



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution– Department	
Tekijä/Författare – Author Ella Soldan			
Työn nimi / Arbetets titel – Title Julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen toimivalta yhtiön omien osakkeenomistajien välisessä valtataistelussa			
Oppiaine /Läroämne – Subject Kauppaoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma	Aika/Datum – Month and year Tammikuu 2017	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages XIX + 89	
Tiivistelmä/Referat – Abstract			
<p>Tutkimuksen tarkoitus on selvittää, onko osakeyhtiölaista <i>de lege lata</i> johdettavissa sääntö, joka velvoittaisi julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen saattamaan ostotarjousta vastustavista toimista päättämisen yhtiökokoukselle. Toisin kuin pörssi-yhtiössä vastaavankaltaista tilannetta sääntelevä AML 11:14, joka velvoittaa, tietyin poikkeuksin, pörssi-ilistatun kohdeyhtiön hallituksen saattamaan puolustautumistoimista päättämisen yhtiökokouksen arvioitavaksi, OYL ei sisällä spesifiä ostotarjoustilanteessa toimielinten kompetenssirajoja sääntelevää normia. Siten julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa rajaavat OYL:n säännökset hallituksen toimivallasta ja kelpoisuudesta.</p> <p>Perinteisesti hallituksen yleistoimivallan on katsottu olevan hyvin laaja, ja modernin osakeyhtiöoikeuden kanta on, että hallituksella on oikeus päättää yleistoimivaltansa turvin myös poikkeuksellisen laajakantoisista ja merkittävistä asioista, kunhan nämä toimet eivät ylitä yhtiöjärjestyksen toimialamääräystä ja ovat toiminnan tarkoituksen mukaisia. Tutkimus testaa tämän kannan istuvuutta ostotarjoustilanteeseen, joka on korostuneen intressikonfliktinen tilanne.</p> <p>Tutkimuksen kanta on, ettei modernin osakeyhtiöoikeuden näkemys yhtiöjärjestyksen toimialamääräyksestä ja toiminnan tarkoituksen mukaisuudesta hallituksen toimivallan rajaajana täysin istu valtataistelutematikkaan, sillä kysymys toimialasta ei aktualisoidu ostotarjoustilanteesta. Lisäksi kysymys toiminnan tarkoituksesta on erityisen haastava ostotarjoustilanteessa. Siksi julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa on tarkasteltava tilannekohtaisesti OYL:n yleisien oppien ja 13 luvun varojenjakosäännösten pohjalta. Merkittävien intressikonfliktien takia OYL:n yleiset opit ja OYL 13 luvun varojenjakosäännökset useimmissa tilanteissa puoltaisivat sitä, että hallituksen tulisi saattaa valtataistelutilanteessa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokouksen arvioitavaksi. Hallituksen toimivallan ulkorajojen määrittäminen edellyttää siten tapauskohtaista arviointia. Lisähaasteensa yleisien oppien näyttäytymiseen julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön ostotarjoustilanteessa muodostaa se, että tutkimuksen kohteena on tilanne, jossa kohdeyhtiön omat osakkeenomistajat taistelevat yhtiön määräysvallasta.</p> <p>Tutkimuksen viimeisessä tarkastelukappaleessa analysoidaan, miksi pörssi-yhtiöitä ja julkisesti noteeraamattomia yhtiöitä säännellään vastaavankaltaisessa ostotarjoustilanteessa erilailla. Pörssi-yhtiön hallituksen toimivalta ostotarjoustilanteessa on tarkasti säännelty AML 11:14:ta pääsääntöisesti velvoittaessa kohdeyhtiön hallitusta saattamaan puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle. Syyt pörssi-yhtiöiden ja listaamattomien yhtiöiden erilaiselle sääntelylle johtuvat keskeisesti siitä, että AML:n julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely painottaa erityisesti sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan. Osin erilaisesta sääntelyn suojan kohteesta riippumatta, myös julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osalta olisi painavia perusteita hallituksen velvollisuudelle saattaa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle.</p> <p>Tutkimuksen lopputulos on, että huolimatta yleisestä näkemyksestä hallituksen yleistoimivallan laajuudesta, myös julkisesti noteeraamattomassa kohdeyhtiössä hallituksen toimivalta on rajattu. Hallituksen toimivallan rajat, ja velvollisuus pääsääntöisesti saattaa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle, on tapauskohtaisesti johdettavissa OYL:n yleisistä opeista ja OYL 13 luvun varojenjakosäännöksistä. Tästä huolimatta, tutkimus näkee tarvetta <i>de lege ferenda</i> lisätutkimukselle siitä, kuinka OYL - pohjaisesti kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa voitaisiin rajata täsmällisellä normilla.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords Julkinen ostotarjous, toimivalta, yhdenvertaisuusperiaate, määräysvalta, listaamaton yhtiö, hallituksen toimivalta, vihamielinen yritysvaltaus			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

**JULKISESTI NOTEERAAMATTOMAN OSAKEYHTIÖN HALLITUKSEN
TOIMIVALTA YHTIÖN OMIEN OSAKKEENOMISTAJIEN VÄLISESSÄ
VALTATAISTELUSSA**

Ella Soldan
Pro gradu -tutkielma
Tammikuu 2017
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta

SISÄLLYSLUETTELO

SISÄLLYSLUETTELO	I
LÄHDELUETTELO	III
Virallisaineisto	III
Hallituksen esitykset	III
Muut virallislähteet	III
Itsesääntely	III
Finanssivalvonnan määräykset, ohjeet ja tulkinnat	IV
EU	IV
Ruotsalainen virallisaineisto	IV
Kirjallisuus	V
Muut lähteet	XVII
Internet-lähteet	XVII
Oikeuskäytäntö	XVIII
Lyhenteet	XIX
1 JOHDANTO	1
1.1 Taustaa	1
1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen rajausta	3
1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto	5
1.4 Tutkimuksen rakenne	6
2 OSAKEYHTIÖN VALTASUHTEET	9
2.1 Johdanto	9
2.2 Osakeyhtiössä edistettävät intressit	9
2.3 Päämies-agenttisuhteista	10
2.3.1 Päämies-agenttiteoria	10
2.3.2 Johdon ja osakkeenomistajien välisestä päämies-agenttisuhteesta	11
2.3.3 Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisestä päämies-agenttisuhteesta	13
2.3.4 Määräysvaltamarkkinat agentin valvojana	15
2.4 Mitä on osakeyhtiön määräysvalta ja kenellä sen tulisi olla?	16
2.4.1 Määräysvallan tyypit	16
2.4.2 Määräysvallan merkitys	17
2.4.3 Määräysvaltaa käyttävä taho	18
3 HALLITUKSEN TOIMIVALLASTA JA KELPOISUUDESTA	22
3.1 Tausta – hallituksen ja yhtiökokouksen organisatorisesta asemasta	22
3.2 Hallituksen ja yhtiökokouksen kelpoisuudesta ja toimivallasta	25
3.2.1 Kelpoisuus ja toimivalta käsitteinä	25
3.2.2 Kelpoisuuden ja toimivallan erottaminen	27
3.2.3 Hallituksen toimivallasta ja kelpoisuudesta	29
3.2.4 Yhtiökokouksen toimivallasta ja kelpoisuudesta	31
3.3 Hallituksen yleistä toimivallasta kuuluvan asian siirtäminen yhtiökokoukselle	33
3.3.1 Yksimieliset osakkeenomistajat	33
3.3.2 Hallituksen oikeus siirtää asia yhtiökokoukselle	35
3.3.3 Hallituksen velvollisuus alistaa asian käsittely yhtiökokoukselle	37
3.3.3.1 Tausta – kysymyksen problematisointi	37
3.3.3.2 Perinteinen näkemys siirtovelvollisuuteen	39
3.3.3.3 Modernin osakeyhtiöoikeuden kanta – toimialan merkitys	42
3.4 Hallituksen toimivalta sen omien osakkeenomistajien välisessä valtataistelussa	45
4 OSAKEYHTIÖLAIN YLEISET OPIT KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN TOIMIVALLAN RAJAAJINA	47
4.1 Johdanto	47
4.2 Yhtiön toiminnan tarkoituksen vaikutus kelpoisuuden ja toimivallan arvioinnissa	47
4.2.1 OYL 1:5:n merkitys	47
4.2.2 Voitto ja sen tuottamisen aikajänne	49

	4.2.3	Voiton tuottamisen subjekti ostotarjoustilanteessa	51
	4.2.4	Toimialan vaikutus	52
4.3		Yhdenvertaisuusperiaate	53
	4.3.1	Johdanto	53
	4.3.2	Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate	54
	4.3.2.1	Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö	54
	4.3.2.2	Yhdenvertaisuusperiaatteen suojan ulottuvuus	55
	4.3.3	Arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate	58
	4.3.3.1	Tasapuolisuuden periaate	58
	4.3.4	Periaatteiden vertailu	60
	4.3.4.1	Periaatteiden yhteismitallisuus	60
	4.3.4.2	Periaatteiden kohde	61
	4.3.5	Yhdenvertaisuusperiaatteen näyttäytyminen julkisesti noteeraamattoman yhtiön ostotarjouksessa	65
4.4		Lojaliteettiperiaate	66
	4.4.1	Jako huolellisuuteen ja lojaliteettiin	66
	4.4.2	Lojaliteettiperiaatteen kohde	67
	4.4.2.1	Taho, jonka intressejä johdon tulee edistää	67
	4.4.2.2	Lojaliteettiperiaatteen suojan kohteena olevat osakkeenomistajat	69
	4.4.3	Lojaliteettiperiaatteen vaikutus johdon toimintaan ostotarjoustilanteessa	70
4.5		OYL 13 luvun varojen jakoa koskevat säännökset	71
4.6		Kokoavia näkökohtia	73
5		PEILAUUS ARVOPAPERIMARKKINALAKIIN	75
	5.1	Johdanto	75
	5.2	Teorian tasolla	75
	5.2.1	Osakeyhtiölain suojan kohde	75
	5.2.2	Arvopaperimarkkinalain ja erityisesti julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn suojan kohde	76
	5.2.3	Syyt listattujen ja listaamattomien yhtiöiden erilaiselle sääntelylle ostotarjoustilanteessa	79
5.3		Käytännön taso – AML 11:14:n velvollisuus siirtää asia yhtiökokoukselle	80
	5.3.1	AML 11:14 sääntelytausta	80
	5.3.2	Säännöksen sisältö	82
	5.3.3	Tilanteita joissa hallituksen ei tarvitse siirtää asia yhtiökokoukselle	83
	5.3.3.1	Johdanto	83
	5.3.3.2	AML 11:14 mahdollistamat poikkeukset siirtovelvollisuuteen ja analogia julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin	84
5.4		Sääntelyn riittämättömyydestä	87
6		LOPUKSI	89

LÄHDELUETTELO

Virallisaineisto

Hallituksen esitykset

Hallituksen esitys n:o 157 (1988 vp) Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi

Hallituksen esitys n:o 89 (1996 vp) Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi

Hallituksen esitys n:o 6 (2006 vp) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta

Hallituksen esitys n:o 32 (2012 vp) Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

Muut virallislähteet

Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla: arvopaperikaupakomitean II osamietintö. KM 1989:36.

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Työryhmämietintö 2003:4

Lausunnot osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä. Oikeusministeriö lausuntoja ja selvityksiä 2003:39

Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus. Työryhmän muistio 2011. Liite 2 Muistio: Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunnan tulevaisuus ja sen vaihtoehdot

TaVM 11/2012 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi arvopaperimarkkinalainsäädännöksi.

Itsesääntely

Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista. Joulukuu 2006.

Yrityskauppautakunnan arvopaperimarkkinalain uudistamista koskeva arviomuistio. Laatinut Leena Linnainmaa 30.9.2008

Helsinki Takeover Code / Ostotarjouskoodi. Tammikuu 2014.

Asialuettelo listaamattomien yhtiöiden hallinnoinnin kehittämiseksi. Huhtikuu 2016.

Finanssivalvonnan määräykset, ohjeet ja tulkinnat

Fivan määräykset ja ohjeet 9/2013: Julkinen ostotarjous ja ostotarjousvelvollisuus (Fivan MOK 9/2013)

EU

EU:n sekundaarioikeus

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista (ostotarjousdirektiivi).

Valmisteluasiakirjat

COM (85) 310 final. White Paper from the Commission to the European Council. Completing the Internal Market. Brussels, 14 June 1985.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002.

Commission Staff Working Document. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids. Brussels, 21.02.2007. SEC(2007) 268.

Ruotsalainen virallisaineisto

Regeringens proposition 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv betänkande från Ägarutredningen

Regeringens proposition 2005/06:140 Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:13. Framställningen rör tolkning av 5 kap. 1 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) avseende försvarsåtgärder i samband ett sådant erbjudande.

Aktiemarknadsnämndens takeover regler för reglerade marknader. Framtagna av Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2015-02-01.

Kirjallisuus

Aarbakke, Magnus – Marthinussen, Hans

Aksjeloven: lov om aksjeselskaper av 4. juni 1976 nr. 59. Oslo 1987. (Aarbakke – Marthinussen 1987)

Aarnio, Aulis

Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. Porvoo 1989. (Aarnio 1989)

Airaksinen, Manne

Onnistuiko vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistus? Defensor Legis. 4/2013. (Airaksinen 2013)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa

Osakeyhtiölaki I. Helsinki 2007. (Airaksinen ym. 2007a)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa

Osakeyhtiölaki I. Helsinki 2010. (Airaksinen ym. 2010a)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa

Osakeyhtiölaki II. Helsinki 2010. (Airaksinen ym. 2010b)

Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier

Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa the Anatomy of Corporate Law. Oxford University Press 2009. (Armour – Hansmann – Kraakman 2009)

Armour, John – Hansmann Henry – Kraakman Reinier

What is Corporate Law? Teoksessa the Anatomy of Corporate Law. Oxford University Press 2009. (Armour – Hansmann – Kraakman 2009b)

Armour, John – Skeel, David A. Jr.

Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation. The Georgetown Law Journal. Vol. 95 - Issue 6, 2007. (Armour – Skeel 2007)

Astola, Tiina

Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990. (Astola 1990)

Astola, Tiina

Corporate Takeovers through the Public Market. Teoksessa Finnish National Reports to the Fourteenth Congress on the International Academy of the Comparative Law. Toimittanut Antti Suviranta. Helsinki 1994. (Astola 1994)

Bainbridge, Stephen M.

Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Northwestern University Law Review*. Vol. 97, Issue 2, 2002 - 2003. (Bainbridge 2003)

Bainbridge, Stephen M.

Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers. *Delaware Journal of Corporate Law*. Issue 31, 2006. (Bainbridge 2006)

Bebchuk, Lucian

The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*. Vol. 118, No. 3, 2005. (Bebchuk 2005)

Bergström, Clas – Samuelsson, Per

Aktiebolagets grundproblem. Göteborg 2001. (Bergström - Samuelsson 2001)

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner

The Modern Corporation and Private Property. New York 1947. (Berle - Means 1947)

Black, Bernard S.

Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review*. Vol. 89, Issue 3, 1990. (Black 1990).

Broneus, Sandra – Stattin, Daniel

Aktiemarknadsbolags förberedelser inför takeover-erbjudanden. *Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet*. No. 1, 2010. (Broneus – Stattin 2010)

Castrén, Matti

Corporate Governance: The Responsibilities of the Board of Directors and the Supervisory Board. Teoksessa the Finnish national reports to the XVth Congress of the International Academy of Comparative Law. Bristol 1998. Toimittanut Tore Modeen. (Castrén 1998)

Cederberg, Lauri

Lisiä oppiin yhtäläisyysperiaatteen soveltamisesta kauppayhtiöitä säännöstelevässä oikeudessa. Teoksessa Lauri Cederberg: kirjoitelmia. Helsinki 1934. (Cederberg 1934)

Clausen, Nils Jul – Sørensen, Karsten Engsig

Takeover bids: the Danish, Norwegian and Swedish Regulations to be challenged by the 13th Company Law Directive. Copenhagen 1998. (Clausen - Sørensen 1998)

Coffee, John C.

Shareholders versus managers: the strain in the corporate web. *Michigan Law Review*. Vol. 85, Issue 2, 1986 - 1987. (Coffee 1986)

Davies, Paul – Schuster, Edmud-Philipp – van de Walle de Chelcke, Emilie

The Takeover Directive as a Protectionist Tool? ECGI Working Paper Series in Law. Working Paper No. 141/2010. (Davies – Schuster– van de Walle de Chelcke 2010)

Doepel, Andreas – Fogelholm, Christian – Karanko, Antti – Saanio, Ari-Pekka – Wilkman, Nina

Yrityskaupan sopimukset. Teoksessa Yrityskauppa. Toimittanut Mikko Katramo, Jari Lauriala, Ismo Matinlauri, Jaakko Niemelä, Karin Svennas ja Nina Wilkman. Helsinki 2013. (Doepel ym. 2013)

Dotevall, Rolf

Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör: en aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Stockholm 1989. (Dotevall 1989)

Easterbrook Frank H. – Fischel Daniel R.

The Corporate Contract. Columbia Law Review. Volume 89, Issue 7 (1989). (Easterbrook – Fischel 1989)

Eisenberg, Melvin A.

The Structure of a Corporation. Boston 1976. (Eisenberg 1976)

Fischel, Daniel R

Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers. Texas Law Review. No. 57, Issue 1, 1978. (Fischel 1978)

Gerner-Beuerle, Carsten – Kershaw, David – Solinas, Matteo

Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia about Corporate Law in European Takeover Regulation. London School of Economics and Political Science Law Department. LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2011. (Gerner-Beuerle – Kershaw – Solinas 2011)

Gorzala, Jeanette

The art of hostile takeover defence: the roadmap to fighting corporate raiders. Diplomica Verlag 2010, e-kirja, käytettävissä yliopiston verkossa. Vierailtu viimeksi 4.9.2016. (Gorzala 2010)

Harju, Ilkka – Kaisanlahti, Timo – Kajala, Ville – Ilmonen, Klaus

Yritystostotarjousdirektiivin täytäntöönpano. Valtiovarainministeriö 5/2005. Työryhmä muistioita. (Harju ym. 2005)

Hirvonen, Ari

Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki 2011. (Hirvonen 2011)

Huttunen, Allan

Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Helsinki 1984. (Huttunen 1984)

Häyrynen, Janne – Ville, Kajala

Uusi arvopaperimarkkinalaki. Viro 2013. (Häyrynen – Kajala 2013)

Ilmonen, Klaus

Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives. Helsinki 2016. (Ilmonen 2016)

Immonen, Raimo

Yritysjärjestelyt. Helsinki 2006. (Immonen 2006)

Immonen, Raimo

Yritysjärjestelyt. Talentum Media Oy:n kustantama e-kirja, joka on sisällöltään sama kuin vuonna 2015 ilmestynyt samanniminen kirja. Vierailtu viimeksi 26.9.2016. (Immonen 2015)

Immonen, Raimo – Villa, Seppo

Osakeyhtiön varojen käyttö. Talentum Media Oy:n kustantama e-kirja, joka on sisällöltään sama kuin vuonna 2015 ilmestynyt samanniminen kirja. Vierailtu viimeksi 3.1.2017. (Immonen – Villa 2015)

Jensen, Michael C.

Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives. Vol. 2, No. 1, 1988. (Jensen 1988)

Jensen, Michael C. – Meckling, William H.

Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. Lyhennelmä teoksessa Foundations of Corporate Law. Toimittanut Roberta Romano. New York 1993. Artikkelin on julkaistu alunperin Journal of Economics -lehdessä vuonna 1976. (Jensen – Meckling 1993)

Johansson, Svante

Bolagsstämma. Stockholm 1990. (Johansson 1990)

Johansson, Svante

Nials svensk associationsrätt i huvuddrag. Stockholm 2014. (Johansson 2014)

Johnson, Lyman

Corporate Takeovers and Corporations: Who Are They For? Washington and Lee Law Review. Vol. 43, No. 3, 1986. (Johnson 1986)

Johnson, Lyman – Millon, David

Misreading the Williams Act, Michigan Law Review. No. 87, Issue 7, 1989. (Lyman – Millon 1989)

Jonsson, Tor

Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet. No. 4, 1996. (Jonsson 1996)

Kaisanlahti, Timo

Sidosryhmät ja riski osakeyhtiössä. Helsinki 1999. (Kaisanlahti 1999)

Kaisanlahti, Timo

Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Oikeustiede-Jurisprudentia 2002:XXXV. (Kaisanlahti 2002)

Kinnunen, Janne

Uudistuva osakeyhtiölaki – keskeisiä muutosehdotuksia arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta. Licensiaattityö, kauppaoikeus, Lapin yliopisto 2005. (Kinnunen 2005)

Knuts, Mårten

Information on Securities Market in the US – Or What the Old World Can Learn from the New World's History. Teoksessa With Wisdom. Porvoo 2007. (Knuts 2007)

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa

Moderni rahoitus. Talentum Media Oy:n julkaisema sähköinen e-kirja, joka sisällöltään vastaa vuonna 2014 ilmestynyttä samannimistä kirjaa. Vierailtu viimeksi 28.10.2016. (Knüpfer – Puttonen 2014)

Koski, Pauli

Vastuunjako ja sen toteutuminen osakeyhtiölaissa. Teoksessa Käytännön erityiskysymyksiä osakeyhtiölaissa. Vammala 1981. (Koski 1981)

Koski, Pauli

Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita. Toimittanut Matti J. Sillanpää. Turku 1993. (Koski 1993)

Kosonen, Touko

Varoista, joita on käytettävä yhtiön lunastaessa osakkeitaan. Lakimies. 4/1970. (Kosonen 1970)

Kurkela, Matti S.

On the Liability of Directors in Finnish Corporations: to whom and for what? JFT. 1/2003. (Kurkela 2003)

Kyläkallio, Juhani

Osakeyhtiön hallituksen vastuu. Porvoo 1963. (Kyläkallio 1963)

Kyläkallio, Juhani

Vakuuden antaminen toisen konserniyhtiön vastuista. Artikkeliteoksessa Sopimus, vastuu, velvoite. Juhlajulkaisu 1947 21/11–2007. Toimittanut Ari Saarnilehto. (Kyläkallio 2007)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle

Osakeyhtiö I. Porvoo 2012. (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle

Osakeyhtiö II. Porvoo 2012. (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012b)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle

Osakeyhtiö I. Porvoo 2015. (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2015a)

La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei

Corporate ownership around the world. The Journal of Finance. Vol. 2, April 1999. (La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer 1999)

Laine, Juhani

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta. Lakimies. 1/2012. (Laine 2012)

Laurila, Anna-Maarit

Kohdeyhtiön hallituksen vahingonkorvausvastuu ostotarjousta vastustavista toimenpiteistä osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain nojalla. Teoksessa Business Law Forum 2011. Toimittanut Mika Hemmo ym. (Laurila 2011)

Lautjärvi, Kari

Välipääomarahoitusinstrumentit. Talentum Media Oy:n julkaisema e-kirja, joka sisältää vastaa vuonna 2015 ilmestynyttä samannimistä kirjaa. Vierailtu viimeksi 16.7.2016. (Lautjärvi 2016)

Lindholm, Tomas – Holmström, Tommy

Innebörden av aktiebolags styrelsemedlems s.k. fiduciary duty enligt finsk rätt – särskilt med hänsyn till offentliga köpeanbud. JFT. 3/2005. (Lindholm – Holmström 2005)

Lindholm, Tomas – Rasinaho, Vesa – Virtanen, Olli V.

Yhtiökokous corporate governance hengessä. Helsinki 2004. (Lindholm – Rasinaho – Virtanen 2004)

Macey, Jonathan R.

Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys. Stockholm 1993. (Macey 1993)

Magnuson, William J.

Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach. *Pace International Law Review*. Vol. 21, No. 1, 2009. (Magnuson 2009)

Malkiel, Burton G.

Theory of Capital Markets – From A Random Walk Down Wall Street. Lyhennelmä teoksessa *Foundations of Corporate Law*. Toimittanut Roberta Romano. New York 1993. Julkaistu alunperin kirjana vuonna 1973. (Malkiel 1993)

Manne, Henry. G

Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*. Vol. 73, No. 2, 1965. (Manne 1965)

Millon, David

Radical Shareholder Primacy. *University of St. Thomas Law Journal*. Vol. 10, Issue 4, 2013. (Millon 2013)

Mähönen, Jukka

Finland: Corporate governance: Nordic tradition with American spices. Teoksessa *Comparative Corporate Governance – A Functional and International Analysis*. Toimittanut Andreas M. Fleckner ja Klaus J. Hopt. Cambridge University Press 2013. (Mähönen 2013)

Mähönen, Jukka

Osakkeenomistaja-aktivismi – siunaus vai kirous? Julkaistu teoksessa *Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta*. Toimittanut Raimo Immonen ym. (Mähönen 2016)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö III: Corporate Governance. Porvoo 2006. (Mähönen – Villa 2006b).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö III: Corporate Governance. Talentum Media Oy:n kustantama e-kirja, joka on sisällöltään sama kuin vuonna 2010 ilmestynyt samanniminen kirja. Vierailtu viimeksi 6.1.2017. (Mähönen – Villa 2010)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Tärkeät päätökset ja toimivalta osakeyhtiössä. *Lakimies*. 1/2011. (Mähönen – Villa 2011).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki 2012. (Mähönen – Villa 2012)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö I: Yleiset opit. Talentum Media Oy:n kustantama e-kirja, joka on sisällöltään sama kuin vuonna 2015 ilmestynyt samanniminen kirja. Vierailtu viimeksi 31.12.2016. (Mähönen – Villa 2015)

Mäntysaari, Petri

Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? Defensor Legis. 4/2013. (Mäntysaari 2013)

Mäntysaari, Petri

Osakeyhtiöoikeuden teoriasta. Julkaistu teoksessa Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Toimittanut Raimo Immonen ym. Helsinki 2016. (Mäntysaari 2016).

