärsimän taloudellisen vahingon osalta.

²⁰⁶ VahL 2:1.2 §: ” Vahingonkorvausta voidaan sovittaa, jos korvausvelvollisuus harkitaan kohtuuttoman raskaaksi ottaen huomioon vahingon aiheuttajan ja vahingon kärsineen varallisuusolot ja muut olosuhteet”.

²⁰⁷ Peltonen 2001: 17–18.

²⁰⁸ Hemmo 2003 b: 319.

²⁰⁹ Routamo ym. 2000: 322.

²¹⁰ Peltonen 2001: 16.

²¹¹ Mäntysaari 1996: 175.

²¹² Hemmo 2003 b: 416.

²¹³ Harsu 2004: 113.

Eräissä toimeksiantotyypeissä asiantuntijanvastuuta sivullista kohtaan säädetään suoraan laissa. Muun muassa vakuutusmeklarin vastuu muuta kuin toimeksiantajaa kohtaan on yksi esimerkki tästä.²¹⁴ Esimerkkinä kolmatta kohtaan syntyneestä vahingonkorvausvelvollisuudesta on korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 1992:44.²¹⁵ Korkeimman oikeuden mukaan asianajajan erityistä luottamusasemaa ja siihen liittyvää korostunutta huolellisuusvelvollisuutta voidaan pitää VahL 5:1 §:n mukaisena erittäin painavana syynä varallisuusvahingon korvaamiselle. Soveltumista tilanteisiin, joissa sivullinen odottaa saavansa asiantuntijalta hyötyä, ovat kyseenalaisia. Tällainen tilanne voisi olla esimerkiksi sellainen jossa sivullinen odottaa hyötyvänsä asiantuntijan toiminnasta, mutta odotukset jäävät täyttymättä. Kyse ei siis tässä tapauksessa ole tyypillisestä sopimuksen ulkoisesta vahingosta, jonka tunnusmerkkinä on pidetty sitä, että vahingonaiheuttaja on loukannut vahingonkärsijän jo olemassa olevaa varallisuutta tai vahingonaiheuttajan toimista riippumattomia odotuksia.²¹⁶

Asiantuntijan ja sivullisen vastuusuhdetta voidaan tilanteesta riippuen arvioida sopimusoikeudellisen vahingonkorvausnormiston tai VahL:n nojalla. Se kumpi tulee sovellettavaksi, riippuu olosuhteista. Vastuun syntyminen edellyttää joka tapauksessa painavia reaalisia perusteita. VahL:a sovellettaessa tällaisia perusteita vaaditaan siihen, että sivulliselle voisi tulla korvattavaksi huolimatta VahL 5:1 §:n rajoituksesta. Korvausvastuu sivullista kohtaan vaatii myös sopimusoikeudellisen vastuunormien nojalla painavia reaalisia syitä.²¹⁷

Sekä Suomessa että ulkomailla oikeuskäytännössä on myös todettu, että asiantuntija voi joutua sivullista kohtaan vahingonkorvausvastuuseen myös suorituksen laaturvirheen perusteella. Normiperusteena on tällaisissa tapauksissa sopimusvastuun henkilöllisen ulottuvuuden laajentuminen. Korvausvastuun syntyminen edellyttää vähintään, että neuvonantaja voi melko selvästi havaita sivullisen intressin toimeksiantoon ja sen vahinkoriskin, joka sivulliselle syntyy toimeksiannon virheestä. Jos sivullisen intressi toi-

²¹⁴ VakEdL 40 § 1 mom.: ”Vakuutusmeklari on velvollinen korvaamaan vahingon, joka hänen tämän lain tai toimeksiantosopimuksen vastaisesta menettelystään aiheutuu asiakkaalle tai muulle, jonka oikeutta toimeksianto tai vakuutus koskee.”

²¹⁵ KKO 1992:44. Tapauksessa asianajaja oli saanut toimeksiannon testamentinsaajalta, jota luultiin kuolinpesän ainoaksi osakkaaksi. Asianajaja avusti päämiestään kuolinpesään kuuluvan omaisuuden myynnissä varmistamatta testamentin lainvoimaisuutta. Testamentti kumottiin sittemmin. Kumoamista vaatineelle perilliselle aiheutui vahinkoa, kun myydystä omaisuudesta saatua kauppahintaa ei enää saatu takaisin. KKO tuomitsi asianajajan vastuuseen VahL:n nojalla.

²¹⁶ Norros 2007: 701.

²¹⁷ Norros 2007: 703.

meksiantoon on samansuuntainen kuin toimeksiantajalla, asiantuntijan vastuu sivullista kohtaan on mahdollinen.²¹⁸

Vastuuharkinta on edellisen kaltaisissa tapauksissa vahvasti tapaussidonnainen, mikä korostaakin oikeuskäytännön merkitystä argumentoinnissa. Asiantuntijan virhevastuu sivullista kohtaan voi muodostua ongelmalliseksi, mikäli neuvonantajan suoritus on luonteeltaan sellainen, että se voi hyödyttää laajaa sivullisten joukkoa. Tämä voidaan havainnollistaa HD:n ratkaisulla NJA 1987 s. 692, jossa kiinteistöstä annettu arvio osoittautui virheelliseksi. Tästä aiheutui vahinkoa arvioon luottaneille sivullisille rahoittajille. Arvion laatija joutui korvaamaan rahoittajien vahingon, vaikka heidän välillään ei ollut toimeksiantosuhdetta. HD perusteli tämä ratkaisua sillä, että arvion laatijan olisi pitänyt ymmärtää, että muutkin kuin kiinteistön omistaja saattavat luottaa arvioon. Tätä ratkaisu on kuitenkin arvostelu voimakkaasti, ja voidaankin kysyä, miksi asiantuntijan pitäisi vastata suorituksesta sellaiselle rajaamattomalle joukolle sivullisia, jotka eivät maksa asiantuntijan palvelusta mitään. Ongelmaa voi korostaa vielä se, että suorituksen leviämistä voi olla vaikea estää.²¹⁹

Millaisessa tapauksessa financial due diligence -neuvonantaja voi joutua vastuuseen kolmatta kohtaan eli mitä ovat erityisen painavat syyt, joilla vastuu voi syntyä? Käytännössä tällainen vastuu edellyttää poikkeuksellista suhdetta, jotta asiantuntijan ja sivullisen välille voisi syntyä oikeussuhdetta.²²⁰ Jotta asiantuntijan vastuu sivullista kohtaan olisi puollettavissa, voidaan edellyttää, että asiantuntijalla on ollut mahdollisuus tunnustaa kolmannen intressi. Vastuuta ei voi syntyä, mikäli asiantuntija ei tiennyt eikä kohtuudella olisi pitänyt tietää, että toimeksiannon puutteellinen hoitaminen aiheuttaa vahinkoa sivullisille.²²¹

Arvioitaessa keitä välittömän sopimussuhteen ulkopuolisia kohtaan vahingonkorvausvelvollisuus voi syntyä, on muistettava, että financial due diligence -tarkastus laaditaan yleensä omalle toimeksiantajalle²²². Näin ollen vain toimeksiantaja saa luottaa raportin tietoihin. Yritysjärjestelyissä tätä voidaan hahmottaa myös *sivullisintressitapausten* avulla. Tapauksessa investointipankin ja yhtiön sopimuksella on tarkoitus hyödyntää kolmantena osapuolena olevaa yhtiötä. Kokonaisjärjestelyiden kannalta merkitykselli-

²¹⁸ Norros 2008: 642.

²¹⁹ Norros 2008: 642–643. Varauksia leviämisen estämiseksi käydään läpi luvussa 5.2.

²²⁰ Kiiha 2002: 145.

²²¹ Norros 2007: 703–704.

²²² Harsu 2004: 114: Yleensä vastuuta pyritään rajoittamaan osoittamalla raportit vain tietyille vastaanottajille ja tiettyyn käyttötarkoitukseen.

sessä asemassa olevan yhtiön kannalta olennaista on se, voiko yhtiö saada korvausta ja miten tilanne hahmotetaan.²²³

Sopimusperusteisen vastuun ulottuvuuden ohella toinen esille nouseva kysymys on yhtiön ja investointipankin välisessä suhteessa esitettävälle korvausvaatimukselle. Näin joudutaan pohtimaan kahta kysymystä: 1) Voiko investointipankki yhtäältä vedota yhtiön kanssa tehdyn sopimuksen vastuuta rajoittaviin tai suoritukselle asetettavia vaatimuksia täsmentäviin ehtoihin myös kolmatta osapuolta kohtaan ja 2) voiko investointipankki toisaalta vedota vastaaviin kahden yhtiön välisiin vastuunrajoituslausekkeisiin.²²⁴

Kolmannen asema on vahvin silloin, kun sopimusosapuolet ovat nimenomaisesti tarkoittaneet perustaa tälle sopimuksen mukaisia oikeuksia. Kolmannen oikeudet tulevat sitoviksi, kun edunsaajalle on ilmoitettu. OikTL 7 §:n periaatteiden mukaan osapuolilla mahdollisuus peruuttaa oikeus kolmatta nähden.²²⁵ Tällainen kanta kuitenkin operoi osapuolten oletetulla kannalla, joka on vaikeasti todistettavissa.²²⁶

Subsumptioargumentin mukaan sopimusten erityissuhde voi synnyttää vastuun oman sopimuskumppanin vastapuolelle. Tällöin investointipankin ja toimeksiantajan välinen sopimus on tullut tarpeelliseksi yhtiöiden keskinäisten suhteen vuoksi ja saa näin merkityksensä siitä. Investointipankin ja toimeksiantajan suhde tähtää yrityskauppaan, joten ilman tätä suhdetta ei olisi sopimustakaan. Näin investointipankin tarkastusta tulisi voida tarkastella osana yhtiön toimintaa ja sen velvoitteiden täyttämistä.²²⁷ *Investointipankilla on mahdollisuus määrittää sopimukseen perustuvat odotuksensa niin, että kolmannen yhtiöön kohdistuva vastuun mahdollisuus tulee otetuksi huomioon.*²²⁸ Kohteen myyjää kohtaan neuvonantaja tuskin voi joutua vahingonkorvausvastuuseen sillä, koska myyjän oletettaneen joka tapauksessa tunteneen kaupan kohteen parhaiten.²²⁹

Sopimuksenkaltaisuus voi johtaa deliktivastuunormien syrjäytymiseen ja siihen, että oikeussuhdetta arvioidaan sopimusperusteisten vastuunormien avulla. Koska neuvonan-

²²³ Lauriala 2001: 150.

²²⁴ Lauriala 2001: 150–151.

²²⁵ Hemmo 1998: 259.

²²⁶ Lauriala 2001: 151. Todistaminen vaatii pidempää, alan käytäntöön tai aikaisempiin sopimuksiin perustuvaa kanssakäymistä.

²²⁷ Hemmo 1998: 273.

²²⁸ Lauriala 2001: 153.

²²⁹ Tässä tutkimuksessa tarkastellaan vain ostajalle tehtyä due diligence -tarkastusta. Vastuu oman päämiehen vastapuolta kohtaan voisi tulla kysymykseen niin sanotussa *vendor due diligence* -neuvonannossa, jossa tarjousesitteen virheelliset tiedot saattaisivat aiheuttaa vahingonkorvausvastuun.

tajan ja tämän tekemään raporttiin luottaneen tahon, esimerkiksi rahoittajan välillä ei ole sopimussuhdetta, määräytyvät korvausvastuu lähtökohtaisesti vahingonkorvauslain mukaan. Kysymys on tällöin VahL 2:1 §:n mukaisesta vastuusta. Oikeuskirjallisuudessa on vallitseva kanta, että pääsääntöisesti vahingonkärsijällä on todistustaakka korvausvastuun edellytyksistä sopimuksen ulkoisissa suhteissa. Voidaan ajatella tilanteita, joissa sopimuksenkaltaiset piirteet eivät ole riittävän vahvoja, jotta oikeussuhdetta arvioitaisiin siihen liittyvine oikeusvaikutteineen, mutta joissa oikeussuhteen laatu on kuitenkin peruste ainakin varallisuusvahinkojen korvaamiselle.²³⁰

KKO 1999:19 perusteluissa todetaan, että tilitoimiston olisi pitänyt ottaa huomioon myös sopimusjärjestelyn tavoitteet. Ratkaisussa todettiin myös, että tehtävää vastaan otettaessa oli voitu havaita, että poikkeaminen mainitusta tarkoituksesta voisi aiheuttaa vahinkoa päämiehen sopijakumppanille. Tilitoimiston katsottiinkin olevan vastuussa päämiehensä sopijakumppanille ”sopimussuhteita koskevien periaatteiden mukaisesti”. Perusteluissa korkein oikeus toi esille vastanäkökohtana *vastikkeen*, jonka toimeksiannon päämies suorittaa, kun taas toimeksisaajan sopimuskumppani ei tällaista suoritusta tee.²³¹

Yleensä sitoumusten vastavuorottomuus on argumentti välittömän sopimussuhteen ylittävän vastuun torjumiseksi. Vastaavissa tilanteissa voidaan myös pohtia, voidaanko toimeksiantajan sopimuskumppanin katsoa olevan välillisesti vastikkeen maksuun osallistuva taho. Tällöin voidaan lähteä siitä, että osapuolten yhteisenä intressinä on hankkia asiantuntijan apua sopimusjärjestelyn toteuttamiseksi. Sopimuksen tekoon liittyvät kustannukset vaikuttavat periaatteessa kummankin osapuolen sopimuksesta saatuun hyötyyn. Mahdollista on siis myös, että toimeksiannon antaja valikoituu suhteellisen sattumanvaraisesti aktiivisemmän osapuolen ottaessa tehtävän hoitaakseen, vaikka kummallakin on yhtäläinen intressi avustajan käyttämiseen.²³² Ulkomailla suojataan sellaista asiakaan tai kolmannen luottamusta neuvonantajan tarjoamiin neuvoihin, joista palveluntarjoajan olisi pitänyt olla tietoinen. Vastikkeellisuudella tai vastikkeettomuudella ei ole itsenäistä merkitystä. Kolmatta voidaan joka tapauksessa suojata, vaikka neuvoja olisi annettu ilmaiseksi.²³³

²³⁰ Hemmo 1998: 49–50, 78–82.

²³¹ Hemmo 2001: 61. Hemmo mainitsee myös niin sanotun ”harmaan vyöhykkeen”, eli on vaikea selvittää ketkä kuuluvat välittömään sopimussuhteen ulkopuolisiin tahoihin ja kuinka laajasti näiden tahojen intressit on otettava huomioon.

²³² Hemmo 2003 b: 422.

²³³ Mäntysaari 2000: 247–248.

Edellä mainittuun käyttötarkoitukseen liittyy *ennakointivaatimus*. Tuottamusarvioinnin kannalta on olennaista, että financial due diligence -neuvonantaja olisi voinut toimeksiantoa toteuttaessaan ennakoida vastuun syntymisen myös jotain kolmatta kohtaan.²³⁴ Kolmannen osapuolen kärsimältä vahingolta edellytetäänkin sellaista ennakoitavuuden astetta, joka liittyy yleensä sopimussuhteisiin, jotta vastuuta voitaisiin pitää sopimuksen kaltaisena. Tällöin voidaan vaatia, että neuvonantajalla on ollut käsitys siitä, että sen laatima financial due diligence -raporttia käytetään myös muuhun tarkoitukseen, esimerkiksi rahoituksen hankkimiseen. Tällöin voidaan edellyttää, että käyttötarkoitus on tullut esille jo ennen itse tarkastukseen ryhtymistä. Mikäli tällaista tietoa käyttötarkoituksesta ja siihen liittyvistä vahinkoriskeistä ei ole ollut, ennakointivaatimus ei täyty.²³⁵

Asiantuntijoiden raportit ovat kuitenkin yleensä tarkoitettu vain toimeksiantajalle eikä tällä ole oikeutta antaa raporttia tai muuta prosessiin liittyvää ulkopuolisen käyttöön. Tästä sovitaan usein jo ennen toimeksiantoa ja se mainitaan kirjallisessa sopimuksessa. Käytännössä on tavallista, että raportti annetaan muillekin projektiin liittyville tahoille, jotta näillä olisi käytössä prosessin aikana kerättyä tietoa ja välttyttäisiin päällekkäisyyksiltä.²³⁶ Tämän vuoksi financial due diligence -raportti voidaan ottaa rahoituspäätöksen tueksi myös jälkikäteen. Tämä toteutetaan rahoittajalle kohdistetulla *reliance letter* -kirjelmällä. Raporteissa todetaankin yleensä, että raportti on tarkoitettu vain päämiehen käyttöön ja tämän yksilöityihin tarkoituksiin, mikä jo sinällään estää kolmannen perustellun luottamuksen.²³⁷

4.3. Vastuun jakautuminen usean korvausvelvollisen kesken

Vastuusuhteita mietittäessä voidaan arvioida myös, voiko financial due diligence -neuvonantaja välttää virheelliseen toteuttamiseen perustuvan korvausvastuun väittäen, että korvausvaade on ennaikainen jonkin ensisijaisen korvausvelvollisen olemassaolon vuoksi. Kysymys on siitä, vaikuttavatko vaihtoehdot kannemahdollisuudet toisiinsa.²³⁸

Myyjää voidaan pitää ensisijaisena vastuusubjektina vahingosta, joka aiheutuu sen vuoksi, ettei yrityskaupan kohde ole odotetunmukainen. Vaatimuksia ei voida kuiten-

²³⁴ Hemmo 1994: 165.

²³⁵ Hemmo 1998: 155–156.

²³⁶ Blomquist ym. 2001: 45.

²³⁷ Harsu 2004: 125.

²³⁸ Hemmo 1998: 341–343.

kaan välttämättä esittää myyjää kohtaan esimerkiksi, jos yrityskaupan kohteessa ei voida katsoa olevan virhettä sen vuoksi, että ostajan olisi pitänyt havaita väitetty puute suorittamassaan tarkastuksessa. Ostaja ei myöskään voi vedota kaupan kohteen virheeseen myyjää kohtaan sen vuoksi, että kaupan osapuolten sovittu takuu-aika on umpeutunut tai myyjä on varaton tai purettu.²³⁹ Ensisijaisella korvausvelvollisella voi olla merkitystä tavalla, joka rajoittaa toissijaisen vastuuta. Toisaalta ensisijaisen korvausvelvollisen varattomuus saattaa olla argumentti korvausvelvollisuuden laajentamiselle sopimuksen ulkopuoliseen suhteeseen.²⁴⁰

Myyjä on kuitenkin voinut toiminnallaan vaikeuttaa financial due diligence -tarkastuksen suorittamista. Tämä saattaa ilmetä esimerkiksi *data room* -aineiston epä johdonmukaisena kokoamisena. Tällöin voidaan katsoa, että myyjä on laiminlyönyt tiedonantovelvollisuuttaan tai jopa toiminut KL 20:2 §:n tarkoittamalla tavalla kunnianvastaisesti ja arvottomasti.²⁴¹ Silloin, kun vaatimuksia kuitenkin vielä voidaan esittää toista korvausvelvollista vastaan, voidaan kysyä, onko vahinkoa lainkaan aiheutunut, ennen kuin korvausta on pyritty hakemaan ensisijailta korvausvelvolliselta. Tällaisia vaatimuksia kutsutaan regressivaatimuksiksi. Korkein oikeus on omaksunut tiekuljetusta koskevassa tapauksessa²⁴² varsin sallivan suhtautumisen paitsi vahvistuskanteen myös suorituskanteen ajamiseen.²⁴³

Korvauskelpoisen vahingon yleisiin edellytyksiin kuuluu, että vahingon voidaan katsoa lopullisesti aiheutuneen vaatimushetkellä. Mikäli näin ei ole, korvausvaatimus hylätään *ennenaikaisena*. Välttyäkseen vastuulta neuvonantaja voisi tässä tapauksessa pyrkiä argumentoimaan, että toimeksiantajan tulisi ensisijaisesti vaatia korvausta kaupan kohteen myyjältä tai rahoittajan tuli kohdistaa oma vaatimus omaan sopimuskumppaniinsa eli ostajaan.²⁴⁴

Sopimusvelallinen on yleensä ensisijainen korvausvelvollinen ainakin silloin, kun valittavana on joko sopimus- tai deliktiperusteinen korvausvelvollinen. Financial due diligence -tilanteessa toimijat ovat kuitenkin erillisissä ja erisisältöisissä sopimussuhteissa vahingonkärsijään. Vastuu voi siis perustua toimeksiantosopimukseen, kauppasopimuk-

²³⁹ Harsu 2004: 126.