Nial, Håkan

Till frågan om kompetensfördelningen mellan stämman och styrelse i aktiebolag. Teoksessa Festskrift till Knut Rodhe: studier i krediträtt och associationsrätt. Toimittanut Kurt Groenfors ym. Stockholm 1976. (Nial 1976)

Norros, Olli

Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Talentum Media Oy:n kustantama e-kirja, joka on sisällöltään sama kuin vuonna 2009 ilmestynyt samanniminen kirja. Vierailtu viimeksi 29.11.2016. (Norros 2009)

Nuolimaa, Risto

Näkökohtia ns. yritysvaltauksista. Lakimies. 1/1989. (Nuolimaa 1989)

Nuolimaa, Risto

Pankin velvollisuudesta selvittää osakeyhtiölain 6 luvun 26 §:ssä säädetyn edustajan toimivalta. Artikkelit teoksessa Sopimus, vastuu, velvoite. Juhlajulkaisu 1947 21/11–2007. Toimittanut Ari Saarnilehto. (Nuolimaa 2007)

Nyström, Patrik

Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvoitteet. Helsinki 2016. (Nyström 2016)

Palm, Jukka

Yritysosotot ja määräysvaltamarkkinat. Helsinki 2005. (Palm 2005)

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Märten

Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2014. (Parkkonen – Knuts 2014)

Pönkä, Ville

Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis. 5/2008. (Pönkä 2008)

Pönkä, Ville

Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Talentum Media Oy:n julkaisema e-kirja, joka sisällöltään vastaa vuonna 2012 ilmestynyttä samannimistä kirjaa. Vierailtu viimeksi 6.1.2017. (Pönkä 2012)

Pönkä, Ville

Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Lakimies. 2/2013. (Pönkä 2013a)

Pönkä, Ville

Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies. 1/2013. (Pönkä 2013b)

Pönkä, Ville

Osakkeenlunastaminen. Talentum Media Oy:n julkaisema e-kirja, joka sisällöltään vastaa vuonna 2015 ilmestynyttä samannimistä kirjaa. Vierailtu viimeksi 22.8.2016. (Pönkä 2015)

Raitio, Juha

Oikeusvarmuus ja oikeusvoima eurooppaoikeudessa. Defensor Legis. 4/2012. (Raitio 2012)

Raninen, Huugo

Osakeyhtiön yhtiökokous ja siihen liittyviä kysymyksiä Suomen oikeuden mukaan. Porvoo 1959. (Raninen 1959)

Rapakko, Timo

Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki 1990. (Rapakko 1990)

Rasinaho, Vesa

Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä. Defensor Legis. 4/2013. (Rasinaho 2013)

Romano, Roberta

After the Revolution in Corporate Law. Journal of Legal Education. Vol. 55, No. 55, 2005. (Romano 2005)

Rudanko, Matti

Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Jyväskylä 1998. (Rudanko 1998)

Salo, Marika

Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu. Talentum Media Oy:n verkkokirja, joka on sisällöltään sama kuin vuonna 2015 ilmestynyt samanniminen kirja. (Salo 2015)

Salonen, Aki

Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Vantaa 2000. (Salonen 2000)

Savela, Ari

Hostile Takeovers and Directors. Turku 1999. (Savela 1999)

Savela, Ari

Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Helsinki 2015. (Savela 2015)

af Schultén, Gerhard

Osakeyhtiölain kommentaari I. Helsinki 2003. (af Schultén 2003)

af Schultén, Gerhard

Osakeyhtiölain kommentaari II. Helsinki 2004. (af Schultén 2004)

Sillanpää, Matti J.

Julkisesta ostotarjouksesta. Helsinki 1994. (Sillanpää 1994)

Sillanpää, Matti J.

Arvopaperimarkkinoiden pelisäännöistä. Lakimies. 2/1995. (Sillanpää 1995)

Sjåfjell, Beate – Kjelland, Cecilie

Norway – Corporate governance on the outskirts of the EU. Teoksessa Comparative Corporate Governance – A Functional and International Approach. Toimittanut Fleckner, Andreas M. ja Hopt, Klaus J. Cambridge University Press 2013. (Sjåfjell – Kjelland 2013)

Sofsrud, Thorbjørn

Bestyrelsens beslutning og ansvar. København 1999. (Sofsrud 1999)

Stone, Ethan G.

Business Strategists and Election Commissioners: How the Meaning of Loyalty Varies with the Board's Distinct Fiduciary Roles. The Journal of Corporation Law. Vol. 31, Issue 3, 2006. (Stone 2006)

Stout, Lynn

Takeovers in the Ivory Tower: How Academics Are Learning Martin Lipton May Be Right. The Business Lawyer. Vol. 60, August 2005. (Stout 2005)

Taxell, Lars Erik

Aktiebolagsstyrelsens kompetens att rättshandla. Åbo 1946. (Taxell 1946)

Taxell, Lars Erik

Aktiebolagets organisation. Åbo 1988. (Taxell 1988).

Thorström, Micaela

Förpliktelserna hos ledningen i målbolaget vid evalueringen av ett offentligt köpeanbud. JFT. 4–5/2002. (Thorström 2002)

Timonen, Pekka

Määräysvalta, hinta ja markkinavoima – Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Helsinki 1997. (Timonen 1997)

Timonen, Pekka

Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Helsinki 2000. (Timonen 2000)

Toiviainen, Heikki

Osakeyhtiön hallituksesta. Helsinki 1988. (Toiviainen 1988)

Toiviainen, Heikki

Osakeyhtiön johtajan ja tilintarkastajan vastuusta. Lakimies. 2/1995. (Toiviainen 1995)

Toiviainen, Heikki

Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Jyväskylä 2002. (Toivianen 2002)

Tuori, Kaarlo

Oikeustieteen ajattomuus. Lakimies. 3/1997. (Tuori 1997)

Turunen, Jaakko

Velvollisuus edistää julkisen ostotarjouksen toteutumista ja kieltö luovuttaa kohdeyhtiön arvopapereita. Defensor Legis. 5/2009. (Turunen 2009)

Vahtera, Veikko

Vaikutusvallan väärinkäyttö ja sen seuraamukset osakeyhtiössä. Julkaistu teoksessa Yhtiöoikeudellisia kirjoituksia VI. Toimittanut Ari Saarnilehto. Turku 2007. (Vahtera 2007)

Vahtera, Veikko

Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunta ja sen 4.12.2007 antama lausunto. Defensor Legis. 2/2008. (Vahtera 2008)

Vahtera, Veikko

Osakeomistuksen riski ja sääntely. Hämeenlinna 2011. (Vahtera 2011)

Vahtera Veikko

Oikeustapauskommentti koskien lainvoimaista ratkaisua Kouvolan Hovioikeus 22.11.2012, S12/559. Oikeustieto. 2/2014. (Vahtera 2014)

Villa, Seppo

Pääomalaina. Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa. Jyväskylä 1997. (Villa 1997)

Villa, Seppo

Toimivallan jakautuminen hallituksen ja yhtiökokouksen välillä sekä osakkaiden yhdenvertaisuus kokoelmassa Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia I. Toimittanut Ari Saarnilehto. Turku 2001. (Villa 2001)

Villa, Seppo

Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? Lakimies. 4/2008. (Villa 2008)

Villa, Seppo

Yhtiön johdon oikeudesta puuttua osakkeenomistajien väliseen valtataisteluun. Julkaistu teoksessa Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Toimittanut Raimo Immonen ym. Helsinki 2016 (Villa 2016)

Werlauff, Erik

Selskabsmasken: loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten. København 1991. (Werlauff 1991)

Muut lähteet

Internet-lähteet

Lipton, Martin

Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; the Real World of Business. 28.10.2013 Liptonin julkaisema blogiteksti sivustolla Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Viitataan Lipton 2013. Vierailtu viimeksi 18.9.2016. Saatavilla osoitteessa: <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/10/28/empiricism-and-experience-activism-and-short-termism-the-real-world-of-business/>

Schumann, Laurence

State Regulation of Takeovers and Shareholder Wealth: The Case of New York's 1985 Takeover Statutes, Bureau of Economics Federal Trade Commission Washington, Dc 20580. Working paper no. 163. April 1988. Vierailtu viimeksi 9.7.2016. Saatavilla osoitteesta: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/reports/state-regulation-takeovers-and-shareholder-wealth-case-new-yorks-1985-takeover-statutes/wp163.pdf>

Pro gradut

Turunen, Jaakko

Määräysvaltamarkkinat, yhdenvertaisuus ja julkinen ostotarjous. Pro gradu, Turun yliopisto 2005. (Turunen 2005)

Laurila, Anna-Maarit

Kohdeyhtiön hallituksen vahingonkorvausvastuu ostotarjoustusta vastustavista toimenpiteistään. Pro gradu, Helsingin yliopisto 2011. (Laurila 2011)

Nurminen, Juha

Dual-Class Share Structures in Finnish Practice - Why do Finnish Publicly Listed Companies have Dual-Class Share Structures? Pro gradu Aalto-yliopisto, Finance 2015. (Nurminen 2015)

Oikeuskäytäntö***Korkein oikeus***

KKO 1960 II
KKO 1974 II 9
KKO 1970 II 82
KKO 1988:31
KKO 1986 II 136
KKO 1991:46
KKO 1992:87
KKO 1992:190
KKO 1996:18
KKO 2000:89
KKO 2006:90
KKO 2015:105
KKO:2016:58

Hovioikeudet

Kouvolan HO 22.11.2012
I-SHO:2016:3 2 (ei lainvoimainen, kaikki asianosaiset jättäneet valituslupahakemuksen)
Itä-Suomen HO 27.3.2007, S06/217

Högsta domstolen (Ruotsi)

NJA 1960 s 698
NJA 1985:52
NJA 2000 s. 404

Bundesgerichtshof (Saksa)

BGH 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 (Holzmüller).

The Delaware Supreme Court (Yhdysvallat)

Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985)
Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)
Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki (746/2012, muutoksineen)
HE	hallituksen esitys
HO	hovioikeus
HovR	hovrätt, jokin Ruotsin hovioikeuksista
Ibid.	Ibidem, samassa paikassa. Tarkoittaa viittausta samaan lähteeseen ja samaan kohtaan lähettä kuin edellinen alaviite.
KKO	korkein oikeus
OYL	osakeyhtiölaki (624/2006, muutoksinen)
VAML	arvopaperimarkkinalaki (kumottu) (495/1989, muutoksineen)
VOYL	osakeyhtiölaki (kumottu) (734/1978, muutoksineen)

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa

Osakeyhtiölaki (624/2006 muutoksineen, jäljempänä "OYL") palvelee sekä suuria että pieniä osakeyhtiöitä. Erikokoiset ja elämänkaarensa eri vaiheissa olevat osakeyhtiöt toimivat paikoin hyvin erilailla. Esimerkiksi johdon¹ ja osakkeenomistajien välinen toimivallan jako ja valta-asetelma poikkeavat huomattavasti laajan osakkeenomistajakunnan pörssi-yhtiössä ja sellaisessa julkisesti noteeraamattomassa osakeyhtiössä, joka on tiukasti jonkin osakkeenomistajan tai osakkeenomistajakoalition hallinnassa. Niin kutsutuissa yhden miehen osakeyhtiössä, jossa sama henkilö muodostaa sekä hallituksen ja yhtiökokouksen, on toimivallan jako ja valtasuhde hallituksen ja yhtiökokouksen välillä lähinnä muodollinen.² Näiden suurten ja pienten osakeyhtiöiden erot on tunnustettu asettamalla pörssi-yhtiöille ja niiden johdolle erityisiä velvoitteita arvopaperimarkkinalaissa (746/2012 muutoksineen, jäljempänä "AML").

Aiemmin oli riittävää, että myös pörssi-yhtiötä säänneltiin OYL:ssa, mutta markkinoiden kehittyessä ja monimutkaistuessa oli tarpeen luoda arvopaperimarkkinoita koskeva oma erillissäätely ja oikeudenala erkaantui omaksi oikeudenalakseen.³ Vuonna 2006 osakeyhtiölain kokonaisuudistuksessa loputkin OYL:n sisältämät luonteeltaan arvopaperimarkkinaoikeudelliset säännökset poistettiin ja siirrettiin säänneltäväksi AML:ssa.⁴ AML soveltuu kuitenkin vain sellaisiin osakeyhtiöihin, joiden osakkeet ovat julkisen kaupan kohteena. Siten AML:n soveltamisalan ulkopuolelle jää joukko osakeyhtiöitä, jotka monilta piirteiltään – tunnusluvuiltaan, hajautuneelta osakkeenomistajakunnaltaan ja niiden määrältä sekä eriytyneeltä ja ammattimaiselta johdolta – muistuttavat pörssi-yhtiöitä. Lisäksi joidenkin julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osakkeilla on kohtuullinen likviditeetti, esimerkiksi muun muassa Privanet Securities Oy ylläpitää maamme listaamattomien osakeyhtiöiden arvopapereiden kaupankäyntipaikkaa. Viimeistään Elisa Oyj:n julkisesti noteeraamattomaan Anvia Oyj:öön kohdistuva yritysvaltaus osoitti, että AML:ssä on sellaista sääntelyä, jonka soisi tietyissä tilanteissa soveltuvan myös julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin.

¹ Tässä tutkimuksessa termillä "johto" viitataan pääsääntöisesti hallitukseen, eikä yhtiön toimitusjohtajaan tai muuhun mahdollisen alemmantasoiseen johtoon. Termejä "johto" ja "hallitus" käytetään synonyyminaisesti.

² Johansson 2014, s. 120.

³ Sillanpää 1995, s. 217. Etenkin tarve julkisia ostotarjouksia koskevalle sääntelylle oli suuri, vaikkeivat julkiset ostotarjoukset vielä tuolloin olleet yleinen ilmiö markkinoilla. Osakeyhtiölain lunastussäännöt koettiin riittämättömiksi. Ks. lisää aiheesta Astola 1994, s. 73.

⁴ HE 6/2006, s. 24; HE 32/2012 vp, s. 144.

Termillä ”yritysvaltaus” tarkoitetaan määräysvallan hankkimista kohdeyhtiöstä.⁵ Käytännössä tämä tarkoittaa osakekauppaa tai useiden osakekauppojen sarjaa, jolla pyritään saavuttamaan kohdeyhtiön määräysvalta.⁶ Pörssiyhtiön ollessa kyseessä, tätä yritysvaltausprosessia säännellään AML:n 11 luvussa, jossa säädetään julkisista ostotarjouksista. Jos kohdeyhtiön osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena, AML ei luonnollisesti sovelu. Siten määräysvallan hankkiminen, tai kärjistäen osakkeenomistajien välinen valtataistelu, jää julkisesti noteeraamattomassa yhtiössä OYL:n sääntelyn varaan. Toisin kuin AML, OYL ei sisällä spesifejä säännöksiä kohdeyhtiön hallituksen roolista osakkeenomistajien valtataistelussa.

Julkisen ostotarjouksen taustalla on lähes aina yrityskauppa.⁷ Ostotarjouksen tavoitteena on tarvittavan määräysvallan⁸ hankkiminen. Koska valtaosasta osakeyhtiössä päätettävistä asioista päätetään enemmistöperiaatteella, mukaan lukien hallituksen jäsenten valinta, osakeyhtiön määräysvalta saavutetaan yli 50 %:n osakeomistuksella.⁹ Siten yli 50 %:n osakeomistuksella ostotarjouksen tehnyt taho voi vaihtaa yhtiölle yrityskauppaan myötämielisesti suhtautuvan hallituksen. Keskeistä kuitenkin on, että OYL 5:25 mukaan yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, joka on saanut yli puolet annetuista äänistä. Siten pörssiyhtiöissä, kuten myös sellaisissa julkisesti noteeraamattomissa yhtiöissä, joiden omistus on pirstaloitunut, määräysvalta saavutetaan käytännössä huomattavasti alhaisemmalla omistusosuudella, sillä kaikki osakkeenomistajat eivät ole läsnä äänestämässä yhtiökokouksessa. Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä ostotarjouksentekijä on kuitenkin pyrkinyt suurempaan omistusosuuteen – saavuttamaan kohdeyhtiössä lunastusmenettelyn käynnistävän omis-

⁵ Palm 2005, s. 279.

⁶ Pönkä 2008, s. 738; KM 1989:36, s. 224. Terminä ”yritysvaltaus” on harhaanjohtava, sillä kyseessä on vapaaehtoinen osakekauppa tai osakekauppojen sarja. Vaikka yritysvaltaus tapahtuisi istuvan johdon tai enemmistöosakkeenomistajan tahdon vastaisesti, on kyseessä vain osakkeiden hankinta niiltä osakkeenomistajilta, jotka ovat halukkaita osakkeistaan luopumaan.

⁷ Palm 2005, s. 281; Sillanpää 1994, s. 149; Sillanpää 1995, s. 216; Jensen 1988, s. 28. Motiivina voi olla esimerkiksi kilpailijan poistaminen markkinoilta tai yhtiöön pilkkominen ja osatoimintojen myyminen yksitellen voittoa tavoitellen. Kohdeyhtiön toiminnan liittämällä ostotarjouksentekijäyhtiöön voidaan tavoitella voittoja lisääviä synergiaetuja (Sillanpää 1994, s. 82 - 83; Astola 1990, s. 156).

⁸ Määräysvallan käsitteen määrittäminen ei ole yksiselitteistä, sillä lainsäädännössämme käsite on määritelty eri lailla eri säädöksissä kunkin säädöksen tarpeita vastaavaksi. Määräysvalta on määritelty mm. OYL:ssa (8:12), kirjanpitolaisissa (1:5), AML:ssa (2:4), laissa konserniavustuksesta verotuksessa (3.1 §), kilpailulaisissa (21.1 §:n 1) kohdassa ja laissa ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta (2 §:n määritelmät).

⁹ Osakkeenomistaja (ostotarjouksentekijällä) on saavuttanut osakeyhtiön (kohdeyhtiön) määräysvallan sitten, kun hänellä on joko (i) enemmän kuin puolet kohdeyhtiön kaikkien osakkeiden äänimäärästä tai (ii) oikeus nimittää tai erottaa enemmistö kohdeyhtiön hallituksen jäsenistä (ks. AML 1:5.1 § ja OYL 1:3.2 §). Yhtiön perusrakenteisiin, kuten yhtiöjärjestykseen, vaikuttaminen edellyttää määräenemmistöä eli kahta kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Toisinaan tavoitteena voi myös olla nurkanvaltaus eli 1/10 osakkeista, mikä oikeuttaa vähemmistöoikeuksien käyttöön. Nurkanvaltaajan motiivi voi olla saattaa yhtiön epävarmuuden tilaan, missä se suojautuu valtausyrytykseltä. Nurkanvaltaajan motiivi voi olla myydä arvopaperinsa voitolla joko kohdeyhtiön lähellä olevalla taholla tai ostotarjouksentekijälle.

tusosuuden, ja saavutettuaan täydellisen määräysvallan, ottanut yhtiön osakkeet pois julkisesta kaupankäynnistä.¹⁰

Toteutunut yritysvaltaus ja määräysvallan vaihdos voi johtaa yhtiön toiminnan päättymiseen. Koska läpiviedyn yritysvaltauksen seuraukset kohdeyhtiölle ovat huomattavat, vaikuttaa perustellulta, että yhtiöllä on halutessaan oikeus puolustautua ostotarjoukselta. Olennainen kysymys kuitenkin on, millä osakeyhtiön taholla, osakkeenomistajilla vaiko johdolla, on oikeus ryhtyä puolustautumistoimiin valtausuhan torjumiseksi.

1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen rajaus

Osakkeenomistajan riskipositiota suojaavat sekä *ex post* että *ex ante* -tyyppiset sääntelystrategiat. Sääntelytyyppien erona on se, miten valtaa käyttävän tahon opportunistisiin puututaan.¹¹ Julkisessa ostotarjouksessa pörssiyhtiön osakkeenomistajia suojataan *ex ante*, rajoittaen kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa AML 11:14:n velvoittaessa hallitusta siirtämään tietyt toimet yhtiökokouksen päätettäväksi. Julkisesti noteeraamattoman yhtiön kohdalla, samankaltaisessa ostotarjoustilanteessa, sen osakkeenomistajia ei suojata *ex ante*, vaan julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen asemaa rajoittavat OYL:n yleiset opit sekä säännökset hallituksen toimivallasta ja kelpoisuudesta, joiden rikkomista on aina tapauskohtaisesti arvioitava. Kun AML:n tarkkaa säännöstä ei voida soveltaa, on oikeustila epäselvä.

Peruslähtökohdat julkisia ostotarjouksia ja julkisesti noteeraamattoman yhtiön valtataistelua koskeville keskusteluille ovat erit. Julkisten ostotarjousten sääntelyä ja hallituksen ja yhtiökokouksen välistä vallanjakoa kyseisessä tilanteessa käsittelevässä oikeuskirjallisuudessa on usein vedottu markkinoiden tehokkuusteoriaan (*efficient capital market theory*). Teorian mukaan yhtiön pörssikurssi heijastaa kaikkea markkinoilla saatavilla olevaa tietoa yhtiön tuloksesta ja siten huonosti johdettujen yhtiöiden pörssikurssi on matalampi kuin, jos niillä olisi tehokkaampi hallitus.¹² Yritysvaltauksia koskevan sääntelyn pitäisi mahdollistaa ulkopuolisen tahon yritysvaltauksset, jotta tällaiset huonosti johdetut yhtiöt saisivat

¹⁰ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

¹¹ Vahtera 2011, s. 94. Sääntelystrategioiden jakoa *ex ante* ja *ex post* -tyyppisiin ei kuitenkaan tulisi yli korostaa, sillä *ex post* tyyppiset sääntelystrategiat tosiasiasasiassa vaikuttavat myös *ex ante*. (Armour – Hansmann – Kraakman 2009, s. 44 - 45 sekä Vahtera 2011, s. 94). Esimerkiksi julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön ryhtymiseen puolustautumistoimiin ostotarjoustilanteessa tosiasiallisesti vaikuttaa pelko mahdollisen hallituksen jäsenen vahingonkorvausvastuun realisoinemisesta.

¹² Teoriasta tarkemmin, ks. esim. Knuts 2007, s. 202 - 213 ja sen vaikutuksesta ostotarjouksiin Broneus – Stattlin 2010, s. 40 - 41.

paremman johdon ja siten yhtiön kurssi kehittyisi paremmin.¹³ Julkisesti noteeraamattoman yhtiön kohdalla markkinoilla ei ole saatavilla vastaavaa tietoa yhtiön taloudellisesta tilanteesta, lukuun ottamatta julkisista tietolähteistä, kuten kaupparekisteristä saatavilla olevaa epätäydellistä tietoa. Julkisesti noteeraamattoman yhtiön kohdalla ei usein ole edes ”markkinoita”, jos osake on epälikvidi tai yhtiön osakkeiden hankintaa on rajoitettu yhtiöjärjestykseen otetuilla vaihdannanrajoituslausekkeilla. Lisäksi tutkimuksen kohteena on tilanne, jossa julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön omat osakkeenomistajat taistelevat yhtiön määräysvallasta. Tällöin yritysvaltaaja ei tule ulkopuolelta, vaan on yhtiön oma osakkeenomistaja, millä on merkitystä muun muassa OYL 1:7:n (yhdenvertaisuusperiaate) ja OYL: 1:8:n (lojaliteettiperiaate) näyttäytymiseen tilanteessa. Tosin pörssiyhtiöidenkin osalta usein ennen ostotarjouksen julkistamista vallataan nurkka, jolloin ostotarjouksentekijä on yhtiön osakkeenomistaja.

Tutkimus kohdistuu julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin, joiden omistuspohja on laaja tai toiminta on laadultaan ja laajuudeltaan huomattavaa. Maassamme on huomattava määrä osakeyhtiöitä, jotka ovat tunnusluvultaan mitattuna suuria ja alueellisesti tai valtakunnallisesti merkittäviä, mutta jotka eivät ole pörssilistattuja. Työssä tarkastellaan hallituksen toimivaltaa ja kelpoisuutta ryhtyä puolustautumistoimiin eli tutkitaan julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen vallan rajoja sen omien osakkeenomistajien taistellessa osakeyhtiön määräysvallasta. Työssä sen sijaan ei tarkastella hallituksen konkreettisia puolustautumistoimia.¹⁴ Koska julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin ei sovellu AML eikä OYL sisällä yksityiskohtaista sääntelyä tilanteesta, tulee hallituksen roolia arvioida hallituksen toimivaltaa ja kelpoisuutta koskevien säännösten valossa sekä OYL:n yleisien periaatteiden kautta. Myös ennen julkisia ostotarjouksia koskevaa arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä, arvioitiin kohdeyhtiön hallituksen roolia osakeyhtiöoikeudellisista periaatteista käsin.¹⁵ Siten vanhempi arvopaperimarkkinaoikeudellinen kirjallisuus on ollut erittäin käyttökelpoista.