²⁴⁰ Hemmo 1998: 342.

²⁴¹ Harsu 2004: 127.

²⁴² KKO 2001:67.

²⁴³ Hemmo 2003 b: 271.

²⁴⁴ Harsu 2004: 127.

seen tai rahoitussopimukseen. Tämän perusteella ei kuitenkaan voida ratkaista edellä esitettyä kysymystä korvausvelvollisten ensisijaisuusjärjestyksestä.

Usein korvausvaade eri toimijoita vastaan esitetään itsenäisenä. Myyjää vastaan kanne voidaan nostaa kaupankohteen virheestä, kun taas neuvonantajaa kohtaa vastaan toimeksiannon huolimattomasta hoitamisesta.

5. RISKIEN ENNAKOINTI

Edellä on tarkasteltu financial due diligence -neuvonantajan vahingonkorvausvastuun syntyedellytyksiä. Seuraavaksi on tarkoitus tarkastella mahdollisuuksia ennakoida vastuuriskiä jo ennen tarkastuksen aloittamista sopimuksen tekovaiheessa sekä myös sen aikana. Investointipankit rajoittavat vastuutaan usein niin sanotuilla toimintaohjelmilla. Financial due diligence -neuvonantaja voi pyrkiä näin rajoittamaan omia toimimisvelvollisuuksiaan. Toinen tapa vastuunrajoittamisessa on korvausmäärän sopimuksella tapahtuva rajoittaminen eli vastuunrajoituslauseke.

5.1. Toimintaohjelma varautumistoimena

Investointipankit voivat varautua mahdollisiin häiriötilanteisiin erilaisilla toimintaohjelmilla (*Compliance Programs*) ja erityisesti tiettyä projektia varten räätälöidyllä kokonaisjärjestelyillä, jotka osoittavat valittua linjaa. Luomalla erilaisia strategioita toimintaohjelmien osaksi, voidaan juridisia riskejä vähentää.²⁴⁵ Varautuminen edellyttää sitä, että toimintaan ryhdyttäessä ja toiminnan aikana huolehditaan siitä, ettei oma toiminta haittaa epäasianmukaisella tavalla muiden toimijoiden mahdollisuuksia pyrkiä totuttamaan tavoitteitaan. Tätä kutsutaan niin sanotuksi *varautumisperiaatteeksi*.²⁴⁶

Toiminnalla on siis alun perin oleva hyväksyttävä suunta. Varautuminen on suora mahdollisuus vaikuttaa ennalta mahdolliseen tuottamusarviointiin. Parhaiten varautuminen voidaan osoittaa erillisten toimintaohjelmien avulla. Näin financial due diligence -neuvonantajalla on välittömästi esittää näyttö strategisesta suhtautumisesta häiriötilanteisiin.²⁴⁷ Mikäli yhteisöllä on rangaistusvaatimuksen tarkoittamalla toiminta-alueella asianmukaisena pidetty toimintaohjelma, se pystyy välttämään rangaistuksen²⁴⁸.

Toimintaohjelmilla voidaan siis ennakoida häiriötilanteita ja tehdä varautumistoimia, joita varten simuloidaan erilaisia häiriötilanteita. Näiden perustalle luodaan itse toimintaohjelma. Tällainen simulaatio voidaan käydä läpi transaktioiden suunnitteluvaiheessa. Esimerkiksi arvioidun kurssinousun varaan rakennettua rahoitusta testataan mahdollisen markkinariskin laukeamisen varalta.²⁴⁹

²⁴⁵ Lauriala 2001: 32.

²⁴⁶ Pöyhönen 2000: 110.

²⁴⁷ Lauriala 2001: 32–33.

²⁴⁸ Jaatinen 2000: 112–114.

²⁴⁹ Lauriala 2001: 33.

Koko sopimusjärjestely käydään siis skenaariona läpi uuden tilanteen pohjalta ja siitä tehdään vastuuden jakautumisen ja niiden todennäköisyyksien perusteella johtopäätöksiä, joiden mukaan itse toimintaohjelma rakennetaan.²⁵⁰ Toimintaohjelma on siten eräänlainen skenaarioiden pohjalta rakentuva häiriönhallintastrategia, jonka avulla todellinen vahinkoriski minimoituu.²⁵¹ Financial due diligence -tarkastus voidaan siis toteuttaa mallintamalla erilaisia vaihtoehtoja yrityksen arvon kehitykselle, ja laskemalla tämän vaikutusta erilaisiin kaupasta saataviin synergiaetuihin ja vaikutusta lopulliseen kauppahintaan.

5.2. Toimimisvelvollisuuksien rajoittaminen

Toimimisvelvollisuuksien laajuudessa lähtökohtana on toimeksiantosopimus. Due diligence -asiantuntijat tekevät lähes poikkeuksetta kirjallisen toimeksiantosopimuksen ennen tarkastuksen aloittamista²⁵². Kirjallisen sopimuksen etuna voidaan pitää sitä, että jo aikaisemmin mainitut tarkastuksen *tarkoitus* ja sen *painopistealueet* tulevat heti alussa selväksi ja todistettavasti osaksi sopimusta. Nämä seikathan vaikuttavat tuottamusarviointiin, kuten luvussa 3 todettiin.

Kuten aikaisemmin myös luvussa kolme todettiin, on neuvonantajalla velvollisuus antaa päämiehelleen neuvoja myös siitä, millainen toimeksiannonrajaus on tarpeellinen. Toisin sanoen neuvoantaja ei voi suoralta kädeltä tyytyä tarjoamaan tarkasti sitä, mitä asiakas tilaa, vaan hänen on autettava asiakasta toimeksiannon järkevässä rajaamisessa. Asiantuntijan on pyrittävä hahmottamaan toimeksiannon asiayhteys ja ehdottamaan sellaista toimeksiannon rajausta, joka mahdollisimman hyvin vastaa asiakkaan tarpeita. Neuvonantajan on myös varmistuttava, että asiakas ymmärtää rajauksen merkityksen ja siihen liittyvät riskit.²⁵³

Toimeksisaaja ei lähtökohtaisesti kuitenkaan vastaa toimenpiteistä, jotka nimenomaisesti on jätetty toimeksiannon ulkopuolelle.²⁵⁴ Toisaalta KKO 2001:128 antama ratkaisu

²⁵⁰ Käytännössä SPYL edellyttää jo tiettyjä varautumistoimia toimeksiantoihin ryhdyttäessä.

²⁵¹ Lauriala 2000: 33.

²⁵² Blomquist ym. 2001: 39

²⁵³ Norros 2008: 638.

²⁵⁴ Näin todettiin aikaisemmin kappaleessa 3.2.3, jossa käsiteltiin KKO 1996:92 ratkaisua.

antaa lisäsyyn asiantuntijan toimintavelvollisuuksien ja toimeksiannon laajuuden tarkemmalle määrittelylle²⁵⁵.

Financial due diligence -tarkastuksen osalta rajoitukset koskevat enimmäkseen siihen käytettyä aikaa. Tarkastushan toteutetaan usein kiireessä, joten rajaaminen on tältä osin erittäin tärkeää. Financial due diligence -tarkastuksien osalta toimeksiantosopimuksessa voisi olla hyvä merkintä, mitä ei sisällytetä tarkastukseen kiireellisen aikataulun vuoksi. Rajoituksia voitaisiin asettaa seikkoihin, jotka yleensä tarkistetaan, mikäli aikaa on tarkastuksen tekemiseen riittävästi.

5.3. Vastuunrajoituslausekkeet

Kirjalliseen toimeksiantoon pyritään löytämään yleensä vastuunrajoituslauseke. Kysymykseen voikin tulla korvausvastuun rahamääräinen yläraja tai vahinkolajikohtainen rajoitusehto, jolla esimerkiksi vastuu välillisistä vahingoista suljetaan kokonaan pois.²⁵⁶ Suomen oikeuden mukaan sopijaosapuolilla on vapaus sopia vahingonkorvausvastuunsa haluamallaan tavalla, joten rajoituslausekkeet ovat lähtökohtaisesti hyvin tehokkaita.

Vastuunrajoittaminen on konsulttitoiminnassa hyvin tavanomaista. Konsulttitoiminnan yleisissä sopimusehdoissa (KSE) määrätään, että muun sopimuksen puuttuessa konsultin vahingonkorvauksen yläraja on konsultin kokonaispalkkion suuruus. KSE:ssä määrätään myös, että mikäli tästä poiketaan, on siitä määrättävä sopimuksessa²⁵⁷. Toisaalta KKO 2003:26 mukaan sopimuksessa ollut lisäehto vastuuvakuutuksen vakuutusmäärästä antoi toimeksiantaja oikeuden olettaa, että vahingonkorvausvastuu oli huomattavasti suurempi, kun mitä konsultin palkkio²⁵⁸.

Financial due diligence -tarkastuksien osalta vahingot voivat toisaalta olla huomattavasti suuremmat, kuin mitä neuvonantajan palkkio on. Näin ollen toimeksiantaja voisi vaa-

²⁵⁵ Ratkaisussa KKO totesi, että tilitoimiston olisi asiantuntemuksensa perusteella olla tietoinen veroseuraamuksesta ja sen olisi pitänyt varoittaa toimeksiantajaansa siitäkin huolimatta, ettei toimeksiantoon kuulunut verokonsultointia.

²⁵⁶ Blomquist ym. 2001: 38, 43–44

²⁵⁷ KSE:n mukaan nämä eivät koske tapauksia, joissa kyseessä on tahallisuus tai törkeä tuottamus.

²⁵⁸ KKO 2003:26: Tapauksessa konsultin palkkioksi on sopimuksessa määritelty 46 000 mk. ja sopimus-suhteessa sovellettiin KSE:n mukaisia yleisiä ehtoja. Sopimuksessa oli kuitenkin kohta ”muut ehdot”, jossa todettiin, että ”lisäksi konsultti sitoutuu pitämään voimassa sopimuksen kesto ajan 5 000 000 markan konsulttivastuuvakuutuksen”. KKO mukaan ehto on ollut omiaan antamaan seurakunnalle aiheen otaksua, että vahingonkorvausvastuun yläraja on 5 milj. mk. ja ehto oli tullut osaksi sopimusta tarjouksen perusteella.

tia vahingonkorvauksen lisäksi lisäkorvausta vedoten vahingon suuruuteen suhteessa maksettuihin palkkioon. Vastuunrajoitusten sitovuuteen saattaa kuitenkin vaikuttaa kohtuuskäsitteet. Vastuunrajoitusehtoihin liittyy usein kohtuuttomuuden mahdollisuus, minkä vuoksi jokin vastuunrajoitusehto voidaan katsoa kokonaan tai osittain pätemättömäksi OikTL 36 §:n perusteella²⁵⁹. KKO mukaan vastuunvapautuslausekkeita on tulkittava suppeasti, etenkin jos ne on laadittu yksipuolisesti ja ne ovat sisällöltään epäselviä ja yksipuolisia²⁶⁰. Aikaisemmin luvussa 3.3. todettiin myös, ettei tahalliseen tai törkeään huolimattomaan sopimusrikkomukseen syyllistynyt voi vedota vastuutaan rajoittaviin ehtoihin. Financial due diligence -toimeksiannot toteutetaan liike-elämän tilanteissa, ja sopimusosapuolet voitaneen yleensä katsoa olevan neuvotteluasetelmiltaan yhtäläisessä asemassa. Näistä syistä vastuunrajoituslausekkeita ei kuitenkaan pääsääntöisesti katsottane helposti kohtuuttomiksi. Näin voidaan katsoa etenkin, kun rajoitusehtojen käyttämisellä on riskien hallintaan liittyviä syitä eikä ehdoilla suljeta pois kaikkea sopimuksesta seuraavaa vastuuta.²⁶¹

Vastuuvakuutuksiin kohdistuvien vahinkoriskien yleistymisen on jo nyt vaikuttanut vastuuvakuutusten hintaan ja saanut aikaan paineita vastuuvakuutuskäytäntöjen muuttamiseksi. Käytännöllisin syy vastuunrajoituslausekkeille ja niiden lisääntyvälle käytölle voikin olla, että vakuutusyhtiöt saattavat jatkossa vaatia, että asiantuntijat käyttävät niitä toimeksiannoissa vastuuvakuutusturvan myöntämisen edellytyksenä.²⁶²

Erityiskysymyksenä vastuunrajoituslausekkeiden osalta voidaan vielä erottaa mahdollinen vastuu kolmatta kohtaan. Vaikka vastuunrajoituslauseke katsotaan sitovaksi toimeksiantosopimussuhteen osapuolten välillä, financial due diligence -neuvonantajan ja toimeksiantajan välisen sopimuksen ehdoilla ei voida rajoittaa neuvonantajan vastuuta kolmatta kohtaan. Tämän estää sopimusoikeudellinen peruslähtökohta, jonka mukaan sopimuksen oikeusvaikutukset rajoittuvat vain sopimuksen välittömiin osapuoliin.²⁶³

Tähän voidaan ratkaisua hakea niin sanotut rajoitusehdon²⁶⁴ kautta. Rajoitusehdon lisääminen due diligence -raporttiin estää kolmannen perustellun luottamuksen syntymisen. Näiden juridinen merkitys on kuitenkin vähäisempi, kuin varsinaisten rajausehtojen merkitys. Rajoitusehdot eivät kuitenkaan ole täysin vailla oikeudellista merkitystä. Vas-

²⁵⁹ Ks. HE 247/1981.

²⁶⁰ KKO 1992:178.

²⁶¹ Hemmo 2003 b: 286.

²⁶² Hemmo 2003 b: 284–286; Tikka 1999: 305.

²⁶³ Hemmo 1995: 583.

²⁶⁴ Englanniksi *disclaimer*.

tuunrajoitusilmoitushan sisältää samalla varoituksen.²⁶⁵ Tarkastus vaikuttaa kolmannelta osapuolelta vaadittavaan huolellisuuteen ja kaventaa korvausvastuuta vahingonkärsijän myötävaikutuksen kautta. Minimoimisperiaatteen mukaan vahingonkärsijän on pyrittävä pitämään vahingon määrä mahdollisimman vähäisenä, eikä hän tällöin voi jättää edes jälkikäteen annettuja tietoja huomioimatta. Vaikka ilmoitus ei toimisi vastuunrajoituslausekkeen tavoin niin, että vastuu sulkeutuisi kokonaan pois tai muuttuisi sen sisältämän tiedonannon perusteella, ilmoitus voi silti vaikuttaa siihen, miten vahingonkärsijän on toimittava vahingon välttämiseksi. Vastuun kaventuminen voi näin olla sidoksissa kolmannen oman toiminnan arviointiin.²⁶⁶

5.4. Financial due diligence -raportin sanamuodot ja varaumat

Rajoituslausekkeiden lisäksi varaumat ovat mahdollisuus vastuuriskien hallintaan financial due diligence -tarkastuksessa. Varaumia käytetään yrityskaupan kohteen tarkastuksen havainnot listaavassa raportissa. Tyypillinen varauma financial due diligence -raportissa on esimerkiksi, että tarkastus on tehty vain Suomen oikeuden näkökulmasta, se sisältää vain tiettyyn ajankohtaan liittyviä tietoja ja raportti on tarkoitettu vain tietyille tahoille ja erikseen määriteltyyn tarkoitukseen. Raportit sisältävät myös standardi olettamia siitä, että tarkastetut asiakirjat ovat olleet alkuperäisiä ja esitetyt jäljennökset ovat olleet samansanaisia kuin alkuperäiset.²⁶⁷

Varaumia voidaan käyttää perustellusta syystä, joina voidaan pitää muun muassa tilannetta, jossa tarkastus tehdään neuvonantajasta riippumattomista syistä aikapulassa tai tilanteessa, jossa on kyse perustellusti tulkinnanvaraisesta seikasta. Mahdollisesti myös silloin, kun tarkastettavan aineiston saatavuus ja tarkastukseen käytettävissä oleva aika perustuvat sopimusosapuolten väliseen sopimukseen, lienee neuvonantajan tekemän tarkastuksen laajuutta koskeva varauma tehokas.²⁶⁸ Sen sijaan yksinkertaisissa ja selvissä financial due diligence -neuvonantajan ammattitaitoon kuuluvissa asioissa varaumien tekemisen ei katsota voivan rajoittaa neuvonantajan vastuuta virheellisestä neuvosta johtuvasta korvausvelvollisuudesta. Varauma tulee esittää toimeksiantajalle yksilöitynä,

²⁶⁵ Lauriala (2003: 203) käyttää esimerkkinä Finanssivalvontaa, joka liittää tarkastamiinsa esitteisiin tiedon, että se on tarkastanut esitteen lainmukaisuuden, mutta ei vastaa sen sisällöstä.

²⁶⁶ Lauriala 2001: 203.

²⁶⁷ Blomquist ym. 2001: 39, 45–46.

²⁶⁸ Blomquist ym. 2001: 43.

perusteltuna ja selkeästi sekä varmistuen siitä, että toimeksiantaja on ymmärtää sen.²⁶⁹ Tämän voidaan katsoa osittain kuuluvan pedagogisen vastuun piiriin.

Samaan tapaan kuin vastuunrajoituslausekkeiden käyttämisen osalta, neuvonantajat eivät voi varaumallakaan rajoittaa indispositiiviseen oikeuteen perustuvaa vastuu, kuten esimerkiksi kohtuuttomuus OikTL 36 §:n tai KSL 4 luvun 1 §:n perusteella. KKO 1999:80 ratkaisu, jota käsiteltiin aikaisemmin luvussa 4.1, johtaa siihen, että financial due diligence -neuvonantajat a) toteavat yleisissä sopimusehdoissa, että asiakas vastaa antamiensa tietojen paikkansa pitävyydestä; b) toteavat yleisissä sopimusehdoissa, että heillä ei ole varmistua asiakkaan antamien tietojen paikkansa pitävyydestä; ja c) dokumentoivat asiakkaan antamat tiedot entistä paremmin²⁷⁰. Tämä ei kuitenkaan vapauta neuvonantajaa velvollisuuksista, jotka seuraavat toimimisesta asiantuntijana.