Tarkoitukseni on tutkia, onko OYL:sta johdettavissa *de lege lata* sellainen sääntö, jonka perusteella julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksella ei olisi oikeutta ryhtyä

¹³ Ks. esim. Fischel 1978.

¹⁴ Puolustautumistoimenpiteitä ovat esimerkiksi valtakirjojen kerääminen (*pack man defence*), jossa ostotarjouksen kohteeksi joutunut yhtiö alkaa ostaa ostotarjouksen tehneen yhtiön osakkeita, sekä sen liiketoiminnan, mitä ostotarjouksentekijä eniten haluaa, myyminen kolmannelle taholle (*crown jewel*). Ks. lisää esim. Gorzala 2010, s. 12 - 24; Jonsson 1996, s. 888 - 911; KM 1989:36, s. 226 - 229.

¹⁵ Thorström 2002, s. 485 - 486. Säännös, joka rajoittaa julkisen ostotarjouksen kohteena olevan osakeyhtiön hallituksen toimivaltaan puolustautumistoimista päättäessään tuli AML:iin vasta vuonna 2012.

ostotarjousta vastustaviin toimiin, vaan hallituksen tulisi siirtää päätökset ostotarjoukseen suhtautumisesta ja mahdollisista puolustautumistoimista yhtiökokoukselle. Tutkimuksen luvussa 5 tarkastelen myös syvemmin yhtiöoikeuden ja arvopaperimarkkinaoikeuden välistä suhdetta, ja sen vaikutusta siihen, miksi listayhtiön ja listaamattoman yhtiön hallituksen toimivallat ovat eri laajuiset julkisessa ostotarjouksessa. Hyvä tutkielma ei voi olla vain sellainen, jossa referoidaan eri oikeuslähteitä ja toistetaan, mitä aiheesta on jo aiemmissa tutkimuksissa sanottu.¹⁶ Siksi olen pyrkinyt tässä työssä tuottamaan uutta tietoa ja vastaamaan kysymykseen, millainen on julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen asema, jos kohdeyhtiön oma osakkeenomistaja tekee vihamielisen¹⁷ ostotarjouksen kohdeyhtiön osakkeista. Tutkimus on ajankohtainen, sillä Elisan ja Anvian vuosina 2015 - 2016 käymä valtataistelu osoitti, että julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen toimivallan ulkorajat valtataistelutilanteessa ovat kaikkea muuta paitsi yksiselitteiset.

1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto

Tutkimus on lainopillinen. Tutkimuskysymyksen taustalla vaikuttavia kysymyksiä tarkastelevassa luvussa 2 painottuu teoreettinen lainoppi. Muissa luvuissa pääpaino on käytännöllisessä lainopissa ja pyrkimyksessä selvittää systematisoiden ja tulkiten voimassa olevan oikeuden kanta tutkimuskysymykseen.¹⁸ Työssä hyödynnetään myös oikeustaloustieteellistä lähdeaineistoa, sillä oikeustaloustieteellä on ollut merkittävä vaikutus maamme yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudentutkimukseen. Työssä ei tehdä varsinaista oikeusvertailevaa tutkimusta, mutta hyödynnetään ulkomaalaista aineistoa, sillä sen avulla voidaan tunnistaa universaaleja ongelmia sekä millaisilla vaihtoehtoisilla keinoilla niitä on ratkaistu.¹⁹ Erityisesti aineistona on käytetty yhdysvaltalaisista oikeuskirjallisuutta, sillä Yhdysvalloissa yritysvaltauksset ovat tavallisempia ja niitä koskeva oikeus pitkälle kehittyntä.²⁰ Taustalla yritysvaltausten tavanomaisuudelle kyseisissä valtioissa on osakeomistuksen hajaantuneisuus.²¹ Manner-Euroopan maissa, jossa osakeomistus on usein keskittynyt hal-

¹⁶ Hirvonen 2011, s. 18 - 19. Hirvonen viittaa Juha Häyhän ja Raimo Siltalan ajatuksiin, joihin en ole tätä tutkielmaa kirjoittaessani tutustunut. Ks. Hirvosen lisäksi Häyhä, Juha, Johdanto, teoksessa Juha Häyhä (toim.), *Minun metodini*. Helsinki 1997, s. 19 ja Siltala, Raimo, *Oikeustieteen tieteenteoria*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003, s. 475 - 476.

¹⁷ Vihamielisellä tarkoitetaan toimintatapaa, jossa ostotarjouksentekijä tekee ostotarjouksen ilman kohdeyhtiön hallituksen tai määräävän osakkeenomistajan tukea. Villan mukaan tällöin on aiheellista puhua ostotarjouksentekijän ja kohdeyhtiön vanhan omistuksen välisestä kohdeyhtiön määräysvaltaan kohdistuvasta valtataistelusta. Ks. Villa 2016, s. 339.

¹⁸ Ks. Aarnio 1989, s. 302 teoreettisen, eli oikeussääntöjen systematisoivan, ja käytännöllisen, eli oikeusjärjestyksen sisältöä selvittävän, lainopin erottelusta.

¹⁹ Ulkomaalaisen oikeuden merkityksestä ks. esim. Nyström 2016, s. 10 - 11.

²⁰ Ks. Palm 2005, s. 283 - 284.

²¹ Yritysvaltausten runsauteen vaikuttaa myös, että angloamerikkalaisissa osakeyhtiöissä noudatetaan pitkälti ”*osake- ja ääni*” -periaatetta, jolloin yritysvaltauksset ovat toteuttamiskelpoisempia. Palm 2005, s. 285. Sen sijaan suomalaisissa suuryrityksissä suppealla osakkeenomistajajoukolla on usein moniääniosakkeita hyödyntäen saavutettu valta-asetelma,

litsevan osakkeenomistajan tai osakkeenomistajakoalition käsiin²², yritysvaltauksset ovat hyvin harvinaisia ja on jopa väitetty, että tiettyjen valtioiden yritykset olisivat immuuneja niille.²³ Siten työssä ei juurikaan hyödynnetä esimerkiksi saksalaista oikeuskirjallisuutta.²⁴

Pohjoismaalainen²⁵ aineisto sen sijaan osoittautui erityisen hyödylliseksi OYL:n yleisiä oppeja analysoitaessa. Ennen Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/25/EY (32004L0025), annettu 21. päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista (jäljempänä ostotarjousdirektiivi) voimaantuloa²⁶, pohjoismaalainen sääntely sisälsi vain vähän ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön johdon toimia koskevia rajoituksia. Kuten Suomessa, myös Tanskassa, sekä jossain määrin myös Ruotsissa ja Norjassa, johdon toimivallan rajoituksia säännellään kunkin valtion osakeyhtiölaeissa. Samoin kuin meillä, näiden kolmen muun Pohjoismaan osakeyhtiölaite eivät sisällä säännöksiä, jotka suoraan sääntelisivät toimintaa ostotarjouksessa. Siten myös muissa edellä mainituissa valtioissa, kohdeyhtiön johdon toimia koskevat toimivaltarajat on johdettava osakeyhtiöoikeuden yleisistä opeista.²⁷

1.4 Tutkimuksen rakenne

Olen hahmottanut sivulla 8 olevaan kuvaan tutkimuskysymyksen analyysiin vaikuttavat tasot.²⁸ Ylinä kuvassa on oikeusnormien taso, joka käsittää sekä OYL:n sisältämät osakeyhtiön toimielinten toimivallan jakoa koskevat säännökset, keskeisimpänä OYL 5:2, 6:2 ja 6:28 että OYL:n yleiset opit, jotka rajaavat tilannekohtaisesti toimielinten toimivaltaa. Toimielinten toimivallan jakoa koskevia kysymyksiä tarkastellaan luvussa 3 ja toimielinten toimivaltaa tilannekohtaisesti rajaavia yleisiä oppeja tarkastellaan luvussa 4. Oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa pidättäytyttäisiin tällä tasolla, mutta tutkimuksessa tämä ei riitä. On myös ymmärrettävä sääntelyn taustalla vaikuttavat tekijät.

Rapakko 1990, s. 40 Noin 25 %:lla maamme pörssilistatuista osakeyhtiöistä oli kaksi eri äänistä osakesarjaa vuonna 2015. Vielä vuosikymmen aiemmin luku oli 45 %:lla. Nurminen 2015, s. 29.

²² Esimerkiksi Pohjoismaissa 62 %:lla listayhtiöissä on vähintään yksi osakkeenomistajataho, jolla on hallussaan vähintään 20 prosenttia yhtiön osakkeiden äänistä ja 21 %:lla listayhtiöistä on sellainen osakkeenomistajataho, jolla on yli 50 %:ia yhtiön osakkeiden äänistä. Ks. lisää Ilmonen 2016, s. 12, 85, 160 - 161.

²³ Esim. Italiassa, Ranskassa, Saksassa ja Ruotsissa yritykset ovat lähes immuuneja yritysvaltauksille, sillä osakeomistus on erittäin keskittynyttä. Palm 2005, s. 284; Jonsson 1996, s. 888; Regeringens proposition 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv betänkande från Ågarutredningen, s. 38 - 39.

²⁴ Ensimmäinen yritysvaltaus Saksassa tapahtui vuonna 2001 brittiläisen Vodafoden vallatessa Mannesmannin.

²⁵ Termillä ”pohjoismaalainen” tai ”muut Pohjoismaat” viitataan ruotsalaiseen, tanskalaiseen ja norjalaiseen aineistoon, sillä en ole kielitaitoon ja aineistoon laajuuteen liittyvien haasteiden takia tutustunut islantilaiseen aineistoon.

²⁶ Ostotarjousdirektiivi koskee vain julkisia yhtiöitä. Ostotarjousdirektiiviä ja sen vaikutusta nykyiseen AML 11.14 käsitellään jäljempänä kohdassa 5.3.1.

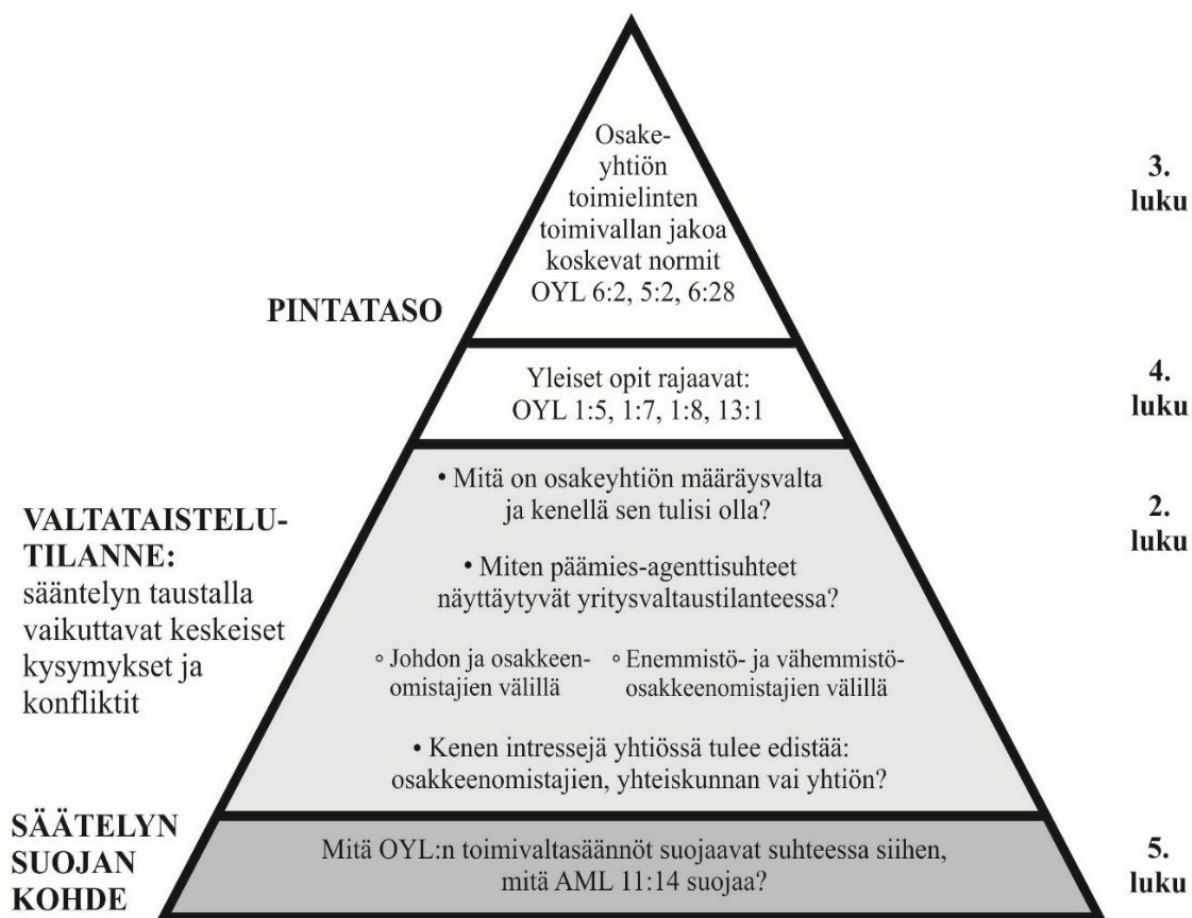
²⁷ Clausen – Sørensen 1998, s. 62 - 63.

²⁸ Tapaani jäsentää tutkimuskysymystä eri tasoille on vaikuttanut, ainakin alitajuisesti, opiskeluaikana useita kertoja lukemani Kaarlo Tuoren artikkeli ”Oikeustieteen ajattomuus”. Ks. Tuori 1997.

Näiden oikeusnormien alla näkyvät yritysvaltauksia koskevan sääntelyn taustalla vaikuttavat jännitteet. Näiden kysymyksen taustalla voidaan globaalillakin tasolla nähdä erilaisia ideologisia, oikeustaloustieteellisiä ja poliittisia vaikutteita. Syvää luotaavimmalla tasolla voidaan aloittaa kysymyksestä, kenen intressejä osakeyhtiössä tulee edistää: osakkeenomistajien, yhteiskunnan vai yrityksen itsensä. Jännitteitä ilmenee myös päämies-agenttisuhteiden tasolla, ei vain johdon ja osakkeenomistajien välillä, mutta myös enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä. Lisäksi voidaan tarkastella, mitä on osakeyhtiön määräysvalta ja kenellä sen tulisi olla. Näiden kysymysten hahmottaminen on keskeistä, jotta voidaan ylipäänsä tarkastella osakeyhtiön toimielinten välisiä suhteita. Siksi niitä tarkastellaan tutkimuksen alussa, luvussa 2.

Alinna kuvassa näkyy syvä taso, joka kuvaa sääntelyn suojan kohdetta. Tutkimukseni viimeisessä osuudessa vertaan OYL:n toimielinten toimivallan jakoa koskevien säännöksiä ja AML 11:14:n suojan kohdetta toisiinsa. Pyrin selvittämään, miksi julkisesti noteerattuja ja noteeraamattomia yhtiöitä säännellään eri tavalla. Koska tutkimuskysymys on haastava – tutkimuskysymyksestä itsestään ei ole juurikaan aiemmin kirjoitettu²⁹ – tutkimuksen varsinainen leipäteksti on pyritty pitämään tiiviinä, jotta sivumäärärajoituksesta huolimatta tutkimuskysymystä voidaan analysoida tarvittavalla laajuudella. Siksi monia teemaa syventäviä näkökulmia on käsitelty alaviitteissä.

²⁹ Villa on kirjoittanut aiheesta käsittelevän artikkelin, ks. Villa 2016, mutta muilta osin tutkimuskysymys ja sen lähestymistapa ovat olleet valkoinen taulu. Tutkimuskysymykseen olennaisesti kytkeytyviä kysymyksiä, kuten hallituksen toimivaltaa ja kelpoisuutta OYL:n nojalla sekä asemaa julkisissa ostotarjouksissa, on toki tutkittu paljon, ja siksi lähdeaineisto onkin ollut jokseenkin tavanomaista Pro gradu -työtä laajempi.



Kuva 1. Tutkimuskysymyksen eri tasot.

2 OSAKEYHTIÖN VALTASUHTEET

2.1 Johdanto

Sekä OYL:n hallituksen ja yhtiökokouksen välistä toimivallan jakoa sääntelevien säännöksiensä että AML:n 11:14:n takana vaikuttavat seuraavaksi käsiteltävät valtasuhteita koskevat kysymykset. Näiden kysymyksien tarkastelu tutkimuksen alussa on tärkeää, sillä ne auttavat ymmärtämään lainopillisella tasolla tehtyjä ratkaisuja hallituksen ja yhtiökokouksen väliseen valta-asetelmaan.

2.2 Osakeyhtiössä edistettävät intressit

Yhtiöoikeudellisessa ajattelussa yhtiön johdon velvollisuudelle edistää tiettyä intressiä voidaan pääsääntöisesti³⁰ hahmottaa kolme vaihtoehtoista kohdetta: (i) osakkeenomistajien intressin edistäminen (*shareholder primacy*), (ii) yhteiskunnan ja sidosryhmien intressien edistäminen (*stakeholder approach*) ja (iii) yrityksen intressien edistäminen.³¹ Kysymys kytkeytyy myös myöhemmin kohdassa 4.2 käsiteltävään yhtiön toiminnan tarkoitukseen sekä kohdassa 4.4.2 tarkasteltavaan johdon lojaliteettivelvollisuuden kohteeseen.

Maamme yhtiöoikeudessa valtavirran näkemys on, että johdon tulee edistää osakkeenomistajien etua.³² Tämä tarkoittaa, että johto edistää yhtiön etua toimimalla lojaalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan siten, että johto toimii yhtiön ja osakkeenomistajakollektiivin edun mukaisesti.³³ Osakkeenomistajien intressien vahvin painoarvo näkyy vahvasti mm. jäljempänä kohdassa 4.2 alaotsikoineen tarkastellusta OYL 1:5:sta ja sen tulkinnasta. Vaihtoehtoisiakin näkemyksiä on kuitenkin esitetty. Esimerkiksi *Toiviainen* on kirjoittanut yhteiskunnan ja sidosryhmien edistämisestä, erityisesti osakeyhtiön merkityksestä yhteiskunnassa katsoen, että yhteiskunnan intresseille tulisi antaa enemmän painoarvoa.³⁴ Se, kenen etua osakeyhtiössä tulee edistää, ei ole staattinen kysymys. Esimerkiksi Tanskassa *Werlauff* on katsonut, että yhtiön velkojien intresseille tulisi antaa enemmän painoarvoa taloudellisissa kriisitilanteissa. Hänen mukaansa eri intressien välinen painoarvo riippuu yhtiön

³⁰ Ulkomaalaisessa oikeuskirjallisuudessa on myös esitetty, että yhtiön tulisi edistää valtion etua. Näin Ruotsissa ja Japanissa toisen maailman sodan jälkeen. Katso lisää Mähönen – Villa 2015, s. 320; Pönkä 2013, s. 24 - 25.

³¹ Mäntysaari 2016, s. 166; Timonen 2000, s. 36. Toisaalta, nämä kohteet eivät ole toisensa poissulkevia, vaan pikemminkin yhteen kietoutuvia. On katsottu, että osakeyhtiönoikeuden tehtävänä on edistää yhteiskunnan kokonaisvaltaista etua, mutta tähän tavoitteeseen päästään tehokkaimmin osakkeenomistajien intressien edistämiseksi (Armour – Hansmaan – Kraakman 2009b, s. 28).

³² Ks. esim. Mähönen – Villa 2010, s. 15; Airaksinen ym. 2010a, s. 49; Pönkä 2012, s. 321 - 322; Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2015a, s. 62. Laajemmassa mittakaavassa näin myös pitkälti muissa Pohjoismaissa Sjäffjell – Kjelland 2013, s. 722 - 723.

³³ Mähönen – Villa 2010, s. 15.

³⁴ Toiviainen 2002, s. 135.

olosuhteista, eikä ole stabiili. Siten osakkeenomistajien etu ei ole ainoa intressi, jota osakeyhtiössä tulisi edistää.³⁵ *Toiviaisen* näkemyksen katson olevan enemmänkin ideologinen, kuin osakeyhtiölakiin pohjautuva. Katson, että yhteiskunnan muista eduista huolehtiminen tapahtuu muun lainsäädännön, kuten esimerkiksi vero-, työ- ja ympäristölainsäädännön, keinoin. *Werlauffin* näkemystä taas pidän praktisena. OYL:n säännökset erityisestä velkojien suojaamennettelystä esim. osakepääoman alentamis- ja yritysjärjestelytilanteissa kuvaavat mielestäni sitä, ettei velkojien asema ole stabiili, vaikka varsinaiset maksukyvyttömyyslait OYL:n sijaan muodostavatkin velkojien aseman keskeisen sisällön. *Mäntysaari* ja *Taxell* taas ovat korostaneet yhtiön itsensä intressiä.³⁶ Valtavirran näkemyksen mukaisesti katson, että yhtiössä tulee edistää juuri osakkeenomistajien etua, sillä he kantavat viimesijaisen residuaaliriskin yhtiön menestymisestä. Osakkeenomistajien etujen edistäminen edistää siten myös välillisesti yhtiön muiden sidosryhmien etua, sillä ennen kuin osakkeenomistajat pääsevät hyötymään, hyötyvät muut ensin.

Kysymys siitä, kenen intressiä osakeyhtiössä tulisi edistää, on erityisen olennainen juuri yritysvaltaustilanteessa, sillä nämä intressiristiriidat kärjistyvät yritysvaltauksessa sen vaihtuessa näiden kaikkien tahojen asemaan. Se seikka, että juuri osakkeenomistajien etua tulee edistää, ei kuitenkaan itsessään tarkoita, että juuri osakkeenomistajat olisivat paras taho päättämään määräysvallan hankintaan suhtautumisesta ja mahdollisiin puolustautumistoimiin ryhtymisestä. Teorian tasolla tähän kysymykseen keskeisesti vaikuttavat lisäksi seuraavaksi tarkasteltavat kysymykset päämies-agenttisuhteiden näyttäytymisestä yritysvaltauksessa sekä kysymykset määräysvallasta.

2.3 Päämies-agenttisuhteista

2.3.1 Päämies-agenttiteoria

Kun valta ja omistus ovat eriytyneet osakeyhtiössä, syntyy myös intressiristiriitoja johdon ja osakkeenomistajien välille.³⁷ Puhutaan päämies-agenttiteoriasta³⁸, jossa päämies-agenttisuhteella tarkoitetaan päämiehen ja agentin välistä sopimussuhdetta, jonka sisältönä

³⁵ Werlauff 1991, s. 69 - 70.

³⁶ Mäntysaari on katsonut, että yhtiön edulla tarkoitettaisiin yrityksen etua, sillä yrityksiä tarvitaan. Hänen mukaansa yritysvaltauksukset ovat haitallisia, sillä niiden seurauksena yritysten määrä vähenee ja voitot menevät liikemiesten taskuun. (Mäntysaari 2013, erityisesti sivut 580 - 581). Mäntysaaren näkemys yritysvaltausten haitallisuudesta poikkeaa yleisestä näkemyksestä yritysvaltauksista talouskasvun edistäjinä, sillä ne poistavat kansainväliseen kilpailuun kykenemättömiä yrityksiä markkinoilta, ks. esim. KM 1989:36, s. 231; Clausen – Sørensen 1998, s. 21 - 22. Taxell myös katsoo, että yhtiöllä on oma osakkeenomistajista erillinen intressinsä. Hän perustelee kantaansa sillä, että päätöksiä osakeyhtiössä voidaan ja joskus täytyy yhtiön edun nimissä, sivuuttaen osakkeenomistajien ja muiden tahojen edut (Taxell 1988, s. 13).

³⁷ Timonen 2000, s. 77, 116.

³⁸ Teoria sai alkunsa Jensenin ja Mecklingin artikkelista, ks. Jensen – Meckling 1976.

agentti huolehtii jonkin tehtävän suorittamisesta päämiehensä puolesta.³⁹ Päämies-agenttiongelmia kulminoituu kysymykseen, kuinka estetään agenttia toimimasta päämiehensä etujen vastaisesti. Vaikka päämies-agenttiongelmia useimmiten mielletään nimenomaisesti osakkeenomistajien ja johdon väliseksi, hahmotetaan osakeyhtiössä olevan kolme erilaista päämies-agenttisuhdetta: (i) osakkeenomistajien ja johdon välillä, (ii) enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä sekä (iii) yhtiön ja sen velkojien välillä.⁴⁰ Yhtiöoikeuden keskeinen tehtävä on ylläpitää tasapainoa näiden suhteiden välillä.⁴¹

Ajattelullinen lähtökohta on, että voiton tuottamiseen pyrkivässä osakeyhtiössä jokainen etutaho pyrkii ristiriitatilanteessa maksimoimaan omaa etuaan. Koska agentti pyrkii edistämään omaa etuaan, aiheutuu päämiehelle agentuurikustannuksia agentin valvonnasta. Osakeyhtiöoikeudessa hahmotetaan useita erilaisia intressiriitoja, joiden ratkaisemiseksi on omaksuttu erilaisia sääntelyvaihtoehtoja, joilla pyritään minimoimaan agentuurikustannuksia. Johdon ja osakkeenomistajien välisen intressiristiriidan sääntelyratkaisu on johdon lojaliteettivelvoite, vähemmistönsuojasäännökset suojaavat vähemmistöosakkeenomistajia enemmistöosakkeenomistajien väärinkäytöltä ja velkojansuojasäännökset estävät osakkeenomistajia loukkaamasta velkojien oikeuksia. Tämän tutkimuksen kohteen, johdon aseman, kannalta kaksi päämies-agenttisuhdetta nousevat tarkasteluun keskiöön. Ensinnäkin, on luonnollisesti tarkasteltava johdon ja osakkeenomistajien välistä, mutta toiseksi myös enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välistä päämies-agenttisuhdetta. Näitä tutkimuskysymyksen kannalta keskeistä kahta päämies-agenttisuhdetta tarkastellaan seuraavaksi.