Varauma ei siten välttämättä ole tehokas kaikilta osin. On esimerkiksi hyvin epätodennäköistä, että pelkkä financial due diligence -raporttiin kirjattu oletama siitä, että tarkastettu tilinpäätösaineisto on ollut ainoa, suoraan poistaisi korvausvastuuta, mikäli neuvonantajalla on kuitenkin ollut aihetta epäillä jonkin luvun tai asiakirjan aitoutta. Lisäksi liiallinen varaumien käyttö voi johtaa siihen, ettei neuvonantaja tosiasiallisesti lainkaan anna toimeksiantajalle tämän pyytämää neuvoa, jolloin koko toimeksiantoa ei tulisi täytetyksi.²⁷¹

Varaumia voidaan käyttää riskienhallinnan välineenä käyttämällä niitä rajoitettaessa epäsuorasti myös raporttiin luottanutta kolmatta kohtaan. Mikäli financial due diligence -raportissa todetaan, että se on laadittu vain asiakkaalle, tiettyä yrityskauppaa varten sekä raportin julkaiseminen kolmansille ja käyttö muihin tarkoituksiin on kielletty, ei kolmannen perusteltua luottamusta synny tavalla, jota käsiteltiin aikaisemmin luvussa 4.2.²⁷²

Vastuunäkökulmat saattavat käytännössä vaikuttaa siihen, kuinka selkää tietoa neuvonantajat välittävät asiakkailleen. Parhaassa tapauksessa financial due diligence -raportissa olevat varaukset toimivat hyvänä riski-informaationa toimeksiantajalle. Huonoimmassa tapauksessa varaukset ovat haitallisia, mikäli neuvonantajat eivät uskalla antaa mitään neuvoja toimeksiantajalleen ilman raporttiin kirjattua varaumaa. Toimeksiantajan voi olla ongelmallista perustaa päätöksentekoa lausuntoon, joka voi olla sanamuodoltaan

²⁶⁹ Peltonen 2001: 21.

²⁷⁰ Mäntysaari 2000: 273.

²⁷¹ Unger 2002: 574–577.

²⁷² Unger 2002: 579.

liian väljä ja joka ei tarjoa selkeitä toimintaohjeita. Näin ollen liikaa varaumia sisältävä due diligence -tarkastus ei välttämättä tarjoa riittävästi lisäarvoa toimeksiantajalle, jotta sen kannattaisi teettää tarkastusta ulkopuolisella asiantuntijalla.²⁷³

Loppujen lopuksi kaikissa edellä kuvatuissa vastuuriskien ennakoinnissa ja hallinnassa on kysymys yhtäältä siitä, kuinka kattavasta neuvonannosta toimeksiantajat ovat valmiita maksamaan ja toisaalta kuinka suuria riskejä neuvonantajat ovat valmiita ottamaan. Neuvonantoon liittyvien riskien ennakoimisesta aiheutuvat kustannukset allokoituvat suoraan asiakkailta perittävään hintaan. Neuvonantajan varautuminen vastuuriskeihin voi käytännössä siten muodostua kilpailutekijäksi, jolloin neuvonantajan valintaan vaikuttavat tällöin palkkiotason lisäksi neuvonannon kattavuus ja luotettavuus.²⁷⁴

5.3. Kansainvälisen rahoitus- ja sopimuskäytännön klausuulit

Kansainvälisessä sopimuskäytännössä on käytössä *representation-* ja *warranty-*klausuulit, jotka auttavat osapuolia jo neuvotteluvaiheessa luomaan tarkistuslistan ja pohjan, jonka perusteella sopimus tehdään. Niiden avulla pyritään etsimään riskejä ja analysoimaan niitä. Lakimiehet antavat rahoitussopimuksen perusteella lausuntoja niistä aiheutuvista tai aiheutumatta jäävistä oikeudellisista seurauksista. Lausunnot ovat käytännössä välttämättömiä kansainvälisessä rahoituksessa, jossa osapuolten kotipaikat ovat eri maissa. Kyseiset lausunnot liittyvät siten olennaisesti due diligence -prosessiin. Nämä klausuulit ovat eräänlaisia erikoisvaraumia, joita käytetään erityisesti yritysjärjestelyissä ja -kaupoissa.²⁷⁵

5.3.1. Representation-klausuuli

*Representation-*klausuuli on toisen sopijaosapuolen yleensä kirjallisesti annettu selonteko menneestä tapahtumasta tai olemassa olevasta tosiseikasta, joka on perustana esimerkiksi sopimuksen allekirjoitukselle. Niitä voidaan antaa yrityksen päätöksenteon asianmukaisesta rahoituksellisesta ja liiketoiminnallisesta tilasta, olemassa olevista muista sopimuksista ja annetuista vakuutuksista.²⁷⁶

²⁷³ Harsu 2004: 138.

²⁷⁴ Tikka 1999: 305.

²⁷⁵ Lauriala 2001: 102.

²⁷⁶ Rendell 1983: 3.

Selonteon perusteella asiakasyhtiölle muodostuu käsitys ongelmakohdista, ja se voi näin varautua niihin. Näin negatiivisilta seuraamuksilta voidaan tulevaisuudessa välttyä. Jos selonteko on annettu virheellisenä, voi sen vastaanottaja olla oikeutettu purkuoikeuden lisäksi vahingonkorvaukseen. New Yorkin osavaltion lain mukaan selonteon vastaanottajalla on oikeus purkaa tehty sopimus, mikäli annettu representaation osoittautuu todellisuutta vastaamattomaksi ja paikkaansa pitämättömäksi.²⁷⁷

5.3.2. Warranty-klausuuli

Warranty-klausuuli on sopimuksen tarkoitukseen ja päämäärään liittyvä viittaus, selonteko tai vakuutus. Rahoituskäytännössä on erotettu toisistaan kaksi erilaista warranty-klausuulia. Ensimmäinen on sopimuksen pätevyyteen liittyvät oikeudelliset selonteot tai vakuutukset eli *legal warranty*, ja toinen on liiketaloudelliseen tilaan ja luottokelpoisuuteen liittyvät liiketaloudelliset selonteot tai vakuutukset eli *commercial warranty*.²⁷⁸

Sopimukseen voi sisältyä ehto, joka velvoittaa toistamaan annetun warranty-klausuulin säännöllisin väliajoin koko rahoitussuhteen ajan. Tällöin edellytetään, että selonteko tai vakuutus on paikkansa pitävä sopimussuhteen loppuun asti. Yleensä selonteot ja vakuutukset sisältyvät yhteisen *representation & warranties* -otsikon alle. Annetut selonteot ja vakuutukset voivat koskea yhtiömuotoa, sopimuksen täytäntöönpanon edellytyksenä olevien päätösten asianmukaisuutta tai vakuutusta siitä, ettei sopimuksella rikota voimassaolevia säännöksiä tai ettei osapuolia vastaan olla nostettu tai tulla nostamaan oikeudenkäyntiä. Representation- ja warranty-klausuulit eivät samankaltaisuudestaan huolimatta ole kovenantteja vaan eräänlaisia työkaluja kovenanttien ja muiden sopimusehtojen muotoiluun ja käytön suunnitteluun ja toteutukseen. Pääpaino on näissä kuitenkin riskien määrittelyssä ja minimoinnissa, ja oikein käytettynä niillä on merkitystä *häiriöitä ehkäisevinä* tekijöinä.²⁷⁹

²⁷⁷ Lauriala 2001:102–103.

²⁷⁸ Wood 1995: 28–29.

²⁷⁹ Lauriala 2001:103; Wood 1995: 28–29.

6. YHTEENVETO

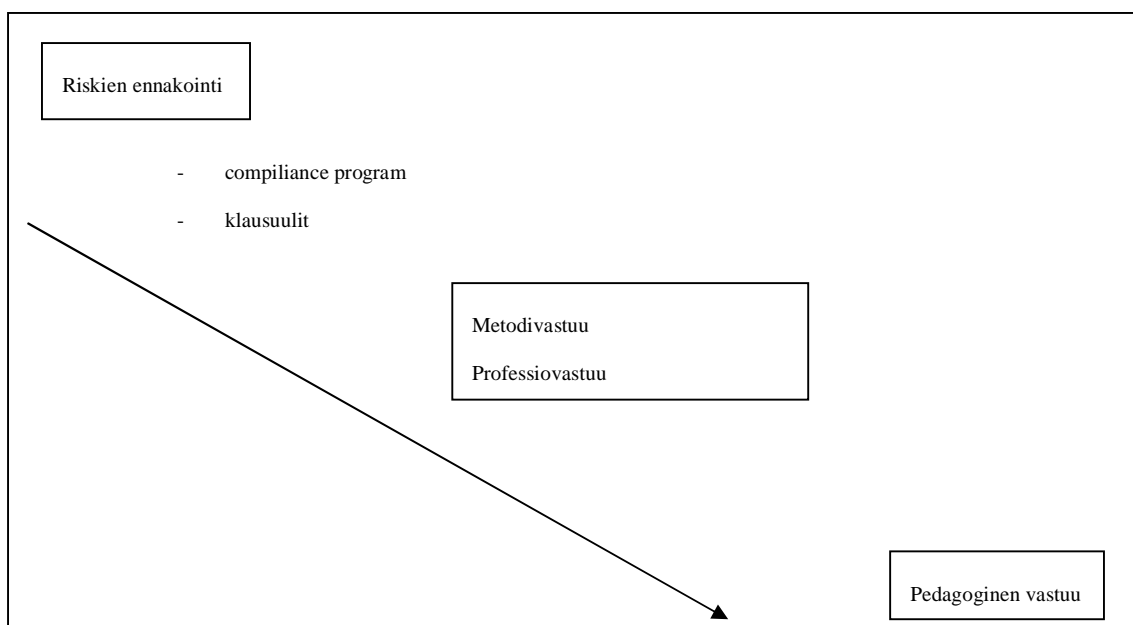
Tutkielman tarkoituksena oli selvittää, millä tavoin financial due diligence -tarkastajalle voisi seurata vahingonkorvausvastuu suorittamansa tarkastuksen perusteella. Samalla oli tarkoitus muodostaa yleisiä periaatteita, joita seuraamalla voidaan vahingonkorvausvastuuriskiä pienentää.