2.3.2 Johdon ja osakkeenomistajien välisestä päämies-agenttisuhteesta

Osakeyhtiön johdon ja omistuksen ollessa eriytyneitä, syntyy johdon (agentti) ja osakkeenomistajien (päämies) välille intressiristiriitoja, sillä heidän intressit eivät aina ole yhtäläiset.⁴² Syitä poikkeaville intresseille on useita⁴³, keskeisimpinä osapuolten tiedollinen

³⁹ Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 341 - 342. Päämies-agenttisuhteita esiintyy luontaisesti myös muilla oikeuden aloilla kuin yhtiöoikeudessa. Omankaltaisia päämies-agenttisuhteita ovat esimerkiksi edustus- ja välityssopimukset, ja työsopimukset. Näitä sopimustyyppisiä yhdistää se, että agentin velvollisuuksista on vaikea yksityiskohtaisesti ja tyhjentävästi sopia. Lisäksi päämiehen on hankalaa saada riittävästi tietoa agentin toimista, jolloin agentilla on houkutus edistää omaa etuaan (ks. Mähönen – Villa 2015, s. 342).

⁴⁰ Armour – Hansmann – Kraakman 2009, s. 35 - 37; Mähönen – Villa 2015, s. 343 - 344.

⁴¹ Kaisanlahti 1999, s. 2.

⁴² Jensen – Meckling 1993, s. 4 - 5; Kaisanlahti 1999, s. 60; Sillanpää 1994, 93; Berle – Means 1947, erityisesti 66 - 69, 119 - 125, 220 - 232.

⁴³ Hallituksella voi esimerkiksi yhtiön osakkeen arvon maksimoimisen sijaan olla kannustin maksimoida yhtiön taseen loppusumma. Johto voi myös haluta kasvattaa yhtiön kokoa ja työntekijämäärää osakkeenomistajien etua edistämättömällä tavalla, jotta yhtiön ja sen johdon henkilökohtainen arvovalta lisääntyisi (*empire building* -ilmiö). Ks. esim. Bergström – Samuelsson 2001, s. 82 - 84; Gorzala 2010, s. 10.

epätasa-arvo sekä se, että johto on sidotumpi asianosainen yhtiön kohtaloon, ainakin olettaen osakkeenomistajien hajauttaneen portfolioteorian⁴⁴ mukaisesti osakeomistuksensa.⁴⁵ Tämä tarkoittaa, että rationaalisesti toimivalla johtajalla on perusteita karttaa riskiä ja siten välttää työpaikkansa menetyksen, kun taas osakeomistuksensa laajalle hajauttaneella osakkeenomistajalla on kannustin ottaa riskiä.⁴⁶ Johdon ja osakkeenomistajien välistä intressiristiriitaa voidaan tasapainottaa erilaisin keinoin⁴⁷, mutta valtataistelutilanteessa kyseiset keinot toimivat epätäydellisesti intressiristiriidan kasvaessa liian suureksi.

Jo ostotarjoukseen johtaneissa syissä näkyy johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies-agenttiongelman. Osakkeenomistajat voivat haluta yhtiön jakavan mahdollisimman paljon voittoa osakkeenomistajille osinkoina, kun taas johto voi haluta jättää varoja yhtiöön, jotta johdolla olisi enemmän resursseja käytössään ja osa varoista valuisi johdon palkkioihin.⁴⁸ Liian pienellä osingolla on negatiivinen vaikutus pörssikurssiin, mikä puolestaan altistaa yhtiön yritysvaltauksen kohteeksi.⁴⁹ Kaikista suurimmillaan johdon ja osakkeenomistajien välinen intressiriita on yrityksen joutuessa ostotarjouksen kohteeksi.⁵⁰ Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön nykyinen johto haluaa säilyttää asemansa⁵¹, kun taas osakkeenomistajilla on kannustin myydä osakkeensa ostotarjouksentekijän tarjoamaa preemiota vastaan. Yrityksen johdolla puolestaan ei ole pelissä pelkästään raha, joka sekin on tosin sidottu kyseisen yhtiön menestymiseen, mutta myös henkinen pääoma.⁵² Pelko tulonlähteensä ja arvovaltansa menettämisestä voi motivoida johtoa toimimaan omissa intresseissään vastustaen ostotarjousta, sen sijaan, että johto pyrkisi maksimoimaan osakkeenomistajien sijoituksen arvon.⁵³

⁴⁴ Portfolioteorian kehitti Harry Markowitz 50-luvulla. Markowitz havaitsi, että sijoituksen hajauttaminen useaan riskipitoiseen osakkeeseen, joiden kurssit heittelivät, sisälsi vähemmän riskiä kuin saman summan sijoittaminen yhden riskipitoisen yhtiön osakkeeseen. Ks. lisää Malkiel 1993, s. 29 - 34.

⁴⁵ Jensen – Meckling 1993, s. 8 - 9; Kisanlahti 1999, s. 60; Lautjärvi 2015, kohdasta 2.2.2.

⁴⁶ Coffee 1986, s. 13, 17 - 24; Knüpfer – Puttonen 2014, s. 26.

⁴⁷ Tällaisia keinoja ovat esimerkiksi yrityksen tulokseen perustuva palkkaus, johdolle suunnatut optiot sekä muut osakekurssin kehitykseen sidotut palkkiot.

⁴⁸ Magnusson 2009, s. 210; Jensen 1988, s. 28 - 29.

⁴⁹ Osakkeen arvoa voi lähestyä substanssiarvon ja markkina-arvon näkökulmasta. Substanssiarvo tarkoittaa yhtiön oman pääoman kirja-arvoa, mikä saadaan jakamalla yhtiön taseen vastattavaa puolen oma pääoma yhtiön osakkeiden lukumäärällä. Markkina-arvo taas määräytyy markkinoilla ja sen perusteena ovat sijoittajan odotettavissa olevat tulevaisuuden kassavirrat, mikä lasketaan summana tulevien osinkojen nykyarvosta ja osakkeen tulevasta myynti hinnasta. Substanssiarvon ja markkina-arvon välillä voi yrityskohtaisesti olla huomattaviakin eroja (Ks. esim. Knüpfer – Puttonen 2014, s. 93 - 98).

⁵⁰ Bergström – Samuelsson 2001, s. 83; Magnusson 2009, s. 210.

⁵¹ On argumentoitu, että johto voi maksimoida jakokelpoisten varojen määrän jopa yhtiön going concern arvoa heikentävällä tavalla, esimerkiksi riskeeraamalla tasevakauden, pääomasijoitukset, tutkimus- ja kehitystyön sekä jopa työpaikat. (Ks. Lipton 2013; Mähönen 2016, s. 155).

⁵² Bainbridge 2003, s. 580.

⁵³ Timonen 1997, s. 200 - 202, Rapakko 1990, s. 132 - 133; Savela 1999, s. 231 - 232.

Yhtiön omistusrakenteella on vaikutusta johdon ja osakkeenomistajien väliseen päämies-agenttisuhteeseen. Osakkeenomistajat valvovat johtoa kontrollioikeudellaan, mikä tarkoittaa yhtiökokouksen valtaa vaihtaa yhtiölle sellainen johto, jonka visio ja kyky kehittää yhtiötä vastaavat osakkeenomistajien enemmistön näkemystä. Johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies-agenttisuhte lievenee sellaisissa yhtiöissä, joiden osakeomistus on keskitynyt.⁵⁴ Tällöin johdon sijasta tosiasiallinen valta on kontrollivaltaa käyttävällä osakkeenomistajalla tai osakkeenomistajaryhmittymällä.⁵⁵ Julkisesti noteeraamattomassa yhtiössä osakeomistus on luonnollisesti keskittyneempää⁵⁶ kuin pörssiyhtiössä⁵⁷ ja siten myös johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies-agenttisuhte on lievempi. Tästä huolimatta, johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies-agenttiongelmia ilmenee myös pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä, ja joissain tilanteissa jopa yhden miehen yhtiöissä.⁵⁸ Valtataistelutilanteen kiristämä johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies-agenttisuhte olisi omiaan puoltamaan päätäntävällän antamista osakkeenomistajille, sillä johdon intressit ovat kaukana osakkeenomistajien intresseistä eivätkä päämies-agenttisuhteen tasapainottamismekanismit toimi täydellisesti. Toisaalta johdon ja osakkeenomistajien välinen suhte ei ole ainoa konfliktiin ajautuva relaatio.

2.3.3 Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisestä päämies-agenttisuhteesta

Keskustelua osakeyhtiön määräysvallasta ei voi käydä vain yhtiön johdon ja osakkeenomistaja-kollektiivin välillä. Myös toinen keskeinen osakeyhtiön päämies-agenttisuhte, vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien välinen, kärjistyy yritysvaltaustilanteessa.⁵⁹ Tässä suhteessa vähemmistöosakkeenomistajien, päämiehen, agentti on määräysvaltaa käyttävä enemmistöosakkeenomistaja. Jotta voimme vertailla perusteita sille, tulisiko päätäntävältä puolustautumistoimiin ryhtymisestä olla johdolla vai osakkeenomistajilla, tulee ensin hahmottaa myös yritysvaltaustilanteen esiin nostamat ongelmat päätäntävällän antamisessa osakkeenomistajille.

⁵⁴ Sitä vastoin, jos osakeomistus on hyvin hajaantunut, ei rationaalisesti osakeomistuksensa hajauttaneen vähemmistö-osakkeenomistajan ole taloudellisesti järkevää valvoa johdon toimia, sillä tästä aiheutuisi liikaa agentuurikustannuksia suhteessa saavutettuun etuun. Passiiviseksi jättäytyvän osakkeenomistajan turva on omistuksen hajauttaminen.

⁵⁵ Vahtera 2011, s. 12.

⁵⁶ Se seikka, etteivät osakkeet ole julkisen kaupan kohteena on selkeä syy sille, miksi osakkeenomistus ei pääsääntöisesti ole hajaantunut laajalle. Myös OYL 18:1:n huomattavasti korkeampi lunastusraja (enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista) kuin AML 11:19:n lunastusraja (ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä) mahdollistaa julkisesti noteeraamattoman yhtiön keskitetymmän osakeomistuksen, ellei toisin ole yhtiöjärjestyksessä määrätty tai osakassopimuksessa sovittu.

⁵⁷ Tosin myös kotimaisissa pörssiyhtiöissä osakkeenomistus on tyypillisesti keskitynyt muutamalle aktiivisesti kontrollivaltaa käyttävällä taholle (Vahtera 2011, s. 123).

⁵⁸ Bergström – Samuelsson 2001, s. 28.

⁵⁹ Magnuson 2009, s. 211.

Osakkeenomistajien intressit voivat olla hyvinkin erilaisia. Kärjistettynä esimerkkinä osalle osakkeenomistajista voi olla tärkeintä, että osakeyhtiö noudattaa eettisiä ja ekologisia arvoja, kun taas osaa osakkeenomistajista kiinnostaa vain maksimaalinen voitto, keinoja kaihtamatta. Vaikkeivat osakkeenomistajien väliset intressiristiriidat olisi näin räikeitä, esiintyy osakkeenomistajien keskinäisissä suhteissa jännitteitä, sillä yhtiön kaikilla osakkeenomistajilla ei ole samankaltaista identtistä intressiä maksimoida yhtiöön sijoittamiensa varojen määrä. *Timosen* mukaan osakkeenomistajan intressi on erilainen riippuen mm. siitä, onko sijoitus spekulatiivinen vai strateginen, millä aikajänteellä sijoitus on tehty ja minkä suuruinen sijoitus on suhteessa osuuteen äänivallasta sekä sijoittajan omaan portfolioon.⁶⁰ Osakkeenomistajan ”etu” myös näyttäytyy erilaisena sen mukaan onko kyseessä (i) lyhytaikainen sijoitus, jolla tavoitellaan nopeaa arvonnousun realisoitumista, (ii) keskipitkä sijoitus, jolla pyritään sekä arvonnousuun että tuottoon vaiko (iii) pitkäaikainen sijoitus, jonka tavoite on synergian saavuttaminen sekä arvonnousu ja tuotto.⁶¹

Etenkin laajan omistajakunnan osakeyhtiön osakkeenomistajien intressit ovat usein luonnostaan heterogeenisiä. Suppean osakkeenomistajakunnan yhtiössä taas jonkin asteinen konsensus on edellytys yhtiön tehokkaalle toiminnalle. Tutkimuksen kohteena olevissa laajan omistajakunnan osakeyhtiöissä erilaiset intressiristiriidat ovat ominaisia etenkin määräysvaltaa käyttävän enemmistöosakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajan välillä.⁶² Määräysvalta mahdollistaa sen, että kontrolliosakkeenomistaja voi valita yhtiölle sellaisen hallituksen, joka toteuttaa enemmistöosakkeenomistajan näkemystä siitä, kuinka yhtiön tulisi toteuttaa toimintansa tarkoitusta. Siten yritysvaltaustilanteessa kontrollivaltaa käyttävä osakkeenomistaja voi jopa vaihtaa yhtiölle sellaisen hallituksen, joka suhtautuu ostotarjoukseen kyseisen enemmistöosakkeenomistajan kannan mukaisesti.

Erilaisien intressien lisäksi vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien välisessä päämies-agenttisuhteessa on haasteena myös tiedollinen eriarvoisuus. Jonkin tahon harkitessa yritysvaltausta, lähestyy kyseinen taho yleensä ensin avainomistajia ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista. Yritysvaltaaja pyrkii usein ennen ostotarjouksen julkistamista neuvottelemaan mahdollisuudesta ostaa tiettyjen avainomistajien osakkeet (*stakebuilding* -

⁶⁰ Timonen 1997, s. 167.

⁶¹ Timonen 1997, s. 167; samankaltaisesti myös Taxell 1988, s. 10. Esimerkiksi institutionaalisilla sijoittajilla voi olla erilainen sijoituksen aikajänne kuin piensijoittajilla. Institutionaaliset sijoittajat seuraavat yhtiön neljännesvuosittaisia taloudellisia raportteja tarkasti ja jos yhtiö ei yllä tulostavoitteeseensa, on seuraus usein osakkeiden myynti.

⁶² Vahtera 2007, s. 94.

ilmiö).⁶³ Siten tämä rajattu osakkeenomistajajoukko saa informaatiota tulevasta ostotarjouksesta ja ostotarjouksentekijän motiiveista ennen muita osakkeenomistajia.

Ostotarjoustilanteen aikaansaama enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisen päämies-agenttisuhteen kärjistyminen on tunnistettu, ja siihen varauduttu jäljempänä kohdassa 4.3.3 käsiteltävällä sijoittajien tasapuolisen kohtelun vaatimuksella. Periaate ilmentää ostotarjouksentekijän velvollisuutta kohdella kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoita lojaalisti. Koska osakkeenomistajien intressit voivat olla äärimmäisen kaukana toisistaan, on argumentoitu, että johdolla tulisi olla ylin päätäntävalta, sillä johdolla on lojaliteettivelvoite jokaista yhtiön osakkeenomistajaa kohtaan.⁶⁴ Osakkeenomistajalla taas on lähtökohtainen oikeus olla itsekäs ja edistää vain omaa etuaan.⁶⁵ On myös esitetty, että enemmistöosakkeenomistajalla olisi johtoa suurempi kannustin käyttäytyä opportunistisesti, loukaten muiden osakkeenomistajien oikeuksia. Suuren taloudellisen intressinsä takia määräysvallan omaavalla osakkeenomistajalla olisi suurempi kannustin edistää omaa etuaan kuin osakkeenomistajien kollektiivista etua.⁶⁶ Vaikka molemmissa päämies-agenttisuhteissa on haasteensa, toimivat johdon osalta valvontamekanismit paremmin, joskin epätäydellisesti.

2.3.4 Määräysvaltamarkkinat agentin valvojana

Pörssi-yhtiössä määräysvaltamarkkinat valvovat johdon toimia päämiehensä osakkeenomistajien agenttina.⁶⁷ Koska pörssilistatun yhtiön osakekurssi heijastaa yhtiön ja sen johdon menestystä, on huonosti johdetun yhtiön pörssikurssi alhaisempi kuin mitä se olisi toimivan johdon alla. Jos yhtiön pörssikurssi on alhainen, on yhtiö alttiimpi yritysvaltauksille. Siksi johdolla on kannustin tuottaa voittoa osakkeenomistajille ja pitää yhtiön pörssikurssi korkealla.⁶⁸ Määräysvaltamarkkinamekanismi on siten keino tasapainottaa johdon ja omistajien välistä päämies-agenttiongelmia.⁶⁹ Listaamattomien yhtiöiden osalta tämä määräysvaltamarkkinamekanismi ei toimi, sillä yhtiön osakkeet eivät ole julkisen kaupan kohteena.

⁶³ Astola 1990, s. 156 - 157; Parkkonen – Knuts 2014, s. 556.

⁶⁴ Stout 2005, s. 1446.

⁶⁵ Ks. esim. Mähönen – Villa 2010, s. 466; Lautjärvi 2015, kohdasta 8.3.3.

⁶⁶ Bergström – Samuelsson 2001, s. 148; Vahtera 2011 s. 231.

⁶⁷ Mannen kehittämän teorian mukaan yhtiön osakkeiden kurssi ja johdon asiantuntemus korreloivat vahvasti keskenään. Jos johto ei ole toimiva, laskee yhtiön pörssikurssi suhteessa muihin saman toimialan yrityksiin. Mitä matalampi yhtiön pörssikurssi on suhteessa siihen, mikä sen potentiaali paremmalla johdolla, sitä todennäköisempää on, että jokin taho haluaa ostaa yhtiön ja vaihtaa hallituksen tehokkaammaksi saadakseen voittoa. (Manne 1965, s. 112 - 114). Ks. lisää Timonen 1997, s. 199 - 202; af Schultén 2004, s. 3; Johnson 1986, s. 796; Bergström – Samuelsson 2001, s. 141 - 142.

⁶⁸ Johnson 1986, s. 796; Jensen 1988, s. 23 - 28.

⁶⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 222; Gorzala 2010, s. 10.

Osakkeen arvon lisäksi myös osakkeiden likviditeetti vaikuttaa päämies-agenttisuhteessa. Sellaisessa pörssiyhtiössä, jossa osakkeiden likviditeetti on heikko, on riski määräysvallan väärinkäytöstä suurempi, sillä sen osakkeenomistajilla on vain rajoitetut mahdollisuudet luopua osakkeistaan.⁷⁰ Tästä voi tehdä päätelmän, että julkisesti noteeraamattomissa osakeyhtiöissä uhka määräysvallan väärinkäytöstä⁷¹ on suurempi kuin pörssiyhtiöissä, sillä vääryyttä kokeneella osakkeenomistajalla ei ole samankaltaista ja -laajuista mahdollisuutta luopua osakkeistaan markkinoilla. Listaamattomissa yhtiöissä muut keinot korostuvat agentin valvojina, sillä määräysvaltamarkkinamekanismi, ja päämiehen mahdollisuus luopua osakkeista viimesijaisena keinona protestoida agentin toimia, toimivat joko epätäydellisesti tai olemattomasti.

Kokoavasti voidaan todeta, että julkisesti noteeraamattoman yhtiön osalta olisi tärkeää, että yritysvaltauksen kaltaisessa korostuneen intressiristiriitaisessa tilanteessa päämies-agenttiongelman tasapainotusmekanismit toimisivat tehokkaasti. Kuten myöhemmin luvuissa 3 ja 4 tulemme havaitsemaan, listaamattoman kohdeyhtiön hallituksen toimivallan ulkorajojen ollessa epäselvät, ei tasapainotusmekanismit, kuten velvollisuus saattaa tärkeitä päätöksiä yhtiökokouksen päätettäväksi tai vahingonkorvausvastuu, toimi tehokkaasti.

2.4 Mitä on osakeyhtiön määräysvalta ja kenellä sen tulisi olla?

2.4.1 Määräysvallan tyypit

Berle ja *Means* ovat identifioineet viisi erilaista määräysvallan tyyppiä osakeyhtiössä ja jakaneet nämä määräysvallan tyypit kahteen pääryhmään oikeudelliseen valtaan (tyypit 1–3) ja tosiasialliseen valtaan (tyypit 4–5). Nämä viisi määräysvallan tyyppiä ovat: 1. täyteen tai lähes täyteen omistukseen perustuva valta, 2. enemmistövalta, 3. oikeudelliseen mekaniin perustuva valta, 4. vähemmistövalta sekä 5. johdon valta.⁷² Vallan eri tyypit kuvaavat osakeyhtiön omistuksen ja vallan eriytymistä.⁷³ Osakkeenomistajan määräysvalta rajoittuu OYL:ssä säädettyihin ja osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä määrättyihin varallisuus- ja hallinnoimispitoisiin osakeoikeuksiin.⁷⁴ Esimerkiksi osakeomistus ei oikeuta osakkeen-

⁷⁰ Timonen 1997, s. 253, 257 - 258; Macey 1993, s. 112.

⁷¹ OYL 23 luvussa säädetään vaikutusvallan väärinkäytöstä ja siihen perustuvasta osakkeiden lunastusvelvollisuudesta ja yhtiön purkamisesta. Vaikutusvallan väärinkäyttöä koskeva oikeuskäytäntö ei kuitenkaan ole erityisen runsasta (Pönkä 2015, s. 159; Vahtera 2007, s. 97 - 100). Vaikutusvallan väärinkäytöstä, ks. I-SHO:2016:3, jossa kyse oli myös enemmistövallan väärinkäytöstä.

⁷² Berle – Means 1947, s. 70 - 90; Timonen 2000, s. 75 - 77.

⁷³ Timonen 2000, s. 77.

⁷⁴ Villa 2016, s. 332.

omistajia tekemään päätöksiä yhtiön varojen käytön osalta.⁷⁵ Johdon määräysvaltaa rajoittaa osakkeenomistajien mahdollisuus milloin tahansa käyttää osakeoikeuksiaan erottamalla hallitus.⁷⁶ Valtatyypit myös osoittavat, ettei kaikissa tilanteissa valta ole samalla taholla, vaan eri tilanteissa jokin vallan tyyppi voi nousta vahvemmin esiin, esimerkiksi jo vähemmistöoikeuden tuottavalla ääniosuudella voidaan rajatuissa tilanteissa vaikuttaa yhtiön toimintaan.

Vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistuksessa tavoitteena oli osakkeenomistajakeskeisyys.⁷⁷ Tästä huolimatta, osakeyhtiöoikeudellinen trendi on ollut osakeyhtiön hallituksen valta-asetelman vahvistuminen.⁷⁸ Hallituksen valta-aseman vahvistumista kuvaavat myös hallituksen ja yhtiökokouksen välistä toimivallanjakoa koskevien säännöksiä kehittyminen.⁷⁹ Myös käytännössä valta osakeyhtiössä on yhä enemmän liukunut hallitukselle. Hallituksen todellinen valta on usein suurempi kuin mitä se olisi pelkästään säännösten perusteella, sillä hallituksella on kykyä ja taitoa hyödyntää asemaansa.⁸⁰ Kehityssuuntaus ei kuitenkaan ole ongelmaton, sillä yhtiön osakkeenomistajilla on viimesijainen riski yhtiön menestymisestä.⁸¹

2.4.2 Määräysvallan merkitys

Osake ja ääni -periaate on OYL:n kantavia periaatteita.⁸² *Villan* mukaan periaate ilmenee siten, että valta osakeyhtiössä jakaantuu yhtiöön sijoitetun pääoman sekä siihen sitoutuneen riskin suhteessa.⁸³ Osakkeenomistajan valta ei perustu siihen, että tämä omistaa osakkeita, vaan siihen äänivaltaan, jotka nämä osakkeet tuottavat.⁸⁴ Osake ja ääni -periaatteesta huolimatta yhtiöön sijoitettu pääoma ja sillä saatu äänivalta eivät aina ole symmetrisessä suhteessa toisiinsa, sillä OYL mahdollistaa useita erilaisia mekanismeja, joilla riskin ja

⁷⁵ Villa 2016, s. 331 - 332.

⁷⁶ OYL 6:13 mukaan hallituksen jäsenen voi ennen toimikauden päättymistä erottaa se, joka hänet on valinnut. OYL 6:9 mukaan pääsääntöisesti tämä taho on yhtiökokous.

⁷⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 4.

⁷⁸ Rapakko 1990, s. 29; Pönkä 2008, s. 741.

⁷⁹ Nyström 2016, s. 212.

⁸⁰ Thorström 2002, s. 485; Johansson 2014, s. 120 - 121.

⁸¹ Pönkä 2008, s. 741. Ongelmaa voidaan lieventää esimerkiksi lähentämällä johdon ja osakkeenomistajien intressejä osakepohjaisilla kannustinjärjestelmillä. Myös OYL asettamat velvoitteet ja etenkin 1:8 lojaliteettivelvoite, sekä pörssilistatun yhtiön kohdalla AML:n sääntely, korjaavat määräysvallan ja taloudellisen riskin epätasapainoa. Myös corporate governance suositukset ja itsesääntelynormit korjaavat ko. vääristymää samoin kuin edellä käsitelty määräysvallanmarkkinamekanismi.

⁸² Mähönen – Villa 2015, s. 220; Pönkä 2008, s. 739.

⁸³ Villa 1997, s. 124.

⁸⁴ Tämä perustuu siihen, että päätökset yhtiökokouksessa tehdään OYL 1:6:n mukaan annettujen äänen enemmistöllä.

vallan tasapainosta voidaan poiketa.⁸⁵ Erilaiset määräysvallankeskittämismekanismit⁸⁶ ovat erittäin keskeisiä yritysvaltauksissa ja niiltä puolustauduttaessa.⁸⁷

Mahdollisien määräysvaltaan vaikuttavien mekanismien lisäksi *tosiasialliseen määräysvaltaan* vaikuttaa myös esimerkiksi osakeomistuksen hajaantuneisuus, kuten käsiteltiin aiemmin määräysvallantyyppien kohdalla.⁸⁸ Kuten johdannossa yritysvaltausten tavoitteiden osalta tarkasteltiin, määräysvalta osakeyhtiössä saavutetaan pääsääntöisesti hankkimalla yli puolet kohdeyhtiön osakkeiden tuottamista äänistä yhtiökokouksessa. Saavutettuaan määräysvallan osakkeenomistaja voi vaihtaa yhtiölle sellaisen hallituksen, joka kehittää yhtiötä kyseisen osakkeenomistajan strategian mukaisesti.⁸⁹ Kuitenkin tosiasiallinen määräysvalta voidaan saavuttaa huomattavasti alhaisemmalla omistusosuudella, jos kyseisen yhtiön osakkeenomistus on hajaantunut laajalle.⁹⁰ Tässä tilanteessa myös johto voi saavuttaa tosiasiallisen valta-aseman, jos mikään osakkeenomistajataho ei kykene kontrolloimaan yhtiötä.⁹¹

2.4.3 Määräysvaltaa käyttävä taho

Siitä, pitäisikö ylin valta olla osakkeenomistajilla vai johdolla, on käyty sekä suomalaisessa että kansainvälisessä yhtiöoikeuskeskustelussa paikoin kiivastakin väittelyä.⁹² Molemmilla näkökulmilla on luonnollisesti etunsa ja haittansa. Ylimmän päätösvaltan antamista osakkeenomistajille residuaaliriskin kantajina on perusteltu mm. sillä, että heillä on suurin kannustin maksimoida voitto, mikä puolestaan hyödyttää myös muita sidosryhmiä.⁹³ Johdon laajaa päätöksentekovaltaa puolestaan on perusteltu mm. johdon tiedollisella ylivoimalla ja sillä, että jos päätösvalta olisi osakkeenomistajille, he käyttäisivät sitä itsekkäästi.⁹⁴

⁸⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 220; Pönkä 2008, s. 739.

⁸⁶ Tällaisia OYL:n mahdollistamia mekanismeja ovat esimerkiksi osakkeiden erilajistaminen, osakkeilla äänestämistä rajoittavat leikkurit, päätöksentekoa yhtiökokouksessa koskevat määräänemmistövaatimukset, yhtiöjärjestyksen myrkkypillerilausekkeet sekä valtakirjojen kerääminen. Katso lisää Pönkä 2008.

⁸⁷ Pönkä 2008, s. 737 - 738.

⁸⁸ Ks. luku 2.4.1.

⁸⁹ Koska määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja pystyy yksin vaihtamaan yhtiön hallituksen, noudattavat hallituksen jäsenet yleensä määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan strategiaa (Villa 2016, s. 333).

⁹⁰ Pönkä 2008, s. 740.

⁹¹ Timonen 1997, s.150; Pönkä 2008, s. 741.

⁹² Bebchuk 2005, s. 835 - 914; Bainbridge 2003, s. 547 - 606; Mähönen – Villa 2015, s. 216; Stone 2006, s. 901; Pönkä 2012, s. 82 - 86; Macey 1993, s. 11 - 21.

⁹³ Mähönen – Villa 2015, s. 215 - 216; Vahtera 2011, s. 142 - 144; Stone 2006, s. 901, alaviite 29. Toisaalta Osakkeenomistajat eivät omista osakeyhtiötä. Osakkeenomistajat omistavat residuaalioikeuden yhtiön varoihin. Täten voi argumentoida, etteivät osakkeenomistajien ole etuoikeutetussa asemassa suhteessa yhtiön muihin sidosryhmiin. (Ks. argumentaatiosta Bainbridge 2006, s. 777.)

⁹⁴ Ks. esim. Stout 2005, s. 1446; Mähönen – Villa 2010, s. 466; Bainbridge 2003, s. 571 - 574.

Berle ja Means havainnoivat jo 30-luvulla vallan siirtyneen johdolle yhdysvaltalaisissa suuryrityksissä, sillä yhtiöiden omistusrakenne oli niin hajautunut, ettei sijoittajilla ollut mahdollisuutta kontrolloida yhtiötä ja sen johtoa.⁹⁵ Omistuksen hajautuneisuus ja kontrollin puute nostivat esiin riskin siitä, että johto käyttäisi laajaa valta-asemaansa väärin.⁹⁶ Yhtiöoikeudellisessa ajattelussa painopiste siirtyikin 80-luvulla tapahtuneen corporate governance vallankumouksen jälkeen siihen, kuinka osakkeenomistajia voitaisiin suojata johdon opportunisteilta.⁹⁷ Erityisen problemaattiseksi katsottiin yritysvaltaustilanne sen kärjistäessä johdon ja omistuksen välisiä intressiristiriitoja.⁹⁸ Shareholder primacya keskusteltiin hostile takeover tematiikassa ensimmäisen kerran 1980-luvun lopun yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa.⁹⁹ Radikaalin shareholder primacy -ajattelun mukaan yhtiön johdon tulisi asettaa osakkeenomistajien intressit kaikkien muiden yhtiön sidosryhmien, kuten velkojien, työntekijöiden, asiakkaiden tai yhteiskunnan edelle.¹⁰⁰ Osa tätä ajattelua on myös näkemys osakkeenomistajien autonomiasta – osakkeenomistajilla tulisi olla valta päättää tärkeistä asioista, jotka koskevat heidän taloudellisia intressejä.¹⁰¹ Vihamielisessä yritysvaltauksessa tämä tarkoittaisi, että osakkeenomistajilla tulisi olla valta päättää hyväksyäkö ostotarjous vai ei.¹⁰² Suomessa ei ole kannatettu radikaalia shareholder primacy ajattelua, mutta ostotarjoustilanteiden osalta on myös esiintynyt näkemyksiä, että tarjouksen kohdistuessa osakkeenomistajiin, tulisi heillä olla päätösvalta tarjoukseen suhtautumisesta.¹⁰³

Puolestaan perinteisen, vallalla olevan, shareholder primacy -ajattelun näkökulmasta johto nauttii osakkeenomistajien luottamuksesta ja on siten pitkälti päätöksenteossaan riippumaton osakkeenomistajista ja heidän vallastaan.¹⁰⁴ Tehtävässään johto toimii osakkeenomistajien agenttina tehtävänänsä maksimoida yhtiön osakkeiden arvo.¹⁰⁵ Johto tuntee yhtiön ja sen osakkeiden pitkäaikaisen arvon parhaiten ja johdolla on siten velvollisuus suojella osakkeenomistajia, jotta he eivät hyväksyisi tarjoajan houkuttelevaa, mutta yhtiön pitkäai-

⁹⁵ Berle – Means 1947, erityisesti 47 - 68, 79 - 118; Mähönen – Villa 2015, s. 241.

⁹⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 241.

⁹⁷ Romano 2005, s. 342 - 352; Mähönen – Villa 2015, s. 241.

⁹⁸ Coffee 1986, s. 13.

⁹⁹ Ks. esim. Lyman – Millon 1989 ja siinä viitatuut lähteet. Pohja tällä termillä oli luotu jo 1970-luvun lopulla Chicagon Law and Economics koulukunnassa.

¹⁰⁰ Millon 2013, s. 1014, 1018.

¹⁰¹ Millon 2013, s. 1016 - 1017.

¹⁰² Lyman – Millon 1989, s. 1882 - 1889.

¹⁰³ Ks. esim. Toiviainen 2002, s. 159 - 160. Näkemys ei edusta radikaalia shareholder primacy ajattelua, vaan korostaa sitä, että ostotarjous on ostotarjouksentekijän ja kohdeyhtiön osakkeenomistajan välinen asia. Myös Ruotsissa katsotaan vahvasti, että ostotarjous on nimenomaan osakkeenomistajien ja tarjouksentekijän välinen. Ks. esim. Broneus – Stattin 2010, s. 37.

¹⁰⁴ Perinteinen shareholder primacy -ajattelu syntyi 1800-luvun lopulla ja on ollut vallitseva lähes koko 1900-luvun. Millon 2013, s. 1014.

¹⁰⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 158; Stone 2006, s. 902.

kaisen arvonkehitykseen nähden liian alhaista ostotarjousta.¹⁰⁶ Suomessa yhtiöoikeudellisessa ajattelussa on 80- ja 90-luvulta alkaen vahvasti painotettu päämies-agenttiteoriaa, ja johdon roolia osakkeenomistajien agenttina sekä korostettu johdon yleistöimivallan laajuutta.

Armour ja *Skeel* ovat verranneet Iso-Britannian ja Yhdysvaltojen yritysvaltaussäntelyiden huomattavia eroja. Iso-Britanniassa Takeover Code¹⁰⁷ suojelee vahvasti osakkeenomistajia. Lähes kaikki valta yritysvaltaustilanteessa on osakkeenomistajilla, Takeover Coden velvoittaessa johtoa tiukasti olematta ryhtymään puolustautumistoimiin ilman osakkeenomistajien valtuutusta tai päätöstä. Sitä vastoin Yhdysvalloissa johdolla on huomattavasti laajempi toimivalta ryhtyä erilaisiin puolustautumistoimiin ilman yhtiökokouksen mandaattia, kunhan puolustautumistoimet ovat linjassa johdon fidusiaarisien velvollisuuksien kanssa.¹⁰⁸ Johdon toimivallan ryhtyä puolustautumistoimiin ollessa laaja Yhdysvalloissa, on yritysvaltauksia vaikeampi toteuttaa Yhdysvalloissa kuin Iso-Britanniassa.¹⁰⁹ On myös argumentoitu, että johdolla ollessa laaja toimivalta puolustautua ostotarjoukselta, ei määräysvaltamarkkinamekanismi toimi kunnolla, sillä johdolla ei ole pelkoa asemansa menettämisestä kannustimena tuottaa voittoa osakkeenomistajille ja pitää yhtiön pörssikurssi korkealla.¹¹⁰ *Armour* ja *Skeel* asettuvat pitämään Iso-Britannian mallia parempana, sillä yritysvaltauksien ovat talouden kannalta hyödyllisiä ja johdon puolustautumistoimia värittää usein heidän omat intressinsä.¹¹¹ On kuitenkin syytä huomata, että samanlaisilla sääntelystrategioilla voi olla hyvin erilaiset vaikutukset erilaisissa corporate governance -järjestelmissä ja siten tietty yritysvaltauksia koskeva sääntö voi johtaa toisessa valtiossa osakeomistuksen pirstaloitumiseen ja taas toisessa osakeomistuksen keskittymiseen.¹¹² Siten edellä esitetystä sääntelymallien vertailusta ei voi tehdä mustavalkoisia päätelmiä Suomeen sopivasta sääntelymallista.

Osakkeenomistajien ja johdon vallanjaon taustalla on myös poliittisia syitä, sillä osakeyhtiöillä ja niiden sääntelyllä on huomattava merkitys taloudelle. Siten osakeyhtiöillä ja niissä

¹⁰⁶ Millon 2013, s. 1017.

¹⁰⁷ The Panel on Takeovers and Mergersin laatima Takeover Code, jonka viimeisin versio, twelfth edition, ilmestyi 12.9.2016.

¹⁰⁸ *Armour – Skeel* 2007, s. 1729 - 1730, 1735 - 1736.

¹⁰⁹ *Armour – Skeel* 2007, s. 1739.

¹¹⁰ *Armour – Skeel* 2007, s. 1742. Empiiriset tutkimukset Yhdysvalloissa ovat osoittaneet, että johdon toimivallan laajentaminen yritysvaltauksilta puolustautuessa New Yorkissa ostotarjoussääntelyssä, on laskenut kyseisessä osavaltiossa toimipaikkansa rekisteröineiden yhtiöiden markkina-arvoa. Ks. *Armour – Skeel* 2007, s. 1742 alaviite 56, jossa viittaus Laurence Schumanin tutkimukseen *State Regulation of Takeovers and Shareholder Wealth: The Case of New York's 1985 Takeover Statutes*, Bureau of Economics Federal Trade Commission Washington, Dc 20580. Working paper no. 163. April 1988.

¹¹¹ *Armour – Skeel* 2007, s. 1741.

¹¹² Ilmonen 2016, s. 14, 46.

valtaa käytävillä tahoilla, on poliittista painoarvoa. Sellaisilla markkinoilla, joissa osakeomistus on keskittynyt, sääntely usein suosii osakkeenomistajakoalitioita, kun taas hajautuneen osakkeenomistajakunnan markkinoilla sääntely suosii johtoa.¹¹³ Poliittiset syyt voivat myös vaikuttaa siihen, että ostotarjoussääntely voi suojata enemmän ostotarjouksen kohteeksi joutunutta yhtiötä kuin ostotarjouksentekijää.¹¹⁴

Edellä kohdassa 2.3.2 käsiteltiin johdon ja osakkeenomistajien riskinottohalukkuuden eroja ja perusteltiin osakkeenomistajien korkeampaa riskinkantokykyä sillä, että osakkeenomistajat ovat hajauttaneet osakeomistuksensa. On kuitenkin syytä huomata, että kaikki osakkeenomistajat eivät omaa laajaa osakeportfoliota ja siten vain ne osakkeenomistajat, jotka ovat hajauttaneet riskinsä, ovat valmiita ottamaan enemmän sitä.¹¹⁵ Vaikka monilla institutionalisilla sijoittajilla, kuten eläkevakuutusyhtiöillä, on lakisääteinen velvollisuus hajauttaa sijoituksensa¹¹⁶, on Suomessa listayhtiöiden omistus perinteisesti hyvin keskittynyttä.¹¹⁷ Mitä enemmän jokin taho on sijoittanut yhtiöön, sitä sidotumpi kyseinen taho on asianomaisen yhtiön kehitykseen. Merkittävä omistajataho pyrkii välttämään riskejä yhtiön liiketoiminnan epäonnistumisesta ja tilannetta, jossa joutuisi lisäpääomittamaan yhtiötä.

Koska osakkeenomistajien edut ja eturistiriidat ovat tilannesidonnaisia, ei yritysostoja koskevalle sääntelylle voi asettaa erityisen tarkkoja tavoitteita.¹¹⁸ *Timonen* on katsonut ostotarjoussääntelyn yleiseksi tavoitteeksi toteuttaa jo *Berlen* ja *Meansin* määrittelemän ehdon siitä, että valtaa luovuttaa yritys toiselle saa käyttää vain huomioiden ja suojellen kaikkien osakkeenomistajien intressejä riittävällä tavalla.¹¹⁹ Tämän alustuksen jälkeen siirrymme seuraavaksi tarkastelemaan kysymystä määräysvallasta konkreettisemmin, OYL:n säännösten tasolla.

¹¹³ Ilmonen 2016, s. 22 - 23, 60 - 61, 98.

¹¹⁴ Ilmonen 2016, s. 33, 189 - 190.

¹¹⁵ Coffee 1986, s. 65.

¹¹⁶ Näin mm. laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 20.3.2015/315.

¹¹⁷ La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer 1999, s. 492 - 495.

¹¹⁸ Timonen 1997, s. 168.

¹¹⁹ Timonen 1997, s. 169; Berle – Means 1947, s. 270 - 276.

3 HALLITUKSEN TOIMIVALLASTA JA KELPOISUUDESTA

3.1 Tausta – hallituksen ja yhtiökokouksen organisatorisesta asemasta

Koska osakeyhtiölaista puuttuvat selkeät normit, jotka määrittäisivät ja rajaisivat julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen roolia AML 11:14:ta vastaavassa tilanteessa, tulee ongelman yhtiöoikeudellinen tarkastelu aloittaa osakeyhtiön toimielinten välisistä valtasuhteista. Seuraavaksi etenen yleisemmältä tasolta kohti tutkimuskysymyksen ydintä.

Koska osakeyhtiö on oikeushenkilö, tarvitsee se itsestään selvästi luonnollisia henkilöitä hoitamaan yhtiön asioita. Osakeyhtiön edustajia ovat yhtiön eri toimielimet, joiden jäseninä luonnolliset henkilöt tekevät päätöksiä sekä ne edustamisoikeutetut henkilöt, jotka muuten voivat toimia yhtiön nimissä, tehden sitoumuksia tai hankkien oikeuksia yhtiölle.¹²⁰ Osakeyhtiön toimielimistä vain kahdella, hallituksella ja toimitusjohtajalla on oikeus edustaa osakeyhtiötä.¹²¹ Toimielinten väliset valtasuhteet eivät kuitenkaan ole samankaltaisia kaikissa osakeyhtiöissä. OYL luo raamit tehtävien ja vallan liikkumatilalle eri toimielinten välillä ja yhtiöjärjestys on se instrumentti, jolla OYL:n olettamasaännöksiä toimielimien välisistä valtasuhteista voidaan, OYL:n mahdollistamien raamien sisällä, muuttaa. Listayhtiöiden osalta myös corporate governance -suositukset vaikuttavat toimivaltakysymyksiin.

Käytännössä etenkin osakeyhtiön omistusrakenteella on suuri merkitys – osakkeenomistajien määrä, osakeomistuksen suuruudet, osakkeenomistajien mahdolliset ryhmittyvät, aktiiviset enemmistö- tai vähemmistöomistajat – kaikki vaikuttavat toimielinten väliseen vallanjakoon.¹²² Maamme osakeyhtiöistä suurin osa on luonnollisten henkilöiden omistamia pieniyhtiöitä, joissa samat osakkeenomistajat sekä johtavat että valvovat yhtiötä. Pienissä, harvainomistetuissa yhtiöissä hallitus voi koostua vain osakkeenomistajista tai usein jopa yksi ainoa osakkeenomistaja voi myös olla ainoa hallituksen varsinainen jäsen. Tämä tilanne poikkeaa merkittävästi suurista osakeyhtiöistä, joiden osakeomistus on usein pirstaloitunut lukuisille osakkeenomistajille. Suurissa yhtiöissä ja yhtiöissä, joiden osakeomistus on muuten laajasti hajautunut, todellinen valta osakeyhtiössä on usein siirtynyt ulkopuoli-

¹²⁰ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 601.

¹²¹ Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin otettu kantaa, että edustamisoikeus voidaan antaa yhtiön osakkeenomistajalle tai hallintoneuvoston jäsenelle, sillä hallitus voi yhtiöjärjestysmääräyksen perusteella antaa nimetyille henkilöille oikeuden edustaa yhtiötä. Yhtiökokouksella ei passiivisena toimielimenä sen sijaan ole oikeutta edustaa yhtiötä ulospäin. Ks. esim. Raninen 1959, s. 50.

¹²² Taxell 1988, s. 103. Luonnollisesti tähän toimielinten väliseen vallan jakoon vaikuttavat myös monet muut asiat kuten hallituksen jäsenten kyvykkyys ja aktiivisuus, enemmistöosakkeenomistajien luottamus hallitusta kohtaan, yhtiön taloudellinen tilanne etc.

selle ja ammattimaiselle hallitukselle.¹²³ Jos hallitus koostuu osakkeenomistajista ulkopuolisista jäsenistä, aktualisoituu päämies-agenttiongelma ja herää kysymys, kenen etua johto edistää, omaansa, yhtiön vaiko suurimman osakkeenomistajan.¹²⁴ Ongelmaksi muodostuu tällöin johdon toimien valvonta, jottei johto käyttäisi laajaa toimivaltaansa väärin.¹²⁵

Tavoitetila on, että osakeyhtiön eri toimielinten väliset valta-asetelmat olisivat selkeitä ja yksiselitteisiä, jotta yhtiön ulkopuoliset toimijat voisivat luottaa kunkin toimielimen toimivaltaan.¹²⁶ Valta-asetelma hallituksen ja yhtiökokouksen välillä vaikuttaa selkeältä – hallituksella on yleistoimivalta ja yhtiökokouksen toimivalta on tähän nähden toissijainen.¹²⁷ Tämä toimivallanjako pohjautuu siihen, että valta liiketoiminnallisten päätösten osalta on annettu hallitukselle ja yhtiökokouksen mahdollisuus erottaa hallitus varmistaa sen, että hallitus toimii osakkeenomistajien enemmistön luottamuksen arvoisesti.¹²⁸ Osakeyhtiön toimielinten toimivaltakysymykset ovat kuitenkin paikoin häilyviä ja edellyttävät tapauskohtaista harkintaa. Erityisesti tämän pääluvun kohdassa 3.3.3 tarkasteltavat kysymykset koskien hallituksen toimivaltaa tehdä erittäin merkittäviä päätöksiä osakeyhtiössä, ovat herättäneet runsaasti erilaisia näkemyksiä oikeuskirjallisuudessa.

Yhtiökokouksen on katsottu olevan osakeyhtiön organisaatiohierarkiassa ylin päättävä toimielin.¹²⁹ Kuitenkin yhtiökokouksen valtaa tosiasiallisesti rajoittaa se, että se pääsääntöisesti kokoontuu vain kerran vuodessa varsinaisessa yhtiökokouksessa ja on riippuvainen hallituksen sille siellä antamista tiedoista. Hallituksen tehtävien asianmukainen hoitaminen puolestaan edellyttää huomattavasti useammin kokoontumista.¹³⁰ Siten yhtiökokouksen valtaa ylimpänä toimielimenä rajoittaa hallituksen tiedollinen ylivoima.¹³¹ Yhtiökokouksen tärkeimpänä tehtävänä yleisesti pidetään hallituksen nimittämistä.¹³² Tätäkin keskeistä

¹²³ Mähönen – Villa 2010, s. 91; af Schultén 2004, s. 3; Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 397; Kurkela 2003, s. 47; HE 27/1977, s. 58. Toivianen on katsonut hallituksen vallan suurissa yhtiöissä olevan jopa rajaton ja suhtautunut siihen kriittisesti (Toivianen 1995, s. 280 - 281).

¹²⁴ Armour – Hansmann – Kraakman 2009, s. 35 - 37.

¹²⁵ Mäntysaari 2013, s. 589. Etenkin sellaisissa osakeyhtiöissä, joissa jokin osakkeenomistajaryhmittymä ei kontrolloi hallitusta, hallituksen valta-asetelma on vahva, etenkin jos yhtiö menestyy hyvin eikä esiin nouse suurempia skandaaleja. Ks. lisää Kurkela 2003, s. 47, jossa esitellään ajatus ”toleranssirajasta” hallituksen toimien valvojana.

¹²⁶ Mähönen – Villa 2006, s. 267.

¹²⁷ Mähönen – Villa 2011, s. 5.

¹²⁸ Vahtera 2011, s. 216.

¹²⁹ af Schultén 2004, s. 2, Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 397. Mäntysaari on tästä erimieliltä katsoen, ettei yhtiökokous ole osakeyhtiön ylin toimielin, sillä yhtiökokouksen toimikenttä on hallituksen toimikenttää suppeampi. Mäntysaari katsoo, että kumpikin toimielin on ylin päättävä elin niissä asioissa, jotka kyseiselle toimielimelle kuuluvat (Mäntysaari 2002, s. 141 - 142).

¹³⁰ OYL 6:5:n mukaan hallitus kokoontuu tarvittaessa. Kunkin yhtiön yksilölliset olosuhteet vaikuttavat asianmukaiseen kokoontumistihyvyyteen (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 527). Kokoontumistarve riippuu siten myös hallituksen tehtävistä ja tosiasiallisesta roolista yhtiössä (Airaksinen ym. 2007a, s. 334 - 335).

¹³¹ Ks. esim. Lindholm – Rasinaho – Virtanen 2004, s. 18.