Tutkimus aloitettiin asettamalla due diligence -tarkastus osaksi yritysjärjestelykenttää. Tutkimuskohteeksi valittiin financial due diligence -neuvonantajan näkökulma yhtäältä, koska neuvonantajia koskevaan lain säädäntöä ei ole ja oikeustapaukset ovat vähäisiä sekä toisaalta, koska financial due diligence -tarkastus ei suoraan mene hyvän tilintarkastustavan tai hyvän asianajotavan piiriin vaan se sisältää piirteitä molemmista. Näin ollen financial due diligence -neuvonantajan vahingonkorvausvastuun edellytyksiä piti lähteä hakemaan systematisoimalla ja tulkitsemalla vallitsevaa oikeuskäytäntöä sekä hakemalla apua ulkomaisista oikeuslähteistä.

Tutkielmassa käytiin läpi myös investointipankki-termiä, sillä usein financial due diligence -neuvonantajana toimii suuri investointipankki. Tarkoituksena oli esitellä investointipankkitoimintaa sekä käydä läpi yleisimmät arvonmääritysmenetelmät, joita käytetään määritettäessä kaupankohteen arvoa.

Kuten tutkimuksessa on aiemmin todettu, on jokainen financial due diligence -tarkastus erilainen verrattuna edelliseen. Näin ollen on mahdotonta luoda yleispätevä tapa suorittaa tarkastus, josta voitaisiin varmuudella sanoa, että siitä ei seuraa vahingonkorvausvastuuta. Vahingonkorvausvastuuriskiä voidaan kuitenkin vähentää kiinnittämällä huomiota tutkimuksessa havaittuihin seikkoihin. Seuraavan sivun kuviossa 4 on pyritty luomaan yleiskatsaus financial due diligence -tarkastuksen kulkuun nimenomaan kriittisten vaiheiden osalta. Näissä vaiheissa vahingonkorvausvastuu voi tutkimuksen perusteella aktualisoitua herkimmin.

Ennen financial due diligence -tarkastus aloittamista on ennakoitava mahdolliset riskit, joita tarkastuksen edetessä voi seurata. Riskien ennakoinnissa tärkeimpänä esille nousee *compliance program* eli toimintaohjelma. Toimintaohjelmalla pyritään jo ennen itse tarkastuksen aloittamista luomaan hyväksyttävä suunta, joka osoitetaan juuri toimintaohjelman avulla. Toimintaohjelmassa ennakoidaan erilaisia häiriötilanteita ja luodaan varautumistoimia niiden varalle.



Kuvio 4. Financial due diligence -tarkastuksen kriittiset pisteet.

Toimintaohjelman avulla luodaan erilaisia skenaarioita, joita tarkastuksen aikana ja ennen kaikkea tarkastuksen jälkeen tarkastuksen kohteeseen voi vaikuttaa. Tarkastuksen kohteelle mallinnetaan erilaisia suuntia, joihin yrityksen arvo voi kehittyä, ja näille suunnille luodaan todennäköisyyksiä. Näin ollen, mikäli tarkastuksen jälkeen ilmenee mahdollisuus vahingonkorvausvastuuseen, on tarkastajalla välittömästi osoittaa asianmukaisena pidetty toimintaohjelma, jonka avulla se pystyy välttämään vahingonkorvausvastuun.

Toimintaohjelmien ohella toinen tärkeä riskien ennakointikeino financial due diligence -tarkastajalle ovat erilaiset vastuunrajoituslausekkeet sekä klausuulit. Suomen oikeudessa erilaiset vastuunrajoituslausekkeet ovat erittäin tehokkaita, sillä sopijaosapuolilla on lähtökohtaisesti vapaus sopia vahingonkorvausvastuunsa haluamallaan tavoilla. Vastuunrajoittaminen onkin hyvin yleistä konsulttitoiminnassa. Vastuunrajoituslausekkeilla voidaan sopia vastuuvakuutusikäytännöistä sekä vastuusta kolmatta kohtaan.

Vastuunrajoituslausekkeiden lisäksi käytetään kansainvälisestä rahoitus- ja sopimuskäytännöstä Suomeen rantautuneita klausuuleja. *Representation*-klausuuli on toisen sopijaosapuolen kirjallisesti antama selonteko menneestä tapahtumasta tai olemassa olevasta

tosiseikasta, joka on perustana esimerkiksi sopimuksen allekirjoitukselle. Näin saadaan selvyys mahdollisista ongelmakohtista ja niihin osataan ennalta varautua.

Toinen yleisesti käytetty klausuuli on *warranty*-klausuuli. Tämä on sopimuksen tarkoitukseen ja päämäärään liittyvä viittaus, selonteko tai vakuutus. Warranty-klausuulit jaetaan kahteen luokkaan, ensimmäiseen kuuluvat oikeudelliset selonteot tai vakuutukset ja toiseen kuuluvat liiketaloudelliseen tilaan tai luottokelpoisuuteen liittyvät selonteot tai vakuudet.

Sekä compliance program että klausuulit ovat tehokas keino osoittaa varautuminen mahdollisesti tarkastuksen aikana ilmeneviin häiriötekijöihin tai tarkastuksen jälkeen osoittaa, että tarkastus on suoritettu käyttämällä hyväksyttyä toimintaohjelmaa. Näin ollen mahdolliset häiriötekijät voidaan luokitella sellaisiksi, joihin ei ole voitu kohtuudella varautua. Ennen financial due diligence -tarkastuksen aloittamista luodut ennakoitimet kulkevat koko tarkastuksen ajan ikään kuin taustalla, ja etenkin compliance program osoittaa valittua suuntaa tarkastuksen aikana.

Financial due diligence -tarkastuksen aikana kriittisimpinä pisteinä voidaan pitää professio- ja metodivastuu kohtia. Professiovastuulla tarkoitetaan sitä vastuuta, joka erityisalan ammattilaisuus heijastaa huolellisuusvaatimukseen.

Professiovastuu ilmenee ensinnäkin työntulos- ja toimintavastuun erottelulla. Neuvontapalveluiden on ensisijaisesti katsottu kuuluvan työntekosopimusten, ei työntulosopimusten piiriin. Työnteon voidaan katsoa olevan tarkastuksen suorittamisen ensimmäinen kriittinen seikka. Mikäli financial due diligence -neuvonantaja käyttää yleisesti käytettyjä arvostusmenetelmiä²⁸⁰ yhdessä toimintaohjelmassa valitun suunnan kanssa, pienee vahingonkorvausvastuuriski.

Toinen suorituksen aikaisen kriittisen pisteen aiheuttaa metodivastuu. Metodivastuuta tarkasteltaessa huomiota kiinnitetään tarkastuksessa käytettyihin yleisiin metodeihin sekä tarkastuksen laajuuteen ja kohdentamiseen. Sopimusoikeudellisesti financial due diligence -tarkastus on lähtökohtaisesti mitoitettava siten, että yrityskaupan kohteen ostajan selonottovelvollisuus tulee täytettyä. Ostajalle on yrityskaupoissa lähtökohtaisesti asetettu laaja huolellisuusvelvoite. Financial due diligence -neuvonantaja voi vält-

²⁸⁰ Yleisinä arvostusmenetelminä tutkielmassa mainittiin kassavirtojen nykyarvomenetelmä, substanssiarvomenetelmä, vertailevat arvonnäytymismenetelmät sekä lisäarvomalli. Toimintaohjelmassa valitulla suunnalla tarkoitetaan tässä lähinnä erilaisten hyväksyttävien diskonttaustekijöiden käyttämistä.

tää vahingonkorvausvastuun osoittamalla noudattaneensa riittävää huolellisuutta tarkastusta suorittaessaan.

Riittävän huolellisen tarkastuksen arvioinnissa arvioidaan, miten sen olisi suorittanut varovainen mies, joka hallitsee itseään ja omaa omaisuuttaan. Riittävän huolellinen financial due diligence -neuvonantaja osaa käyttää oikeita metodeja sekä kohdistaa tarkastus kyseisen alan relevantteihin arvonmäärityksen kannalta olennaisiin kysymyksiin.

Financial due diligence -tarkastuksesta laaditaan raportti, joka tarkastuksen suorittamisen jälkeen annetaan toimeksiantajalle. Tämän vaiheen kriittisenä pisteenä voidaan pitää pedagogista vastuuta. Pedagogisella vastuulla tarkoitetaan sitä, että vaikka neuvonantaja olisi suorittanut tarkastuksen oikein ja antanut siitä toimeksiantajalle oikeat tiedot, mutta toimeksiantaja ei ole ymmärtänyt raportin sisältöä, voi vahingonkorvausvastuu syntyä. Financial due diligence -tarkastajan on annettava tiedot sellaisessa muodossa, että päämies ymmärtää niiden sisällön. Mikäli toimeksiantaja ei ymmärrä tai ymmärtää tarkastuksen sisällön väärin, voidaan tarkastajan katsoa toimineen huolimattomasti.