¹³² af Schultén 2004, s. 2 Yhdysvalloissa esim. Black 1990, s. 531. Muita yhtiökokouksen tärkeimpiä tehtäviä ovat tilinpäätöksen vahvistaminen sekä vastuuvapaudesta ja voitonjaosta päättäminen.

osakkeenomistajien oikeutta rajoittaa se, että istuva hallitus valmistelee yhtiökokoukselle ehdotuksen seuraajistaan.¹³³ Myös yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa on tarkasteltu hallituksen valmistelutoimien vaikutusta yhtiökokouksen valtaan ja jopa esitetty, että useimmat yhtiökokouksen tärkeät tehtävät ovat hallituksen kontrollissa ja siten yhtiökokouksen todellinen valta on varsin rajattu.¹³⁴ Ennen kaikkea Yhdysvalloissa osakkeenomistajien valtaa rajoittaa hallituksen absoluuttinen oikeus tehdä esityksiä yhtiökokoukselle. Tämä tarkoittaa, että vaikka yhtiökokouksella olisi veto-oikeus päätöksenteossa, on yhtiökokous sidottu hallituksen esityksiin.¹³⁵ Suomessa hallituksella ei ole absoluuttista oikeutta tehdä esityksiä yhtiökokoukselle, vaan myös osakkeenomistajilla on oikeus saada asioita yhtiökokouksessa käsiteltäväksi (OYL 5:5). Siten Suomessa yhtiökokous ei ole vastaavalla tavalla sidottu hallituksen esityksiin. Tästä huolimatta osakkeenomistaja voi vaatia yhtiökokouksen käsiteltäväksi vain sellaisia asioita, jotka kuuluvat yhtiökokoukselle.¹³⁶

Vallan jakautuminen hallituksen ja yhtiökokouksen välillä ei ole selkeää tai tarkkarajaista, vaan on herättänyt ja herättää edelleen runsaasti keskustelua. Huugo Raninen kirjoitti jo vuonna 1959: ”*Mutta minkälaiset asiat ovat yhtiön asioita ja mikä on yhtiökokouksen toimivalta? Ei Suomen enempää kuin muidenkaan maiden lainsäädännöstä saada suoranaista vastausta tähän kysymykseen, vaikka eri maiden lainsäädännössä määritellään joukko yhtiökokouksen toimivaltaa kuuluvia asioita.*”¹³⁷ Vastaus tähän kysymykseen on vielä liki 60 vuotta myöhemminkin paikoin epäselvä. Erityisesti toimielimen välinen vallanjakautuminen osakeyhtiön ”kohtalon kysymyksissä” kuten sulautumisessa ja jakautumisessa, merkittävän liiketoiminnan myynnissä sekä ostotarjousprosessissa on moniulotteinen kysymys. Osaa näistä kohtalon kysymyksistä, ja vallan jakautumista niissä, on säännelty yksityiskohteisesti, kuten sulautumisesta sulautumisdirektiivissä (78/855/ETY) ja ostotarjousprosessia ostotarjousdirektiivissä sekä implementoituna OYL:ssa ja AML:ssa. Kuten tutkielman alussa tuotiin esiin, julkisesti noteeraamattoman yhtiön osalta hallituksen toimivaltaa ryh-

¹³³ Black 1990, s. 521, 592 - 595. Blackin näkemys ei yhtä vahvana päde Suomeen, silti osakeomistuksen ollessa keskityneempää, on osakkeenomistajilla enemmän valtaa. Pörssi-yhtiöissä myös hallituksesta osin itsenäinen osakkeenomistajien nimitysvaiokunta valmistelee yhtiökokoukselle ehdotuksen hallituksen kokoonpanosta. Ks. myös Bainbridge 2003, s. 568 - 569.

¹³⁴ Johnson 1986, s. 790. Tätä näkemystä ei sellaisenaan voi rinnastaa Suomeen, sillä osakeyhtiöoikeudessamme on eroja mm. hallituksen asema. Yhdysvalloissa osakkeenomistus on myös huomattavasti laajemmalle pirstaloitunut. Omistusrakenteen vaikutus valtasuhteisiin on ollut yhtiöoikeuden klassikkokysymyksiä jo vuosia. Yleistäen, esimerkiksi Keski-Euroopassa yhtiöiden osakeomistuksesta merkittävä osuus on yleensä keskittynyt yhdelle osakkeenomistajalle tai osakkeenomistajakoalitiolle. Yhdysvalloissa, Japanissa ja Iso-Britanniassa puolestaan ei yleensä ole yhtä kontrolloivaa osakkeenomistajaa, vaan omistus on pirstaloitunut laajemmin. Katso tematiikasta esimerkiksi Armour – Hansmann – Kraakman 2009, s. 301 - 309; Kaisanlahti 1999, s. 108.

¹³⁵ Bechuk 2005, s. 862 - 865.

¹³⁶ Mähönen – Villa 2010, s. 104 - 105. Suomessa yhtiökokouksella ei ole valtaa päättää sellaisista asioista, jotka nimenomaisesti kuuluvat toiselle toimielimelle.

¹³⁷ Raninen 1959, s. 48.

tyä ostotarjousta tai määräysvallan hankkimista vastustaviin toimiin ei ole säännelty. Saa-daksemme vastauksen hallituksen toimivallan ja kelpoisuuden rajoihin, aloitamme ensin kohdassa 3.2. toimivallan ja kelpoisuuden käsitteistä ja niiden eroista edeten tästä hallituk-sen ja yhtiökokouksen toimivallan ja kelpoisuuden yksityiskohtaisempaan tarkasteluun. Kohdassa 3.3 tarkastelemme, kuinka tätä hallituksen ja yhtiökokouksen välistä valtatasapainoa ja työnjakoa voidaan muuttaa siirtämällä eri keinoin hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvia asioita yhtiökokoukselle. Tutkielman varsinaisen ydinkysymyksen – onko halli-tuksella toimivaltaa ryhtyä ostotarjousta tai määräysvallan hankkimista vastustaviin toimiin – tarkastelu tapahtuu kohdan 3.3.3 alaotsikoineen sekä kohdan 3.4 alla.

3.2 Hallituksen ja yhtiökokouksen kelpoisuudesta ja toimivallasta

3.2.1 Kelpoisuus ja toimivalta käsitteinä

OYL 6:28.1:n mukaan yhtiön osakeyhtiölaissa tarkoitetun edustajan yhtiön puolesta teke-mä oikeustoimi ei sido yhtiötä, jos 1) edustaja on toiminut vastoin osakeyhtiölaissa säädet-tyä kelpoisuuden rajoitusta, 2) edustaja on toiminut vastoin OYL 6:27.1:ssä tarkoitettua rajoitusta tai 3) edustaja on ylittänyt toimivaltansa ja se, johon oikeustoimi kohdistui, tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä.

OYL 6:28.1:n 1) kohdan mukaan oikeustoimi ei sido, jos osakeyhtiön edustaja, kuten halli-tus, on ylittänyt kelpoisuutensa. Käsitteen *kelpoisuus* määrittely on osoittautunut oikeuskir-jallisuudessa paikoin epätarkaksi. Epätäsmällisesti ilmaisten kelpoisuuden voi määrittää olevan kaikkea sitä, mitä yhtiön edustaja saa yhtiötä sitovasti tehdä. Rajat edustajan kelpoi-suudelle asettavat painavat normit: yhtiön toiminnan tarkoitus¹³⁸ sekä ne lainsäädännön sisältämät absoluuttiset säännökset, jotka koskevat yhtiön toimielimiä ja niiden keskinäistä tehtävien jakoa.¹³⁹ Kelpoisuus siten ylittyy, jos yhtiön toimielin tekee päätöksen, joka kuu-

¹³⁸ Mähösen ja Villan mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksella on niin keskeisen asema yhtiön toiminnan ohjaajana, että kotimaisessa yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa on perinteisesti katsottu, että toiminnan tarkoitus rajaa edustajan kel-poisuutta, eikä pelkästään toimivaltaa (Mähönen – Villa 2015, s. 287). Pönkä ja Mäntysaari puolestaan katsovat, että yhtiön toiminnan tarkoituksen vastainen liiketoimi ylittää vain edustajan toimivallan. (Pönkä 2013b, s. 226; Mäntysaari 2002, s. 256). Koen hankalaksi hahmottaa yhtiön toiminnan tarkoitusta vasten tehdyn liiketoimen muuksi, kuin kelpoi-suuden ylitykseksi. Katson, että koska osakeyhtiön millään toimielimellä ei ole oikeutta tehdä yhtiön toiminnan tarkoi-tuksen vastaisia liiketoimia, ilman yhtiön kaikkien osakkeenomistajien suostumusta, on kyseessä oltava kelpoisuuden ylitys. Liiketoimi, joka rikkoisi yhtiön toiminnan tarkoitusta, ei voisi saada vilpittömän mielen suojaa, vaan sitä tulisi pitää pätemättömänä, elleivät yhtiön kaikki osakkeenomistajat antaisi toimelle suostumustaan. Muuten painava periaate siitä, että sellaisiin toimet, jotka eivät ole linjassa voiton tuottamisperiaatteen kanssa, vaativat kaikkien osakkeenomistaji-en suostumuksen, menettäisi merkityksensä. Kelpoisuus lisäksi kytkeytyy vahvasti ulkopuolisen havaittavissa oleviin seikkoihin. Koska jokainen yhtiön sopimuskumppani tietää, että yhtiön toiminnan tarkoitus on voiton tuottaminen osak-keenomistajille, on ulkopuolisen havaittavissa, mikäli liiketoimi rikkoisi tätä tarkoitusta.

¹³⁹ Toiviainen 1988, s. 242.

luisi toiselle toimielimelle tai olisi laissa kokonaan kielletty oikeustoimi.¹⁴⁰ Toimielimen toimivalta puolestaan määritellään niiden asioiden muodostamana joukkona, johon toimielimellä kelpoisuutensa puitteissa, lainsäädännön ja yhtiön sisäisten normien rajaamana, on yhtiön nimissä ja sen puolesta oikeus ryhtyä.¹⁴¹

Osakeyhtiön edustajan kelpoisuus, edustusvalta, perustuu OYL:n säännöksiin, joista esimerkiksi OYL 6:25 koskee hallituksen ja toimitusjohtajan asemaa yhtiön edustajina. OYL 6:27:n mukaan kelpoisuutta voidaan rajoittaa sekä yhtiöjärjestysmääräyksiin että yhtiön toimielimen päätöksellä yksittäisten yhtiön edustajien osalta siten, että kahdella tai useammalla on vain yhdessä oikeus edustaa yhtiötä.¹⁴² OYL 6:27:n kollektiivirajoitus koskee vain kelpoisuuden rajoittamista. Sen sijaan edustajan toimivallan rajaaminen yhtiöjärjestyksessä on varsin vapaata.¹⁴³

Molemmat näistä käsitteistä, sekä toimivalta että kelpoisuus määrittävät yhtiön edustajan oikeutta tehdä yhtiötä sitovia oikeustoimia. Näiden ero perustuu siihen, miten ja keneen kohdistuen edustajan oikeutta on rajoitettu. Kelpoisuuden on mielletty tarkoittavan edustajan edustamisvallan ulkorajaa.¹⁴⁴ Edustajan toimivalta voi tietyissä tilanteissa ylittää kelpoisuuden ulkorajalle asti, mutta useimmissa tilanteissa toimivalta on kapeampi, sillä toimivaltaa rajoittavat useat seikat – lainsäädäntö, yhtiön toimiala, yhtiöjärjestyksessä olevat määräykset tai ylempien toimielimien tekemät päätökset ja ohjeet.¹⁴⁵ Toimialan ylitys kytkeytyy selkeästi nimenomaan toimivallan ylitykseen, sillä OYL 6:27:2:n mukaan yhtiöjärjestyksen toimialamääräys rajoittaa edustajan toimivaltaa.

Koska toimivalta perustuu päämiehen eli yhtiön ja sen edustajan väliseen suhteeseen, ei edustajan toimivalta ole kaikissa tilanteissa kolmannen havaittavissa.¹⁴⁶ Esimerkiksi yhtiön hallituksella voi olla yhtiön kannalta erittäin merkittävään oikeustoimeen kelpoisuus edustaa yhtiötä, mutta oikeustoimen yhtiöön kohdistuvien tuntuvien vaikutuksien takia hallituk-

¹⁴⁰ Af Schultén 2003, s. 556; Nuolimaa 2007, s. 296 - 298. Vuoden 1996 hallituksen esityksen mukaan, jolla muun muassa muutettiin säännöksiä koskien osakeyhtiön edustajan tekemien oikeustoimien sitovuutta, kelpoisuuden rajoituksena pidettiin ”lain säännöksiä eri toimielinten välisestä tehtävien jaosta sekä säännöksiä, joissa tietyt oikeustoimet on kokonaan kielletty. Kiellettyä on esimerkiksi muiden kuin yleishyödylliseen tai siihen rinnastettavaan tarkoitukseen tarkoitettujen kohtuullisten lahjojen antaminen (12 luvun 6 §) tai yhtiön varojen lainaaminen osakkeenomistajalle 12 luvun 7 §:n vastaisesti.” HE 89/1996, s. 109. Pönkä katsoo, että kelpoisuus on ylitetty vain jos rikotaan toimielinten toimivallan jakoa koskevia säännöksiä tai sellaisia liiketoimia, jotka on nimenomaisesti kielletty OYL:ssa (Pönkä 2013b, s. 226).

¹⁴¹ Toiviainen 1988, s. 242.

¹⁴² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012a, s. 602.

¹⁴³ Airaksinen ym. 2010a, s. 524. Ks. myös Ruotsissa Johansson 2014, s. 118 - 119.

¹⁴⁴ Mähönen – Villa 2006, s. 287.

¹⁴⁵ Af Schultén 2003, s. 555. Vuoden 1996 hallituksen esityksessä annettiin esimerkkeinä toimivallan ylityksestä yhdenvertaisuusperiaatetta rikkovat toimet, esteellisyysäännökset, yhtiöjärjestyksen määräykset ja yhtiön toimialan ylittävät toimet, sekä ylimpien toimielinten antamat ohjeet ja määräykset, ks. HE 89/1996 vp. s. 109.

¹⁴⁶ Airaksinen ym. 2010a, s. 517.

selta puuttuisi toimivalta päättää asiasta. Näin ainakin on argumentoitu, mutta myöhemmin kohdissa 3.3.3 ja 3.4 tulemme havaitsemaan, että erittäin merkittävien päätösten osalta on erilaisia näkemyksiä siitä, kuuluvatko nämä hallituksen toimivaltaan vai ei. Sillä seikalla, havaitseeko yhtiön vastapuoli toimivallan ylityksen vai ei, on olennainen merkitys toimivallan ylityksen seuraamuksille. OYL 6:28.1:n 3 kohdan mukaan toimivalta ylittäen tehty oikeustoimi sitoo, jos vastapuoli ei tiennyt eikä pitänyt tietää toimivallan ylityksestä. Toimivalta siis antaa suojaa vastapuolen vilpittömälle mielelle.¹⁴⁷ Kelpoisuus taas määräytyy OYL:n pakottavien säännösten ja toimielinten välisen tehtävänjaon perusteella, ja siksi jokaisen oikeustoimeen ryhtyvän oletetaan ne tuntevan.¹⁴⁸

Tässä tutkielmassa ei aihealueen rajauksen ja sivumäärärajoituksen takia tarkastella kelpoisuuden ja toimivallan ylityksen seuraamuksia, kuten päätöksen pätemättömyyttä ja hallituksen mahdollista vahingonkorvausvastuuta.¹⁴⁹

3.2.2 Kelpoisuuden ja toimivallan erottaminen

Käytäntö on osoittanut, että kelpoisuuden ja toimivallan käsitteitä on usein hankala erottaa toisistaan, ja aina ei ole yksiselitteistä, milloin kyse on kelpoisuuden ja milloin toimivallan ylityksestä. OYL 6:28.1:stä ei ilmene, mitkä osakeyhtiölain säännökset muodostavat kelpoisuuden ja mitkä toimivallan rajoituksen. Myös oikeuskirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä on ollut kirjavuutta näiden kahden käsitteen määrittelyssä ja etenkin *toimivallan* käsitettä on käytetty vaihtelevissa yhteyksissä.¹⁵⁰

Käsitteiden epäselvyydestä huolimatta ratkaisussa Kouvolan HO 22.11.2012 arvioidaan onnistuneesti kelpoisuutta ja sen ylittämistä. Ratkaisusta on keskeisintä huomata, ettei edes yhtiökokouksella olisi ollut kelpoisuutta tehdä yhdenvertaisuusperiaatetta rikkovaa oikeus-

¹⁴⁷ Vilpittöntyä mieltä arvioidaan samalla lailla kuin oikeustoimilain 39 §:ää.

¹⁴⁸ HE 89/1996 vp, s. 108 - 109.

¹⁴⁹ Vahingonkorvausvastuukysymyksillä on olennainen merkitys johdon toimien valvojana ja jälkikäteisten ex post valvontamekanismien, on oltava tehokkaita, sillä johdon laaja toimivalta tarkoittaa, että ex ante valvonta on vähäistä. Ex post valvontamekanismeista keskeisin on siviilioikeudellinen vahingonkorvausvastuu. Muita ex post valvontamekanismeja ovat johdon kompensatiojärjestelmät sekä erilaiset valvonta- ja korvausmekanismit kuten esimerkiksi johdon tulosperusteinen palkkaus ja optio-oikeudet sekä pelko erottamisesta. Erityisesti tutkimuksen kohteena olevien osakeyhtiöiden osalta vahingonkorvausvastuun uhalla on olennainen merkitys hallituksen toimien valvojana, sillä jos osakkeenomistajakunta on hajaantunut, ei yksittäisellä osakkeenomistajalla ole riittävää taloudellista intressiä valvoa hallituksen toimia. Julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden kohdalla pääomamarkkinat eivät myöskään mittaa tai valvo johdon toimia. Katso lisää ex post valvonnasta ja sen merkityksestä Rapakko 1990, s. 44, 92, 110.

¹⁵⁰ Airaksinen ym. 2010a, s. 517. Lisäksi esimerkiksi ruotsiksi toimivalta on *befogenhet* ja kelpoisuus on *behörighet*, mutta yleistoimivalta puolestaan on *allmän behörighet*, mikä on omiaan aiheuttamaan sekaannusta ja horjuttamaan termin merkitystä.

toimea.¹⁵¹ Ratkaisussa myös painotetaan kelpoisuuden kytkeytymistä ulkoisesti havaittaviin seikkoihin.

Tapauksessa golf-osakeyhtiön osakesarja A:han kohdistui pelioikeuksien käytöstä riippumaton maksuvelvollisuus. Asiassa arvioitiin, oliko yhtiön hallituksen puheenjohtaja X:llä ollut kelpoisuutta tai toisaalta toimivaltaa myydä A-osakkeita sopien, ettei tiettyihin A-osakkeisiin kohdistu maksuvelvollisuutta. Golf-osakeyhtiö kantajana katsoi, etteivät oikeustoimet sitoneet yhtiötä X:n ylitettyä kelpoisuutensa. Koska yhtiöjärjestyksessä oli määräys A-osakkeisiin kohdistuvasta maksuvelvollisuudesta, vain yhtiökokouksella oli valta päättää asiasta. Kantaja katsoi X:n myös rikkomeneen yhdenvertaisuusperiaatetta ylittäen näin kelpoisuutensa. Etua saaneet A-osakkeenomistajat argumentoivat vastaajina hallituksella olevan yleinen kelpoisuus edustaa osakeyhtiötä ja X:llä oli ollut yksin nimenkirjoitusoikeus, mikä käytännössä tarkoitti hallituksen kelpoisuutta edustaa yhtiötä. Mahdollinen yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaaminen taas ei tehnyt oikeustoimea mitättömäksi, vaan saattoi ainoastaan johtaa X:n vahingonkorvausvastuuseen. Jos kyseessä katsottaisiin olleen toimivallan ylitys, oli oikeustoimi pätevä, sillä vastaajat eivät olleet olleet tietoisia toimivallan ylityksestä. Käräjäoikeus katsoi X:n kelpoisuuden määrättyvän yhtiön tarkoituksen sekä OYL:n toimielinten välistä työnjakoa koskevien säännöksiä perusteella. Niiden vuosien osalta, joina yhtiökokous oli antanut hallitukselle valtuutuksen jättää perimättä maksuja, oli vastaajilla perusteltu syy olettaa X:n toimineen kelpoisuutensa ja toimivaltansa rajoissa. Hovioikeus ratkaisi asian golf-yhtiön hyväksi. HO argumentoi kelpoisuuden liittyvän ulkoisesti havaittaviin seikkoihin ja, ettei kelpoisuus ylittäen tehty oikeustoimi sido yhtiötä. HO ankkuroi tuomionsa osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen, jonka rikkominen itsessään muodosti kelpoisuuden ylityksen. Olennaista oli, ettei edes yhtiökokouksella ollut kelpoisuutta ilman kaikkien osakkeenomistajien suostumusta tehdä sellaista päätöstä, jossa maksuvelvoitteesta vapautetut osakkeenomistajat saavat epäoikeutettua etua muiden A-osakkeiden omistajien kustannuksella. Siten myöskään X:llä ei voinut olla kelpoisuutta tehdä päätöstä. Kelpoisuuden puuttuessa ei toimivaltakysymys tullut edes arvioitavaksi.

Vahtera on kommentoinut ratkaisua todeten, että maamme yhtiöoikeuskirjallisuudessa kelpoisuuden ylitystä on toisinaan arvioitu lähinnä sen perusteella, minkä säännöksen rikkominen on kelpoisuuden ylitys, eikä kelpoisuuden ja toimivallan käsitteiden määrittelyyn ja *soveltamiseen* ole kiinnitetty tarpeeksi huomiota vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa.¹⁵² Vahteran mukaan uudemmassa yhtiöoikeuskirjallisuudessa on oikeammin ja velvoiteoikeudellisesti ajatellen katsottu kelpoisuuden ylitykseksi sellaiset tilanteet, joissa vastapuoli voi ulkoisesti havaita kyseessä olevan pakottavan normin vastainen menettely.¹⁵³

Ratkaisua siitä, mikä milloinkin on toimivallan tai kelpoisuuden ylitys, ei siten voi tehdä kategorisesti, vaan tapauskohtaiset olosuhteet tulee ottaa huomioon.¹⁵⁴ Jotta kelpoisuus olisi ylitetty, ja oikeustoimi olisi vastapuolen vilpittömästä mielestä riippumatta sitomaton, tulee siis yhtäaikaaisesti olla käsillä tilanne, jossa sekä OYL:n pakottavaa säännöstä on ri-

¹⁵¹ Vahtera 2014, s. 6.

¹⁵² Vahtera 2014, s. 5 - 6.

¹⁵³ Ks. esim. Vahtera 2011, s. 194 - 199; Mähönen – Villa 2012b s. 441 - 445; Rasinaho 2013, s. 557 - 558.

¹⁵⁴ Vahtera 2014, s. 6.

kottu että säännöksen rikkominen on niin selkeää, että vastapuolen olisi ulkoisesti pitänyt kyetä havaitsemaan pakottavaa säännöstä rikotun. Edellä selostetussa Kouvolan hovioikeuden ratkaisussa pakottavan säännöksen, yhdenvertaisuusperiaatteen rikkominen oli mielestäni melko yksiselitteistä ja helposti havaittavaa. Jos saman osakesarjan osakkeista osasta poistetaan vastikkeenmaksuvelvollisuus, kun taas osaan saman osakesarjan osakkeista kohdistuu vastikkeenmaksuvelvollisuus, on osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta selkeästi loukattu. Kuitenkin, kuten myöhemmin pääluvussa 4 tulemme havaitsemaan, edes painavien normien kuten OYL:n ensimmäisen luvun periaatteiden tai 13 luvun varojenjakosäännösten rikkominen ei aina ole yksiselitteistä tai helposti havaittavaa, etenkin osto- ja tarjouksen kaltaisessa tilanteessa, jossa eri intressit ovat konfliktissa. On oikeusvarmuuden¹⁵⁵ kannalta ongelmallista, kun oikeusalamaiset, kuten hallituksen jäsenet tai se taho, johon hallituksen päätös vaikuttaa, eivät voi olla varmoja, onko päätös oikeudellisesti sitova, vai onko hallitus ylittänyt joko kelpoisuutensa tai toimivaltansa.

3.2.3 Hallituksen toimivallasta ja kelpoisuudesta

OYL 6:2.1:ssä on säädetty osakeyhtiön hallituksen vastuulle huolehtia yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Tämän hallituksen *yleistoimivallan* on vaikiintuneesti katsottu tarkoittavan, että hallitukselle kuuluvat periaatteessa kaikki ne yhtiön hallinnon tehtävät, joita OYL:ssä tai yhtiön yhtiöjärjestyksessä ei ole määrätty muiden toimielinten, kuten yhtiökokouksen tai mahdollisen toimitusjohtajan tai hallintoneuvoston, suoritettaviksi tai tehtävät, jotka luonteensa puolesta kuuluvat jollekin muulle toimielimelle.¹⁵⁶ Lisäksi, jos yhtiössä ei ole toimitusjohtajaa, kuuluvat hallitukselle myös tämän tehtävät eli yhtiön juoksevan hallinnon hoitaminen.¹⁵⁷ OYL 1:8:n velvoittamana hallituksella on yleinen velvollisuus pyrkiä toimimaan yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti, ja hallitus vastaa toimistaan yhtiön osakkeenomistajille.¹⁵⁸

HE:ssä 109/2005 todetaan, että hallituksen tehtävien määrittely jätetään tarkoituksellisesti yleisluontoisen säännöksen varaan, sillä yhtiöt sekä toimialat ovat hyvin erilaisia, joten hallituksen tehtäviä ei voi eikä ole tarkoituksenmukaista määritellä laissa kovin tarkasti.¹⁵⁹

¹⁵⁵ Oikeusvarmuuden käsitteen määrittely on hyvin hankalaa, mutta periaatteeseen liittyvän oikeusturvan odotuksen on katsottu kytkeytyvän siihen, että mielivaltainen ja ennakoimaton lainkäyttö on kiellettyä ja tuomion tulisi vastata tapahtuneita tosiasioita ja olla materiaalisesti oikeudenmukainen. Ks. Raition kooste oikeusvarmuudesta pohjoismaisessa oikeusteoriassa ja lainkäytössä (Raitio 2012, s. 404).