Pedagogisen vastuun piiriin voidaan katsoa myös kuuluvan neuvonantajan velvollisuus varmistua siitä, että päämiehen tavoitteet ovat selvät yrityskaupan suhteen. Financial due diligence -neuvonantajan on myös kiinnitettävä huomiota toimeksiantajan asiantuntemuksen tasoon. Tiedonantovastuun voidaan katsoa korostuvan, mikäli toimeksiantaja ei ole perehtynyt alaan. Neuvonantaja ei voi pääsääntöisesti kuitenkaan olettaa, että päämies olisi asiantuntija, joten tiedonantovelvollisuus on suuri aina raportoitaessa tuloksia.

Yleispätevää ohjetta vahingonkorvausvastuun välttämiseen ei financial due diligence -tarkastuksien osalta voida antaa. Vahingonkorvausvastuuta voidaan kuitenkin minimoida keskittymällä kriittisiin pisteisiin. Financial due diligence -tarkastuksessa on kolmessa vaiheessa kriittisiä pisteitä. Ennen työn aloittamista huomio pitää kiinnittää sopimuksen laadintaan ja siihen, miten tarkastus tullaan suorittamaan. Financial due diligence -tarkastuksen osalta tärkeimpänä varautumiskeinona voidaan pitää compliance programmi eli toimintaohjelmia. Tarkastuksen aikana erityishuomio tulee kiinnittää professio- sekä metodivastuuseen. Financial due diligence -neuvonantaja on oman alansa ammattilainen, jonka voidaan olettaa osaavan kohdistaa tarkastuksen kyseisen tarkastuksen kannalta oikeisiin asioihin. Tarkastuksen jälkeen raportoitaessa tuloksia päämiehelle on huomio kiinnitettävä pedagogiseen vastuuseen. Tulokset on esitettävä niin, että päämies ymmärtää asian oikein.

Yleisellä tasolla tarkasteltaessa financial due diligence -tarkastukset muodostavat sopimusoikeuden kannalta perinteistä poikkeavan asetelman. Sopimusoikeuden näkökulmasta vahingonkorvausvastuu perustuu sopimussuhteen rikkomukseen, mutta rikkomukset haetaan sopimussuhteen ulkopuolelta deliktivastuusta. Due diligence -tarkastuksen suorittaminen perustuu sopimukseen neuvonantajan ja toimeksiantajan välillä. Sopimusrikkomuksiin syy haetaan kuitenkin ulkopuolelta, esimerkiksi pedagogisen vastuun laiminlyönnin kautta.

Financial due diligence -tarkastus hämärtää muutenkin perinteistä sopimusoikeudellista rajanvetoa. Yleensä kun sopimussuhteessa tapahtuu virhe, aletaan vasta sen jälkeen arvioida huolimattomuutta, ja aiheuttaako se vahingonkorvausvastuun. Financial due diligence -tarkastus rajan veto on vaikeampaa, sillä tarkastus voi olla huolimattomasti suoritettu, vaikka sopimussuhteessa ei olisikaan tapahtunut varsinaista virhettä. Tarkastus voi näin olla suoritettu sopimuksen mukaisesti, mutta tarkastuksen suorittaminen ei ole ollut riittävän huolellista.

Lopuksi yhteenvetona voidaan mainita financial due diligence -tarkastuksen muodostavan sopimus- ja vahingonkorvausoikeuden näkökulmasta hajanaisen kokonaisuuden. Neuvonantajien vastuuta ei ole säädetty lailla ja tapauksia koskeva oikeuskäytäntö on hajanaista, koska tapaukset pyritään yleensä sopimaan välimiesmenettelyssä. Yleistä kuitenkin kaikille neuvonantajien vahingonkorvausvastuulle on ammatin myötä tullut korotetun huolellisuuden velvoite.

Financial due diligence -neuvonantajan on lähtökohtaisesti oman alansa ammattilainen, jolla voidaan olettaa olevan taito suorittaa tarkastus riittävän huolellisesti, ja toisaalta osaavan kertoa tarkastuksesta saadut tiedot toimeksiantajalle ymmärrettävässä muodossa. Neuvonantajan on myös omattava näkemys yleisestä tarkastettavan kohteen toimialasta ja kyettävä luomaan tämän pohjalta toimintaohjelma, jonka pohjalta riittävän huolellinen financial due diligence -tarkastus voidaan suorittaa.

LÄHDELUETTELO

- Aarnio, Aulis (1989). *Laintulkinnan teoria: Yleisen oikeustieteen oppikirja*. Porvoo-Helsinki-Juva: Werner Söderström Osakeyhtiö.
- Advani, Reuben (2006). *Wall Street MBA: Your Personal Crash Course in Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill Companies.
- Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495.
- Astola, Tiina (1990). *Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.
- Asuntokauppalaki 23.9.1994/843.
- Banks, Erik (2004). *Working the Streets: What you need to Know About Life on Wall Street*. New York: Palgrave Macmillan.
- Blomquist, Lars, Nils Blummé & Anna-Maija Simola (1997). *Due Diligence ja arvonnäilytys yrityskaupoissa*. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Blomquist, Lars, Nils Blummé, Eero Lumme, Tomi Pitkänen & Lennart Simonsen (2001). *Due Diligence osana yrityskauppaa*. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers & Franklin Allen (2008). *Principles of Corporate Finance*. Ninth Edition. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bryan Cave Corporate Finance -toimiston ohje Sarbanes-Oxley Act 307 §:n tarkoituksesta (*SEC Proposes Rules Under Section 307 of Sarbanes-Oxley*), 6.11.2002 [siteerattu 6.2.2009] Saatavana World Wide Webistä: [URL: <http://www.bryancave.com/files/Publication/5cee329a-2aea-48ac-9d90-8e32eb1ee469/Presentation/PublicationAttachment/dcbc0545-9cee-4c11-a922-8fdbddc2150e/LDN-Section%20307%20Rules%2011-02.pdf>].
- Coase, Ronald H. (1960). The Problem of Social Cost. Teoksessa: *Journal of Law and Economics*, vol. 3/1960, 1-44. Chicago: University of Chicago, Law School.

- Deger, Renee (2002). *Leaning on the lawyers*. [online] California's legal news source, 11.4.2002 [siteerattu 11.3.2009]. Saatavana World Wide Webistä: [URL: <http://www.law.com/regionals/ca/stories/edt0411a.shtml>].
- Fleuriet, Michel (2008). *Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry*. London: McGraw-Hill.
- Haapanen, Petri (2003). *Tilintarkastajan vahingonkorvausvastuu*. Helsinki: Helsingin yliopisto.
- Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeustoimen kohtuullistamista koskevaksi lainsäädännöksi. HE 247/1981 vp.
- Hallituksen esitys Eduskunnalle kauppalaiksi. HE 93/1986 vp.
- Halila, Heikki & Mika Hemmo (1996). *Sopimustyyppit*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.
- Harsu, Johanna (2004). Due diligence – toimeksianto ja asianajajayhtiön korvausvastuu. Teoksessa: *Oikeustiede Jurisprudentia, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja 2004*, 45–152. Toim. Pekka Vihervuori, Antti Jokela, Matti Ilmari Niemi ja Pekka Timonen. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Haussila, Petri (2002). Yhtiön ja yhtiön johdon velvollisuudet ja vastuu arvopaperimarkkinoilla. Teoksessa: *Yrityksen ja yhteisön vastuuriskit – oikeudellisen riskienhallinnan perusteet*, 245–323. Toim. Ilkka Aalto-Setälä, Mikko Amper, Petri Haussila, Mika Hemmo, Sari Lintumaa, Jorma Saloheimo, Pekka Salomaa, Harry Strömberg ja Jouko Tuomainen. Helsinki: Tietosanoma Oy.
- Hellner, Jan (1993). *Speciell avtalsrätt. 2, Kontraktsrätt, 2. häftet. Allmänna ämnen*. Stockholm: Juristförlaget.
- Hemmo, Mika (1994). *Vahingonkorvauksen määräytymisestä sopimussuhteissa: siviilioikeudellinen tutkimus*. Helsinki: Lakimiesyhdistys.
- Hemmo, Mika (1995). Vastuunrajoitusehdoista asianajotoiminnassa. Teoksessa *Defensor Legis 4/1995*, 566–586. Helsinki: Suomen asiainajajaliitto.

- Hemmo, Mika (1998). *Sopimus ja delikti: tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuunmuodoista*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.
- Hemmo, Mika (2001). Sopimuskonfliktien syistä ja niiden torjumisesta. Teoksessa: *Asianajotoimisto Borenius ja Kempainen 90 vuotta*, 51–72. Toim. Heidi Arvanne-Potrykus, Seppo Kempainen, Herri Lindroth, Ritva-Liisa Luomaranta, Susanna Tenhunen ja Nina Wilkman. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Hemmo, Mika (2003 a). *Sopimusoikeus I*. Helsinki: Talentum.
- Hemmo, Mika (2003 b). *Sopimusoikeus II*. 2. Painos. Helsinki: Talentum.
- Hemmo, Mika (2005 a). *Vahingonkorvausoikeus*. Helsinki: WSOY Pro.
- Hemmo, Mika (2005 b). *Sopimusoikeus III*. Helsinki: Talentum
- Hitt, Michael A., Jeffrey S. Harrison & Duane R. Ireland (2001). *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford: Oxford University Press.
- Howson, Peter (2003). *The Critical Stage in Acquisition and Mergers*. Surrey: Gower Publishing Limited.
- Hultmark, Christina (1992). *Kontraktbrott vid KÖP AV AKTIE*. Stockholm: Juristförlaget.
- Immonen, Raimo (2000 a). *Yritysjärjestelyt: menettelyt ja verokohtelu*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.
- Immonen, Raimo (2000 b). *Yritysmuodot ja liiketoiminta*. Helsinki: Kauppakaari: Lakimiesliiton kustannus.
- Jaatinen, Heikki (2000): *Oikeushenkilön rangaistusvastuu*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

Johnson, Tom (2000). *That's AOL folks....* [online] CNNMoney.com, 10.1.2000 [siteerattu 19.12.2008]. Saatavana World Wide Webistä: [URL: http://money.cnn.com/2000/01/10/deals/aol_warner/].