¹⁵⁶ Mähönen – Villa 2010, s. 2.

¹⁵⁷ Mähönen – Villa 2011, s. 4.

¹⁵⁸ Hallituksen asema muistuttaa asiamiehen asemaa, sillä hallituksen tehtävä on edistää päämiehensä eli yhtiön etua (Thorström 2002, s. 484).

¹⁵⁹ HE 109/2005 s. 82.

Esimerkiksi muutaman osakkeenomistajan pienyhtiössä varsinaista hallitustyöskentelyä ei välttämättä ole juurikaan, vaan hallitus hoitaa vain laissa sille säädetyt velvollisuudet. Suuryhtiössä taas hallituksen tehtävät ovat luonteeltaan strategisia. Hallituksen tehtävät eivät myöskään ole staattisia, vaan myös muuttuvat ajan kuluessa.¹⁶⁰

OYL:sta löytyy lukuisia hallitukselle kuuluvia erityisiä tehtäviä, jotka hallituksen on joko itse suoritettava tai vähintäänkin valvottava niiden suorittamista.¹⁶¹ Hallituksella on sekä strategisia tehtäviä että myös lakisäätteisiä tehtäviä, kuten toimitusjohtajan valinta tai yhtiökokouksen koolle kutsuminen ellei sitä yhtiöjärjestyksessä ole määrätty mahdollisen hallintoneuvosten tehtäväksi. Hallituksella on aktiivinen toimimisvelvollisuus, mikä tarkoittaa muun muassa sitä, että hallituksen kuuluu jatkuvasti hankkia ajantasaista tietoa yhtiöön merkittävästi vaikuttavista asioista ja liiketoimista.¹⁶² Suurissa yhtiöissä hallituksen tehtäviin vaikuttaa myös OYL:n ja yhtiöjärjestyksen lisäksi johdon itselleen laatiman johdon työjärjestyksen mukaiset tehtävät.¹⁶³

Yleisesti ottaen hallitukselle kuuluvat yhtiön toiminta ja laajuus huomioon ottaen epätavalliset ja laajakantoisetkin asiat.¹⁶⁴ Se, mitä toimea missäkin tilanteessa pidetään epätavallisena ja/tai laajakantoisena ratkaistaan tapauskohtaisesti.¹⁶⁵ Asiaa ratkaistaessa tulee huomioida esimerkiksi seuraavat seikat: yhtiön liiketoiminnan koko, luonne ja tavoitteet, kyseisen toimen vaikutukset yhtiöön ja siihen liittyvät riskit, toimen tärkeys sekä toimen yhteys yhtiön tavalliseen liiketoimintaan.¹⁶⁶ Oikeuskirjallisuudessa tällaisiksi, juurikin hallitukselle kuuluviksi, laajakantoisiksi asioiksi on katsottu esimerkiksi yhtiön toiminnan huomattava laajentaminen tai supistaminen, toiminnan organisointi, huomattavimmat organisaatiomuutokset, toiminnan siirtäminen toiseen paikkaan, yhtiön rakenteelliset muu-

¹⁶⁰ Ibid.

¹⁶¹ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 544 - 555. Esimerkiksi Kyläkallio, Iirola ja Kyläkallio ovat luetteloineet 215 hallitukselle kuuluvaa tehtävää ei-tyhjentyvässä listassa (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 544 - 555).

¹⁶² Ks. esim. KKO:2016:58, jossa hallituksen jäsenten, joiden rooli hallituksella oli painottunut taloudelliseen konsultointiin, olisi tullut huolehtia myös siitä, että yhtiön ympäristöasioiden hoitaminen ja valvonta oli järjestetty asianmukaisesti. Kyseisten hallituksen jäsenten olisi tullut ottaa selvää yhtiön ympäristöluvasta ja toimenpiteitä edellyttävistä ympäristöongelmista.

¹⁶³ Vuoden 2015 listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksen 11 mukaan tehokas hallitustyöskentely edellyttää, että hallituksen keskeiset tehtävät ja toimintaperiaatteet määritellään kirjallisesti työjärjestyksessä, jonka keskeinen sisältö selostetaan. Listaamattomien yhtiöiden hallinnointikoodissa on vastaava suositus.

¹⁶⁴ KKO 1988:31; Mähönen – Villa 2011, s. 4; Airaksinen ym. 2010a, s. 418. Tapauksessa KKO 1988:31 oikeus pantata yhtiön liiketoiminnalle tärkeä ja arvokas patentti katsottiin kuuluvan hallitukselle. Mähönen ja Villa ovat lähestyneet hallituksen toimivallan laajuutta toimitusjohtajan toimivallan kautta. Toimitusjohtajalle voidaan katsoa lohkaistun osa hallitukselle kuuluvasta toimivallasta. Koska toimitusjohtajalle kuuluvaan juoksevaan hallintoon eivät kuulu epätavalliset ja laajakantoiset asiat, voidaan niiden katsoa kuuluvan hallitukselle (Mähönen – Villa 2011, s. 4).

¹⁶⁵ Toiviainen 1988, s. 239.

¹⁶⁶ Ibid.

tokset, päättäminen olennaisesti yhtiön asemaan vaikuttavista sopimuksista ja rahoituksesta sekä muut yhtiön liiketoimintaan olennaisesti vaikuttavat asiat.¹⁶⁷

Koska hallituksella on pääsääntöisesti oikeus päättää kaikista niistä asioista, joita laissa ei ole erityisesti säädetty muille toimielimille kuuluvaksi, on hallituksen yleistoimivalta hyvin laaja. Hallituksen kelpoisuuden ulkorajat määräytyvät OYL:n perusteella. Hallituksen laajaa toimivaltaa rajoittavat yhtiöjärjestysmääräykset, niiden puitteissa hallitus voi päättää, mitä ja miten yhtiö harjoittaa liiketoimintaa sekä miten se organisoidaan.¹⁶⁸ OYL:ssa ei kuitenkaan ole nimenomaisesti käsitelty tilanteita, joissa asia muodollisesti kuuluisi hallituksen toimivaltaan, mutta kyseessä olisi taloudellisilta tai muilta vaikutuksiltaan erittäin merkittävä asia.¹⁶⁹ Tähän kysymykseen palataan kohdassa 3.3.3.

3.2.4 Yhtiökokouksen toimivallasta ja kelpoisuudesta

Yhtiökokouksen on katsottu olevan osakeyhtiön ylin päätöksentekuelin, jossa osakkeenomistajat käyttävät päätöksentekovaltaansa sekä oikeuttaan valvoa ja ohjata johdon toimia.¹⁷⁰ Yhtiökokouksen asemasta ylimpänä päätöksentekuelimenä huolimatta, yhtiökokouksen muotoon organisoituneilla osakkeenomistajilla ei ole oikeutta harjoittaa yhtiön liiketoimintaa yhtiökokouksen muodossa, vaan tämä oikeus on joko hallituksella tai toimitusjohtajalla.¹⁷¹ Yhtiökokouksella ei ole hallituksen yleistoimivallan kaltaista yleistä päätöksenteko-oikeutta, vaan OYL 5:2.1:n mukaan se päättää vain sille lain nojalla nimenomaisesti kuuluvista asioista.¹⁷² Siten, mikäli jokin asia kuuluu yhtiökokouksen toimivaltaan, on siitä erikseen säädös OYL:ssa.¹⁷³ Yhtiökokouksen toimivallan ulottumisen vain sen tehtäviksi laissa nimenomaisesti mainittuihin asioihin on katsottu ilmentävän yhtiön ja sen osakkeenomistajien, sekä niiden intressien, erillisyyttä.¹⁷⁴ Yhtiökokoukselle kuuluvia asioita on OYL:ssa vain vähän, mutta ne ovat yhtiön toiminnan kannalta keskeisiä. Yhtiökokoukselle kuuluvat asiat voidaan jakaa kahteen ryhmään: yhtiökokouksessa aina päätettäviin asioihin ja muihin asioihin. Yhtiökokouksessa aina päätettäviä asioita ovat esimerkiksi tilinpäätöksen vahvistaminen ja johdon vastuuvapauden myöntäminen, yhtiökokoukselle

¹⁶⁷ Villa 2001, s. 124; Airaksinen ym. 2010a, s. 418.

¹⁶⁸ Mäntysaari 2013, s. 588.

¹⁶⁹ TaVM 11/2012 vp., s. 6.

¹⁷⁰ af Schultén 2004, s. 2.

¹⁷¹ Toiviainen 1995, s. 276. Osakeyhtiön edustamisvalta kuuluu hallitukselle. Toiviainen onkin todennut, ettei yhtiökokouksella ole oikeutta tehdä sellaisia päätöksiä, jotka merkitsivät yhtiön sitoutumista johonkin.

¹⁷² Tätä vastoin Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa katsotaan, että yhtiökokouksen asema osakeyhtiön ylimpänä toimielimenä tarkoittaa, että hallituksen on yhtiökokouksen alainen ja hallitus on velvollinen noudattamaan yhtiökokouksen ohjeita. Puhutaan periaatteesta ”*principen om aktieägarna som företagens yttersta beslutsfattare*” (Johansson 1990, s. 149). Ks. aiheesta myös Huttunen 1984, s. 25 - 32.

¹⁷³ Villa 2015, s. 65.

¹⁷⁴ Nyström 2016, s. 212.

kuuluvia muita asioita ovat taas esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttaminen tai sulautuvassa tai jakautuvassa yhtiössä sulautumisesta tai jakautumisesta päättäminen.¹⁷⁵ Yhtiökokouksen toimivaltaa ei kuitenkaan rajoita *numerus clausus* -periaate, jonka mukaan yhtiökokouksen toimivalta olisi sidottu vain niihin asioihin, jotka sille nimenomaisesti OYL:ssa kuuluvat, sillä OYL mahdollistaa erilaisia tapoja siirtää hallituksen *yleistoimivaltaan* kuuluvia asioita yhtiökokoukselle.¹⁷⁶ Nämä toimivallan siirtomekanismit esitellään seuraavaksi ja käsitellään syvemmin kohdassa 3.3.

Ensinnäkin, OYL 5:2.1 mukaan yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa määräys, jossa yhtiökokouksen päätettäväksi määrätään jokin hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivaltaan kuuluva asia. Siten yhtiöjärjestysmääräyksellä osakkeenomistajilla on mahdollisuus muuttaa osakeyhtiön toimivaltasuhteita. Näin ollen yhtiöjärjestyksessä voitaisiin esimerkiksi määrätä, että hallituksen tulee saattaa kaikki merkittävät asiat yhtiökokouksen päätettäväksi.¹⁷⁷ Jos tällaisia valtasuhteita muuttavia yhtiöjärjestysmääräyksiä ei ole, noudatetaan OYL:n olettamasaännöksiä toimielinten välisestä toimivallanjaosta.

Yhtiöjärjestykseen otetun määräyksen ohella yhtiökokous voi päättää hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvasta asiasta kahdessa tilanteessa (i) hallitus saattaa tällaisen asian yhtiökokouksen päätettäväksi (OYL 6:7.2) tai (ii) osakkeenomistajat yksimielisinä tekevät päätöksen hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivaltaan kuuluvassa asiassa (OYL 5:2.2). Hallituksella on siten oikeus *alistaa* sille kuuluva asia yhtiökokouksen päätettäväksi ja yksimielisillä osakkeenomistajilla oikeus yksittäistapauksessa *ottaa* hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvia asioita käsiteltäväkseen.¹⁷⁸

Mähönen ja Villa ovat lisäksi katsoet, että osakkeenomistajat voivat OYL 5:4:ään (*oikeus vaatia ylimääräistä yhtiökokousta*) ja 6:7:2:iin (*tehtävien siirtäminen*) tukeutuen vaatia, että esimerkiksi hallituksen valmistelussa oleva yrityskauppa on käsiteltävä yhtiökokouksessa. Tällöin hallituksella kuitenkin olisi itsenäinen harkintavalta päättää, otetaanko asia yhtiökokouksen esityslistalle. Koska myös laajakantoiset asiat, kuten yrityskaupoista päättäminen, kuuluvat pääsääntöisesti hallituksen toimivaltaan, ei yhtiökokouksella olisi velvollisuutta tehdä päätöstä.¹⁷⁹

¹⁷⁵ Mähönen – Villa 2011, s. 5.

¹⁷⁶ Mähönen – Villa 2011, s. 6; Airaksinen ym. 2010a, s. 247.

¹⁷⁷ Savela 1999, s. 243, katso myös Huttunen 1984, s. 31.

¹⁷⁸ Koski 1981, s. 123.

¹⁷⁹ Mähönen – Villa 2010, s. 104 - 105.

Yhtiökokouksella on katsottu olevan oikeus antaa hallitukselle määräyksiä siitä, kuinka hallituksen tulisi tehtäviään hoitaa.¹⁸⁰ Nämä määräykset eivät kuitenkaan saa kaventaa hallituksen valtaa vain nimelliseksi.¹⁸¹ Yhtiökokouksella ei myöskään ole tällaista oikeutta niiden asioiden osalta, jotka ovat yksinomaan hallituksen toimivaltaan kuuluvia.¹⁸² Yhtiökokouksen ohjeet lienevätkin eniten paikallaan strategisissa kysymyksissä, sillä hallituksella on yhtiökokousta huomattavasti parempi tiedollinen taso ja osaaminen yhtiön yleisissä asioissa. Vaikka yhtiökokouksella on oikeus antaa ohjeita hallitukselle, tosiasiasa hallituksen ja yhtiökokouksen välinen valtasuhde riippuu yhtiön omistusrakenteesta. Sellaisen suuren osakeyhtiön, jonka omistus on hajaantunut laajalle, hallituksella on käytännössä valta ajaa haluamiaan asioita läpi ilman yhtiökokouksen ohjeita.

3.3 Hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvan asian siirtäminen yhtiökokoukselle

3.3.1 Yksimieliset osakkeenomistajat

OYL 5:2.2:n mukaan osakkeenomistajat voivat yksimielisinä tehdä yksittäistapauksessa päätöksen hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivaltaan kuuluvassa asiassa, ilman yhtiöjärjestysmääräystä tai hallituksen esitystä asian siirtämisestä yhtiökokoukselle. Tällöin tällaisen yksimielisten osakkeenomistajien päätöksen oikeusvaikutukset ovat samat kuin yhtiökokouksen päättäessä OYL:ssa sille määräytyistä asioista.¹⁸³ Yksimieliset osakkeenomistajat voivat myös ylittää hallituksen toimivallan rajat.¹⁸⁴ Koska osakkeenomistajien yksimielinen päätös sanamuotonsa mukaisesti edellyttää yksimielisyyttä, soveltuu säännös lähinnä ns. yhdenmiehen yhtiöihin tai harvainomistettuihin yhtiöihin, joiden osakkeen-

¹⁸⁰ Ks. esim. Lindolm – Rasinaho – Virtanen 2004, s. 19. Mäntysaari on erimieltä katsoen yhtiökokouksen päätöksen olevan mitätön siltä osin, kuin yhtiökokous antaa hallitukselle ohjeita (pois lukien erityistapaukset kuten osakeantivaltuutukset), eikä hallituksella ole mitään veloitetta noudattaa yhtiökokouksen ohjeita. Mäntysaari perustelee kantansa sillä, ettei asiasta ole säännöstä OYL:ssa, toisin kuin esimerkiksi hallintoneuvoston oikeudesta antaa ohjeita hallitukselle. (Mäntysaari 2002, s. 144 - 145).

¹⁸¹ Savela 1999, s. 243. Johansson on katsonut, että Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa yhtiökokouksen valta ohjeistaa hallitusta on laajempi kuin esim. Suomessa, Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Ks. Johansson 1990, s. 149 - 150. Johanssonin mukaan muissa Pohjoismaissa katsotaan, että hallitus on yhtiökokouksen alainen ja että hallituksen tulee pääsääntöisesti noudattaa yhtiökokouksen ohjeita. Hänen mukaansa Tanskassa yhtiökokouksen asema on jopa omnipotentti - yhtiökokouksella on valta päättää kaikista yhtiötä koskevista asioista, ellei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta seuraa. Ks. myös ratkaisu NJA 1960 s 698, jossa katsottiin, että vaikkakin hallituksen tehtäviin kuului toimitusjohtajan valinta, yhtiökokouksella oli oikeus päättää toimitusjohtajan palkkaeduista. Ratkaisun on katsottu kuvastavan yhtiökokouksen oikeutta antaa hallitukselle ohjeita.

¹⁸² Vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että yhtiökokouksella on oikeus antaa hallitukselle ohjeita myös hallituksen yksinomaan toimivaltaan kuuluvissa asioissa (ks. esim. Af Schultén 2004, s. 4; Huttunen 1984, s. 31).

¹⁸³ Mähönen – Villa 2011, s. 8.

¹⁸⁴ Raninen 1959, s. 49.

omistajien kesken vallitsee konsensus joko osakassopimuksen aikaansaamana tai muuten.¹⁸⁵

Mähösen ja *Villan* mukaan säännös tukeutuu yksimielisten osakkeenomistajien päätöksiä koskeviin säännöksiin OYL 5:1.2 ja 5:5:ssä, joiden mukaan yksimieliset osakkeenomistajat voivat päättää yhtiökokoukselle kuuluvista asioista sivuuttaen sen muotovaatimuksia.¹⁸⁶ OYL 5:2.2:n päätöksentekomekanismi, jossa yksimieliset osakkeenomistajat päättävät hallituksen yleistöimivaltaan kuuluvasta asiasta on heidän mielestään tarkoituksenmukainen ja transaktiokustannuksellisesti tehokas sekä kuvastaa hallituksen alisteisuutta yhtiökokoukselle.¹⁸⁷ Osakkeenomistajien määräenemmistö voisi joka tapauksessa yhtiökokouksessa muuttaa yhtiöjärjestystä antaen yhtiökokoukselle lisää toimivaltaa hallituksen tontilta, jotta olisi tehotonta kieltää yksimielisiä osakkeenomistajia päättämästä hallituksen yleistöimivaltaan kuuluvasta asiasta.¹⁸⁸

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei yhtiöjärjestykseen kirjattu yhtiön toimiala rajoita yksimielisten osakkeenomistajien päättäessä oikeustoimista, jotka menevät yhtiön toimialan ulkopuolelle.¹⁸⁹ Taustalla on ajatus siitä, että yksimieliset osakkeenomistajat voisivat joka tapauksessa muuttaa yhtiöjärjestystä.¹⁹⁰ Toimialan merkitystä tarkastellaan syvemmin kohdassa 3.3.3.3. Tutkimuksen kohteena olevien laajan omistajakunnan osakeyhtiöissä tämä mahdollisuus päättää ostotarjouksen puolustautumistoimenpiteistä yhtiökokouksessa on vain teoreettinen. Ostotarjouksen esiin nostamisessa intressiristiriidoissa tuskin myöskään löytyy vaadittavaa yksimielisyyttä, ja ennen kaikkea ostotarjouksentekijän ollessa yhtiön oma osakkeenomistaja, ei osakkeenomistajien yksimielisen päätöksen mekanismi sovellu. Sen sijaan kaksi seuraavaksi käsiteltävää mekanismia, hallituksen oikeus ja velvollisuus siirtää toimivaltaansa kuuluvan asian käsittely yhtiökokoukselle, ovat relevantteja arvioita-

¹⁸⁵ Säännöksellä onkin olennainen merkitys pieniyhtiöiden hallinnollisen taakan keventämisessä, sillä osakkeenomistajien yksimielinen päätös mahdollistaa hallinnollisesti raskaamman yhtiökokouksen pitämättä jättämisen, kunhan varsinaisessa yhtiökokouksessa aina päätettävistä asioista tehdään osakkeenomistajien yksimielinen päätös.

¹⁸⁶ Mähönen – Villa 2011, s. 7.

¹⁸⁷ Mähönen – Villa 2011, s. 8. He kuitenkin tuovat esiin, että yhtiöjärjestysmääräyksen pohjautuva toimivallan siirto on yhtiön sopimuskumppanin näkökulmasta transaktiokustannuksiltaan tehokkaampi kuin yksimielinen päätös, sillä yhtiöjärjestysmääräyksen perusteella yhtiön sopimuskumppanin on helpompi arvioida toimielimen toimivaltaa ja riskiä sen ylityksestä.

¹⁸⁸ Ibid.

¹⁸⁹ Mähönen – Villa 2010, s. 95, 98; Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 131, 398. Yksimielisen osakkeenomistajien tekemä yhtiöjärjestystä loukkaava tai siitä poikkeava päätös merkitsee vain kertaluonteista poikkeamista yhtiöjärjestyksestä.

¹⁹⁰ Kyläkallio katsoo, että yksimieliset osakkeenomistajat ovat oikeutettuja syrjäyttämään yhtiöjärjestyksen määräykset, kunhan yksimieliset osakkeenomistajat eivät toimillaan loukkaa kolmannen suojaksi asetettuja yhtiöjärjestyksen määräyksiä. (Kyläkallio 1963, s. 134 - 135). Toisaalta taas Af Schultén taas katsoo, ettei yhtiökokous olisi oikeutettu toimimaan vastoin yhtiöjärjestystä, vaan yhtiökokouksen tulisi ensin muuttaa sen määräykset (Af Schultén 2004, s. 5).

essa, minkä osakeyhtiön toimielimen tulisi päättää ostotarjouksen puolustautumistoimiin ryhtymisestä.

3.3.2 Hallituksen oikeus siirtää asia yhtiökokoukselle

Vuoden 2006 Osakeyhtiölain osakeyhtiölakityöryhmän mietinnössä todetaan, että uudessa laissa tarkoitus oli osakeyhtiön toimielinten toimivallan osalta kirjata voimassa oleva oikeus lakiin. Pääperiaatteena pidettiin sitä, että hallitus voi siirtää yleistoimivaltaansa kuuluvan asian yhtiökokoukselle.¹⁹¹ Siten OYL 6:7.2 mukaan hallituksella on oikeus siirtää hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivaltaan kuuluvia asioita yhtiökokoukselle. Siirtäminen ei edellytä määräystä yhtiöjärjestyksessä.¹⁹² Jos siirtämisestä ei ole yhtiöjärjestysmääräystä, yhtiökokouksella ei ole velvoitetta tehdä päätöstä asiassa. Sen sijaan, jos tällainen yhtiöjärjestysmääräys on, seuraa siitä yhtiökokouksen velvollisuus tehdä päätös.¹⁹³

Koska hallitus voi siirtää yhtiökokoukselle vain hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivaltaan kuuluvia asioita, lähinnä vain liiketoiminnalliset päätökset ovat siirrettävissä.¹⁹⁴ Jos OYL:ssa jokin asia on nimenomaisesti määrätty hallituksen päätettäväksi, ei hallitus voi siirtää sitä yhtiökokoukselle.¹⁹⁵ Esimerkiksi toimitusjohtajan valinta tai rekisteri-ilmoitus negatiivisesta omasta pääomasta ovat laissa nimenomaisesti määrätty hallituksen tehtäväksi, joten näitä asioita ei voida siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi. Osakeyhtiölakityöryhmän mietinnössä todetaan kuitenkin, että ”*Jos hallitus yrittää siirtää muun kuin yleistoimivaltaansa kuuluvan asian yhtiökokouksen päätettäväksi, siirto ei rajoita hallituksen vastuuta.*”¹⁹⁶ On epäselvää, tarkoittaako edellä esitetty kannanotto sitä, että yhtiökokouksen päätös olisi tällöin pätevä, mutta hallitus olisi vastuussa mahdollisista seuraamuksista vai sitä, että päätös olisi tehoton kokonaisuudessaan ja hallitus olisi tästä vastuussa. Katson jälkimmäisen kannan oikeaksi, sillä yhtiökokous olisi tällöin ylittänyt kelpoisuutensa ja koko päätös olisi yhtiöön nähden tehoton.

¹⁹¹ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, s. 50. Siirtäminen ei kuitenkaan vaikuttaisi yhtiön edustamiseen, joka määräytyisi tavanomaisten periaatteiden mukaan, jolloin edustamisvalta säilyisi siten siirtämistapauksissakin hallituksella. Siirtämiselle olisi kuitenkin merkitystä vahingonkorvausvastuun arvioimisessa (ks. lisää Mähönen – Villa 2010, s. 95).

¹⁹² Mähönen – Villa 2011, s. 7.

¹⁹³ Ibid.

¹⁹⁴ Airaksinen ym. 2010a, s. 249. Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho ovat kuitenkin kritisoineet sitä, OYL:ssa on joihinkin säännöksiin kirjattu hallituksen päätösoikeus vain ”selvyyden vuoksi” ilman tarkoitusta kyseisen säännöksen kuulumisesta hallituksen erityistoimivaltaan. Tällainen säännös on esimerkiksi OYL 11:3, jonka mukaan hallitus päättää osakepääomasijoitukseen perustuvasta osakepääoman korottamisesta. Säännös on ristiriidassa sen kanssa, että yhtiökokous päättää OYL 9:2 mukaisesta osakeannista, mikä siis yleensä on osakepääomasijoitukseen perustuvan osakepääoman korottamisen taustalla ja toisaalta OYL 8:2 mukaisesta SVOP sijoituksesta päättäminen voidaan siirtää hallitukselta yhtiökokoukselle. Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho tulkitsevat, että tällaisten ”selvyyden vuoksi” hallitukselle säädettyjen tehtävien, jotka eivät siis kuulu hallituksen yleistoimivaltaan, osalta päätösvalta voidaan myös siirtää yhtiökokoukselle.