Kallunki, Juha-Pekka & Jaakko Niemelä (2004). *Uusi yrityksen arvonmääritys*. Helsinki: Talentum Media Oy.

Kauppakaari 31.12.1734/3.

Kauppalaki 27.3.1987/355.

Kasso, Matti (2001). *Asunto- ja kiinteistökauppa*. Helsinki: Kauppakaari, lakimiesliiton kustannus.

Kiiha, Jarkko (2002). *Yritystoiminnan ulkoistaminen ja sopimusvastuu*. Helsinki: Kauppakaari: Lakimiesliiton kustannus.

Kleinman, Jan (1998). Rådgivares informationansvar – en probleminventering. I: *Svensk Juristtidning 3/1998*, 185-211. Uppsala: Iustus Förlag.

Koivu, Eila & Juha-Pekka Myllymäki (1999). Tarkastajan tehtävät due diligence - tutkimuksessa. Teoksessa: *Tilintarkastus-Revision 3/1999*, 180–186. Helsinki: Tilintarkastajayhdistys.

Konsulttitoiminnan yleiset sopimusehdot 1995. Saatavana World Wide Webistä: [URL:<http://www.skolry.fi/easydata/customers/skolry/files/hankinta/10574.pdf>].

Kuluttajansuojalaki 20.1.1978/38.

Kurkela, Matti S. & Kaarina Ståhlberg (1997). ”Due diligence” yrityskaupassa ja osakkeen omistajan oikeus saada tietoja julkisesta osakeyhtiöstä. Teoksessa: *Defensor Legis 6/1997*, 914–920. Helsinki: Suomen asainajajaliitto.

Lappalainen, Juha, Dan Frände, Erkki Havansi, Risto Koulu, Johanna Niemi-Kiesiläinen, Anna Nylund, Jaakko Rautio, Juha Sihto & Jyrki Virolainen (2007). *Prosessioikeus*. 2. Painos. Helsinki. WSOYPro.

Laki kiinteistöjen ja vuokrahuoneistojen välityksestä 15.12.2000/1074.

Laki sijoituspalveluyrityksistä 26.10.2007/922.

Laki vakuutusedustuksesta 15.7.2005/570.

Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228.

Lauriala, Jari (2001). *Kontrolli, riski ja informaatio: tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista ja liiketoimintariskeistä sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus-oikeuden ympäristössä*. Helsinki: Talentum Media Oy.

Lauriala, Jari (2008). *Rahoitusstrategia: modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*. Helsinki: WSOYpro.

Lindholm, Tomas & Eeva Hakoranta (1997). Myyjän virhevastuusta ja kaupan kohteen ennakkotarkastuksesta yrityskaupassa. Teoksessa: *Defensor Legis 1/1997*, 75–93. Helsinki: Suomen asainajajaliitto.

Mattila, Pauli K (1984). *Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa: erityisesti silmällä pitäen kiinteää omaisuutta ja yritysvarallisuutta*. Helsinki: Suomen lakimiesliiton kustannus.

Maakaari 12.4.1995/540.

Macey, Jonathan R. & Geoffrey P. Miller (1992). *Banking Law and Regulation*. Boston: Little, Brown and Company.

Mononen, Marko (2004). Onko sopimusoikeudessamme yhtenäistä vastuuperustetta? Teoksessa *Lakimies 7-8/2004*, 1379-1397. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Mäntysaari, Petri (1996). Tilintarkastajan vahingonkorvausvelvollisuus kolmanteen nähden. Teoksessa: *Defensor Legis 2/1996*, 175–195. Helsinki: Suomen asainajajaliitto.

- Mäntysaari, Petri (1997). Törkeä huolimattomuus ja tilintarkastajan vastuuvakuutus. Teoksessa: *Defensor Legis* 6/1997, 841–861. Helsinki: Suomen asianaajajaliitto.
- Mäntysaari, Petri (2000). Verokonsultin vastuusta. Teoksessa: *Defensor Legis* 2/2000, 245–273. Helsinki: Suomen asianaajajaliitto.
- Määttä, Kalle (2007). *Uusi kilpailunrajoituslaki*. Helsinki: Edita Publishing. Saatavilla World Wide Webistä: [URL: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/4437.pdf/>].
- Norros, Olli (2007). Asiantuntijan vastuu sivullista kohtaan. Teoksessa: *Defensor Legis* 5/2007, 699–718. Helsinki: Suomen asianaajajaliitto.
- Norros, Olli (2008). Vahingonkorvaus asiantuntijanpalveluissa. Teoksessa: *Lakimies* 4/2008, 637–643. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.
- Oikeudenkäymiskaari 1.1.1734/4.
- Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (2003). Saatavana World Wide Webistä: [URL: <http://www.om.fi/19380.htm>].
- Oxford English Dictionary (1991). Saatavilla World Wide Webistä: [URL: <http://dictionary.oed.com/>].
- Peltonen, Jukka (2001). Asianajajan vahingonkorvausvastuusta sekä sen laki- ja sopimusperusteisistä rajoituksista. Teoksessa: *Defensor Legis* 1/2001, 4-30. Helsinki: Suomen asianaajajaliitto.
- Peltonen, Jukka (2008). *Salassapitovelvollisuus ja -oikeus välimiesmenettelyssä*. Helsinki: Edilex. Saatavilla World Wide Webistä: [URL: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5003/>].
- Posner, Richard A. (2003). *Economic Analysis of Law*. 6th edition. New York: Aspen Publishers.
- Pöyhönen, Juha (2000). *Uusi varallisuus-oikeus*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

- Reed, Stanley, Alexandra Lajoux & Charles M. Elson (2000). *The Art of M&A Due Diligence. Navigating Critical Steps and Undercoverign Crucial Data*. New York : McGraw-Hill.
- Rendell, Robert S. (1983). *International financial law*. Second edition. London: Euro-money.
- Reuvid, Jonathan (2007). *Mergers and Acquisition*. London: Kogan Page.
- Rogers, Albert, John Trotter, Wilhelm G. van Hassel, James R. Walsh, Ralph P. Kröner (1995). *Liability of Lawyers and Indemnity Insurance*. The Hague : Kluwer Law International : International Bar Association.
- Routamo, Eero & Pauli Ståhlberg (2000). *Suomen vahingonkorvausoikeus*. 4. painos. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.
- Saarnilehto, Ari, Mika Hemmo & Leena Kaartio (2001). *Varallisuus oikeus*. Helsinki: WSOY Lakitieto.
- Sahiluoma, Veijo (2009). *Time Warner ja AOL eroavat 9. joulukuuta*. [online] Kauppalehti, 18.11.2009 [siteerattu 26.11.2009]. Saatavana World Wide Webistä: [URL: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/talous/uutiset/etusivu/uutinen.jsp?oid=2009/11/27987&ext=rss>].
- Sarbanes-Oxley Act of 2002. Saatavana World Wide Webistä: [URL: http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_cong_bills&docid=f:h3763enr.tst.pdf].
- Savela, Ari (2006). *Vahingonkorvaus osakeyhtiössä*. Helsinki: Talentum.
- Statens offentliga utredningar 2002: 41. *Konsumentskydd vid finansiell rådgivning*. Stockholm: Integrations- och jämställdhetsdepartementet. Saatavana World Wide Webistä: [URL:<http://www.regeringen.se/content/1/c4/04/72/db9ece41.pdf>].
- Stefanowski, Robert (2007). *Making M&A deals happen*. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Steinberg, Marc I. (1996). *Understanding securities law*. New York: Bender.

Syrjänen, Jani (2003). Arvopaperimarkkinalain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuotamusedellytys ja due diligence. Teoksessa: *Arvopaperimarkkinat*. 93–114. Toim. Ari-Matti Nuutila & Ari Saarnilehto. Turku: Turun Yliopisto. Saatavana World Wide Webistä: [URL: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/536.pdf>].

Tikka, Kari S. (1999). Vahingonkorvausvastuusta verokonsultoinnissa. Teoksessa: *Jukka Peltonen 60 vuotta*, 295–307. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

Tilintarkastuslaki 13.4.2007/459.

Timonen, Pekka (1998). Oikeustaloustiede – mitä se on? Teoksessa: *Lakimies 1/1998*, 100–114. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Turtiainen, Matti (2005). *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Helsinki: Edita Publishing.

Unger, Sven (2002). Professionsansvar för advokater och andra rådgivare – omfattning, försäkringsmöjligheter och friskrivningsklausuler. Teoksessa: *Förhandlingar vid 36 nordiska juristmötet i Helsingfors 15-17 augusti 2002*, 571-586. Jyväskylä: Gummerus.

U.S. Securities Act of 1933. Saatavana World Wide Webistä: [URL: <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/>].

Vahingonkorvauslaki 31.5.1974/412.

Välimäki, Kaj (2000). Ulkopuolinen asiantuntija ja ostajan selonottovelvollisuus käytetyn asunnon kaupassa. Teoksessa: *Defensor Legis 6/2000*, 959–973. Helsinki: Suomen asiantuntijaliitto.

Wiklund, Raimo (2008). *Yrityksen arvonnäilyksestä eräissä tilintarkastajan erityistehtävissä*. Vaasa: Vaasan yliopisto.

Wood, Philip R. (1995). *International finance, international loans, bonds and securities regulation*. London: Sweet & Maxwell.

Ylänkö, Olavi (1981). *Asianajajan velvollisuuksista päämiestä kohtaan asianajotoiminnassa*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.