¹⁹⁵ Airaksinen ym. 2010, s. 249.

¹⁹⁶ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, s. 50.

Hallituksen vastuun kannalta keskeistä on, onko yhtiökokouksen kanta asiaan selvitetty, kun kyseessä on yhtiön kannalta erittäin merkittävä tai poikkeuksellinen asia.¹⁹⁷ Näin ollen käytännössä hallituksen haluun siirtää asioita yhtiökokouksen päätettäväksi vaikuttaa vahingonkorvausvastuun välttäminen. Hallituksen huolellisuusvelvoite velvoittaa hallitusta valvomaan myös yhtiökokouksen toimivaltaan kuuluvia asioita sekä kutsumaan yhtiökokouksen koolle käsittelemään asioita, jos se on tarpeen.¹⁹⁸ Huolellisuusveloitteeseen kytken, koska hallituksen kaikkeen toimintaan vaikuttaa yhtiön etu, voi yhtiön edun selvittäminen toisinaan epäselvissä tilanteissa luoda tarpeen selvittää osakkeenomistajien mielipide asiaan. Vaikka hallituksella muodollisesti olisi toimivalta päättää asiasta, saattaa tarkoituksenmukaisuusharkinta ja johdon ”varmuuden vuoksi” -ajattelu tukea sitä, että päätökselle haetaan osakkeenomistajaenemmistön tuki.¹⁹⁹ Lain esitöiden mukaan tällaisia asioita voisivat esimerkiksi olla laajat yritysjärjestelyt tai yritystoiminnan myynti.²⁰⁰ Samoin lähipiirtransaktioiden osalta on suositeltavaa, että hallitus alistaa asian yhtiökokouksen hyväksyttäväksi.²⁰¹ On myös esitetty, että esimerkiksi laajassa yritysjärjestelyssä voi olla asianmukaista siirtää asia yhtiökokoukselle kokonaisuudessaan eikä vain niitä yksittäisiä asioita, joihin hallitus tarvitsisi yhtiökokouksen valtuutuksen.²⁰² Kieltämättä tilanteessa, jossa hallitus aikoo ryhtyä ostotarjousta tai määräysvallan hankkimista vastustaviin toimiin, olisi useita edellä esitettyjä painavia perusteita päätöksentekovallan siirtämiseksi yhtiökokoukselle. Tässä tilanteessa kyse olisi yhtiön kannalta erittäin merkittävästä asiasta, joten olisi perusteltua selvittää, mikä on yhtiön etu. Etenkin pääluvussa 2 käsiteltävien yritysvaltauksen kärjistämiä intressiristiriitojen takia olisi olennaisia syitä saattaa asian käsittely yhtiökokoukselle.

HE 109/2005 mukaan hallituksen siirtäessä toimivaltaansa yhtiökokoukselle, vapautuu hallitus pääsääntöisesti vahingonkorvausvastuusta.²⁰³ Yhtiökokouksen ottaessa hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvia asioita päätettäväksi, ovat päätöksentekoon osallistuneet osakkeenomistajat päätöksen potentiaalisista seuraamuksista vastuussa. Hallituksella kuitenkin säilyvät mahdollinen ehdotuksentekijänvastuu sekä asian täytäntöönpanovastuu.²⁰⁴ Tämä johtuu siitä, että OYL 6:2.1 mukaan päätöksen toimeenpaneva taho ei saa noudattaa sel-

¹⁹⁷ Salonen 2000, s. 214.

¹⁹⁸ Savela 2015, s. 73. Savelan mukaan Hallitus ei voi puolustautua yhtiökokouksen käsiteltäväksi saattamisen laiminlyöntiä sillä, ettei hallituksella olisi ollut oikeutta tehdä lopullista päätöstä.

¹⁹⁹ Airaksinen ym. 2010a, s. 250.

²⁰⁰ HE 109/2005 vp s. 66; Airaksinen ym. 2010a, s. 250.

²⁰¹ Rasinaho 2013, s. 560 - 561. Lähipiirtransaktioiden osalta hallitus ei voi odottaa saavansa suojaa liiketoimintapäätösperiaatteesta, sillä hallitus ei välttämättä tee päätöstä periaatteen edellyttämällä tavalla sivuvaikutteista vapaana.

²⁰² HE 109/2005 vp s. 66; Airaksinen ym. 2007a, s. 210 - 211.

²⁰³ HE 109/2005 s. 82.

²⁰⁴ Ibid.

laista ylemmän toimielimen tekemää päätöstä, joka on OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastainen.

Vuoden 2006 osakeyhtiölakia valmisteltaessa suurehko joukko lausunnonantajia²⁰⁵ vastusti hallituksen mahdollisuutta siirtää toimivaltaansa kuuluvia asioita yhtiökokoukselle. Ehdotuksen katsottiin hämärtävän osakeyhtiön toimielinten välisen toimivallan jakoa.²⁰⁶ Hallituksen yleistöimivaltaan kuuluvien asioiden siirtämisoikeuden yhtiökokoukselle kirjaaminen OYL 6:7.2:iin oli kuitenkin nähdäkseni perusteltua, sillä tapaa oli noudatettu jo pitkään²⁰⁷ ja siten siirtomekanismin voinee jopa katsoa olleen osa oikeutta.

3.3.3 Hallituksen velvollisuus alistaa asian käsittely yhtiökokoukselle

3.3.3.1 Tausta – kysymyksen problematisointi

Edellä kohdassa 3.2 tarkastelimme toimivallan ja kelpoisuuden käsitteitä ja niiden vaikutusta hallituksen ja yhtiökokouksen toimintaan. Kelpoisuuden ja toimivallan käsitteiden määrittely ei edes itsessään ollut yksiselitteistä, mutta pääsääntöinä kelpoisuus liittyi ulkoisesti havaittaviin seikkoihin, kuten OYL:sta ilmenevään toimielinten väliseen toimivallan jakoon, kun taas toimivalta kytkeytyi niihin asioihin, joihin toimielimellä kelpoisuutensa puitteissa, lainsäädännön ja yhtiön sisäisten normien rajaamana, oli yhtiön nimissä ja sen puolesta oikeus ryhtyä. Kelpoisuuden ylitys oli selkeästi havaittavissa, jos hallitus esimerkiksi ryhtyi sellaiseen toimeen, joka OYL:ssa oli *nimenomaisesti* määritelty yhtiökokoukselle kuuluvaksi, kuten sulautuvassa yhtiössä päätös sulautumisesta. Toimivallan ylitystilanteiden arvioiminen puolestaan oli haasteellisempaa ja tapauskohtaisempaa.

Kysymys hallituksen toimivallasta tehdä yhtiön kannalta erittäin merkittäviä päätöksiä, on herättänyt runsaasti mielipiteitä oikeuskirjallisuudessa. OYL:ssa ei ole hallituksen siirtovelvollisuutta koskevia säännöksiä, lukuun ottamatta erityistilanteina sulautumista ja jakautumista.²⁰⁸ Hallituksen toimivalta vaikuttaa OYL:n perusteella laajalta – hallitukselle kuuluvat periaatteessa kaikki ne tehtävät, joita ei muille toimielimelle ole erikseen määrätty. Hallituksen toimivaltaa ei kuitenkaan voida arvioida irrallaan kulloisenkin asian yhteydestä ja merkityksestä yhtiön toiminnan laajuuteen ja tarkoitukseen.²⁰⁹ Kirjallisuudessa on

²⁰⁵ Näihin vastustajiin lukeutuivat muun muassa Keskuskauppakamari, Kauppa- ja teollisuusministeriö sekä Patentti- ja rekisterihallitus. Ks. lisää Lausunnot osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä 2003, s. 18.

²⁰⁶ Lausunnot osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä 2003, s. 18.

²⁰⁷ Ks. esim. Kyläkallio 1963, s. 127 - 131.

²⁰⁸ Sen sijaan erityislainsäädännössä, kuten vakuutusyhtiölain (521/2008) 21 §:ssä vakuutuskannan luovuttamisen osalta, on säännöksiä siirtovelvoitteista. Samoin luonnollisesti AML:ssa.

²⁰⁹ Villa 2001 s. 125.

pohdittu, onko hallituksella lakiin perustumaton velvollisuus saattaa erityisen merkittäviä asioita yhtiökokouksen päätettäväksi. Etenkin vanhemman oikeuskirjallisuuden enemmistö on puoltanut hallituksen velvollisuutta alistaa yhtiökokouksen päätettäväksi yhtiön kannalta erityisen merkittäviä asioita, vaikka ne kuuluisivatkin hallinnon alaan ja olisivat yhtiöjärjestyksen mukaisia.²¹⁰ Näissä, hallituksen velvollisuutta alistaa yhtiökokoukselle erityisen merkittäviä asioita tarkastelevissa, kannanotoissa ei ole erityisesti syvennytty hallituksen tekemiin merkittäviin päätöksiin ostotarjouksen torjumisesta, joten syvennän kysymyksen tarkastelua näiden yleisemmän tason näkökulmien kautta.

Hallituksen toimivallan rajoja ostotarjoustilanteessa voi myös problematisoida muiden yhtiön kohtaloa määrittävien kysymysten (*game-ending decisions*) kautta.²¹¹ Ostotarjouksen hyväksymisestä tai hylkäämisestä päättäminen on toisinaan rinnastettu päätöksentekoon muiden merkittävien päätösten osalta, kuten päättämiseen sulautumisesta,²¹² kaiken omaisuuden myynnistä tai purkautumisesta, joiden kaikkien osalta valta on yhtiökokouksella.²¹³ Punnittaessa hallituksen yleistoimivallan ja osakkeenomistajien päätöksentekooikeuden suhdetta, voidaan tarkastella myös millainen vaikutus tällä suhteella on yhtiön sidosryhmiin. Hallituksen yleistoimivaltaa on perinteisesti pidetty laajana ja vastaavasti OYL:ssa korostetaan yhtäältä osakkeenomistajien päätäntävaltaa (OYL 1:9). Jos hallituksen yleistoimivaltaa kaventaisi, heikentäisi tämä sidosryhmien luottamusta yhtiön edustajaan eli hallitukseen. Myös jos hallituksella olisi laaja velvollisuus viedä asioita yhtiökokouksen päätettäväksi, hidastaisi tämä yhtiön päätöksentekoprosessia. Seuraavassa tarkastelen perinteistä näkemystä hallituksen siirtovelvollisuuteen, jonka jälkeen etenen modernin osakeyhtiöoikeuden kantaan kysymykseen ja lopulta tutkimuskysymyksen ytimeen.

²¹⁰ Villa 2001 s. 125; Salonen 2000, s. 214; Af Schultén 2003, s. 496; Taxell 1946, s. 243 - 251.

²¹¹ Bebchuk 2005, s. 892 - 908.

²¹² Sulautuminen on yksi osakeyhtiön kohtalon kysymyksistä ja sulautuvassa yhtiössä siitä päättäminen kuuluu yhtiökokouksen yksinomaiseen toimivaltaan. Osakeyhtiön osakkeista tehty ostotarjous tai muunlainen määräysvallan hankkiminen voi seurauksiltaan ja taloudellisilta vaikutuksiltaan vastata sulautumista. Etenkin, jos saavutetun määräysvallan turvin muiden osakkeenomistajien osakkeet lunastetaan legaalissa välimiesmenettelyssä ja yritysvaltauksen motiivina on yrityskauppa. Vahtera onkin esittänyt, että sulautumisdirektiivistä voisi analogisella tulkinnalla johtaa kannan, jonka mukaan sellaiset päätökset osakeyhtiössä, jotka seuraamuksiltaan rinnastuvat sulautumiseen, mutta muuten kuuluisivat hallituksen yleistoimivaltaan, tulisi saattaa yhtiökokouksen päätettäväksi. Vahtera on kuitenkin todennut, että koska käytännössä sulautumiset ja niiden vaikutukset osakkeenomistajaan voivat olla erilaisia, on hankalaa johtaa sulautumissääntelystä pitkälle vieviä johtopäätöksiä. Vahtera 2011, s. 219.

²¹³ Bebchuk 2005, 896 - 901; Vahtera 2011, s. 219.

3.3.3.2 Perinteinen näkemys siirtovelvollisuuteen

Oikeuskäytäntö koskien hallituksen velvollisuutta alistaa tärkeitä päätöksiä yhtiökokoukselle on sekä vähäistä että epäselvää.²¹⁴ Vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa²¹⁵ on katsottu, että ratkaisu KKO 1974 II 9 sisältää oikeusohjeen, jonka perusteella yksinomaan yhtiökokoukselle kuuluisi toimivalta päättää merkittävän liiketoiminnan myynnistä.²¹⁶

Tapauksessa KKO 1974 II 9 merkittävän liiketoiminnan myynnin katsottiin edellyttäneen myös yhtiöjärjestyksen muuttamista siten, että se ei enää olisi sisältänyt myytävän liiketoiminnan tarkoittamaa toimialaa. Koska yhtiöjärjestyksen muuttaminen kuuluu yhtiökokouksen toimialaan, olisi toimialan muuttamista edellyttäneestä merkittävästä liiketoiminnasta päättäminen myös kuulunut yhtiökokouksen toimivaltaan.

Tuoreemmassa oikeuskirjallisuudessa tähän KKO 1974 II 9:n luomaan doktriiniin on suhtauduttu kriittisesti. Esimerkiksi *Airaksinen* kritisoi doktriinia sen epäselvyydestä, sillä se ei ota kantaa siihen, mikä on merkittävän liiketoiminnan kokoraja. Tämä voi johtaa ongelmiin etenkin yhtiöissä, joiden omistuspohja on niin laaja, ettei osakkeenomistajien yksimielisiä päätöksiä käytännössä voida tehdä.²¹⁷ Myös *Immonen* on todennut, ettei ratkaisusta enää nykyisen osakeyhtiölain aikana voi tehdä yleistäviä johtopäätöksiä, sillä hallituksen yleistä toimivaltaa on laajentunut nykyisessä laissa.²¹⁸

Kyseisellä doktriinilla vaikuttaa kuitenkin olleen pitkään vaikutus suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty hyvin erilaisia näkökulmia ja kriteerejä hallituksen velvollisuudesta alistaa yhtiön kannalta merkittävän asian käsittely yhtiökokoukselle. Yhteistä monille näistä näkemyksistä on ollut erilaisten rajojen asettaminen sille, milloin suunniteltu toimi on niin merkittävä, että hallituksen tulisi alistaa päätöksenteko yhtiökokoukselle. Näiksi kriteereiksi on esitetty niin erilaisia matemaattisesti mitattavia taloudellisia määreitä, kuten prosenttiosuuksia taseen loppusummasta tai prosentuaalisia vaikutuksia liikevaihtoon kuin myös tulkinnallisia ja epätarkkoja kielellisiä ilmaisuja kuten ”*olennainen*”, ”*merkittävä*” tai ”*huomattava*” vaikutus.

²¹⁴ Mähönen – Villa 2011, s. 10. Oikeuskirjallisuudessa on viitattu lähinnä ratkaisuihin KKO 1974 II 9 ja KKO 1960 II 139. Tapauksessa KKO 1960 II 139 katsottiin pätemättömäksi hallituksen päätös luovuttaa koneita, sillä kaupassa oli luovutettu merkittävä osa yhtiön koneista ja kauppa ei ollut edistänyt yhtiön liiketoimintaa. Ratkaisu on edelleen pidetty relevanttina ja siihen viitattu mm. AML:n esitöissä, ks. HE 32/2012 vp, s. 146.

²¹⁵ Tapauksessa on ollut merkittävä asema, ja esimerkiksi Finlexin oikeuskäytäntö kirjallisuudessa -sivusta käy ilmi, että ratkaisuun on viitattu noin 50 julkaisussa.

²¹⁶ Airaksinen 2013, s. 456.

²¹⁷ Ibid.

²¹⁸ Immonen 2015, s. 339.

Koski on katsonut, että yhtiökokoukselle kuuluisi toimivalta päättää merkittävistä päätöksistä, jos kyseisen toimen vaikutus on kolmasosa liikevaihdosta tai yli tai lähes puolet yhtiön liikevaihdosta tai liikeomaisuudesta.²¹⁹ Liikevaihdon sijaan *Savela* on katsonut soveltuvaiksi mittariksi yhtiön varallisuuden ja katsonut, että päätös, joka koskisi kolmanneksesta puoleen yhtiön varallisuuden myyntiä, tulisi saattaa yhtiökokouksen päätettäväksi. Sen sijaan uuden omaisuuden ostamiseen samat kynnyksarvot eivät pätsisi, vaan hallitus voisi päättää asiasta.²²⁰

Immosen mukaan, koska liiketoimintasiirto voi muuttaa olennaisesti yhtiön tarkoitusta ja toimialaa, ei päätökseen riittäisi hallituksen päätös vaan asia tulisi siirtää yhtiökokoukselle. Toimivaltakysymys tulisi ratkaista tapauskohtaisesti käyttäen siirtämisen kynnyksenä 15 - 20 prosenttia yhtiön taseen loppusummasta.²²¹ *Af Schultén* taas on katsonut, ettei hallituksella ole ehdotonta oikeutta päättää kaikista liiketoimintaan kuuluvista asioista. Hallituksella olisi velvollisuus alistaa asia yhtiökokouksen päätettäväksi, jos kyse on yhtiön liiketoiminnan tai omaisuuden huomattavan osan luovuttamisesta ulkopuoliselle.²²² *Nuolimaa* myös nostaa kriteeriksi tärkeät asiat antaen esimerkiksi muun muassa merkittävän liiketoiminnan eli ns. kruununjalokiven myymisen.²²³

Mähönen ja *Villa* ovat verranneet yhtiöoikeutemme epäselvää kantaa tilanteeseen, jossa asia kuuluisi muodollisesti hallituksen yleistoimivaltaan, mutta kyseessä olisi osakkeenomistajien kannalta erittäin merkittävä asia Saksan oikeuden tuntemaan *Holzmüller* -doktriiniin.²²⁴ Saksalaisen oikeuden doktriinin perusteella osakkeenomistajalla on oikeus moittia hallituksen päätöstä, jos hallitus on tehnyt päätöksen asiassa, jolla on osakkeenomistajille olennainen merkitys. *Mähösen* ja *Villan* mukaan Suomen oikeus ei tunnista *Holzmüller* -doktriinia.²²⁵ *Mähönen* ja *Villa* ovat aiemmin esittäneet, että jos päätettävänä olevan toimen vaikutus yhtiön liikevaihtoon tai tulokseen on lähemmäs 40 prosenttia, tulisi hallituksen painavasti arvioida asian siirtämistä yhtiökokouksen päätettäväksi.²²⁶

Taxell on vuonna 1946 katsonut, että hallitus voi kahdenlaisissa tilanteissa tarvita yhtiökokouksen lupaa päättää sellaisista oikeustoimista, jotka kuuluisivat hallituksen kompetenssi-alueeseen: (i) jos kyseessä on taloudellisesti huomattava asia tai (ii) oikeustoimi sisältää

²¹⁹ Koski 1993, s. 102, 151 - 152.

²²⁰ Savela 1999, s. 242.

²²¹ Immonen 2006, s. 283.

²²² Af Schultén 2003, s. 496.

²²³ Nuolimaa 1989, s. 6.

²²⁴ Mähönen – Villa 2011, s. 10 - 11.

²²⁵ Mähönen – Villa 2011, s. 10; Mähönen 2013, s. 415.

²²⁶ Katso Mähönen – Villa 2011, s. 5 sekä Mähönen – Villa 2006, s. 140.

huomattavia riskejä.²²⁷ Myöhemmin vuonna 1988 on hän katsonut, ettei hallituksella ole mitään velvollisuutta alistaa tärkeitä asioita yhtiökokouksen päätettäväksi, vaan hallitus voi kuulla yhtiökokouksen kannan jälkikäteen esimerkiksi tilinpäätöksen vahvistamisen yhteydessä.²²⁸ Toisaalta, koska yhtiölle on tärkeää säilyttää hyvät ja luottamukselliset välit johdon ja osakkeenomistajien väillä, on luonnollista, että osakkeenomistajille annetaan tilaisuus aikaisessa vaiheessa ottaa kantaa asiaan, jos kyse on esimerkiksi suuresta pääoma-panostusta vaativasta investoinnista.²²⁹

Myös muissa Pohjoismaissa hallituksen oikeudesta tehdä yhtiön kannalta merkittäviä liiketoimia, on käyty samankaltaista keskustelua kuin Suomessa. Ennen ostotarjousdirektiivin²³⁰ tuomia sääntelymuutoksia, myös muissa Pohjoismaissa johdon oikeus puolustautua yritysvaltaukselta oli valtioiden osakeyhtiölakien sääntelyn varassa.²³¹ Koska kyseisten valtioiden osakeyhtiölait eivät sisältäneet tilannetta koskevia säännöksiä, tuli tilannetta tarkastella maiden osakeyhtiölakien johdon toimivaltaa koskevien säännöksiä kautta.²³² Pohjoismaalaisessa oikeuskirjallisuudessa on melko laajalti katsottu²³³, että hallituksella voi olla velvollisuus siirtää merkittäviä asioita yhtiökokouksen päätettäväksi, vaikka toimi sinänsä kuuluisi hallituksen yleistoimivaltaan, mutta eriäviäkin mielipiteitä on esitetty.²³⁴ Käytännön toimivallanjakautumiskysymyksenä ruotsalaisessa keskustelussa on pohdittu esimerkiksi sitä, onko hallituksella toimivalta tehdä päätös yhtiön poistamisesta pörssilistalta, vai onko hallituksella lakiin perustumaton velvollisuus saattaa asia yhtiökokouksen päätettäväksi.²³⁵ Myös ostotarjoustilannetta on käsitelty: Tanskassa *Werlauff* on katsonut, että ostotarjoustilanteessa hallituksen toimivalta ryhtyä erittäin tärkeisiin liiketoimiin on

²²⁷ Taxell 1946, s. 243 - 251.

²²⁸ Taxell 1988, s. 102 - 104.

²²⁹ Taxell 1988, s. 102 - 103. Taxell myös tuo esiin sen, että hallituksen toimintaan käytännössä vaikuttaa vahingonkorvausvastuunmahdollisuus sekä yhtiökokouksen mahdollisuus milloin tahansa erottaa hallitus.

²³⁰ Ostotarjousdirektiivin board neutrality rule -periaatteen tuomaa sääntelymuutosta käsitellään kohdassa 5.3.1.

²³¹ Clausen – Sørensen 1998, s. 62 - 63. Ruotsin, Norjan tai Tanskan arvopaperimarkkinat eivät ennen ostotarjousdirektiivin, ja sen sisältämän board neutrality rule -säännön, implementointia sisältäneet säännöksiä johdon oikeudesta ryhtyä puolustautumistoimiin.

²³² Clausen – Sørensen 1998, s. 62 - 63.

²³³ Johansson 1990, s. 154; Werlauff 1991, s. 305; Dotevall 1989, s. 177. Nial on ottanut kysymyksen melko jyrkän kannan katsoen, että johtuen yhtiökokouksen asemasta osakeyhtiön organisaatiossa ylimpänä: ”*Det synes med lagens anda och mening bäst förenligt att sådana extraordinära åtgärder skall underställas stämman och inte avgöras av styrelsen på egen hand*” Nial 1976, s. 341.

²³⁴ Ks. esim. Bergström – Samuelsson 1997, s. 162. Bergström ja Samuelsson ovat katsoet, että yhtiön toiminnan tarkoituksen, voiton tuottamisen, noudattaminen ohjaa riittävästi sitä, että hallitus toimii osakkeenomistajien intressissä. Myös Johansson on korostanut, ettei hallituksella ilman toimivaltaa rajoittavaa yhtiöjärjestysmääräystä tai yhtiökokouksen päätöstä, ole velvollisuutta saattaa tärkeitä päätöksiä yhtiökokoukselle (Johansson 2014, s. 19). Samoin Norjassa Aarbakke ja Marthinussen ovat katsoet, ettei hallituksella ole erityistä velvollisuutta alistaa merkittäviä päätöksiä yhtiökokoukselle (Aarbakke – Marthinussen 1987, s. 227).

²³⁵ Nyström 2016, s. 212 - 215.

kaikista tilanteista rajoitetuin – toimivaltaa ei ole.²³⁶ Se, että pohjoismaalaisessa oikeuskirjallisuudessa on väitöskirjatasollakin päädytty erilaisiin näkemyksiin, osoittaa kysymyksen hankaluuden.

Koska osakeyhtiöt ovat erilaisia ja erilaisissa tilanteissa, on haastavaa määritellä jokin raja sille, milloin hallituksen tulisi siirtää päätösvalta yhtiökokoukselle. Tämän osoittaa jo se seikka, ettei oikeuskirjallisuudessa vallitse yksimielisyys sopivasta rajasta, vaan kukin oikeustieteilijä on määritellyt oman rajansa. Perinteinen näkemys ei istu kysymykseen hallituksen oikeudesta ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin. Jos perinteistä näkemystä yritäisi soveltaa kysymykseen, ensimmäinen kysymys olisi, kuinka merkittävä asia on kyseessä, ja seuraava kysymys olisi, millaiset taloudelliset vaikutukset menestyneellä ostotarjouksella olisi. Koska menestyneen ostotarjouksen seuraukset vastaavat sitä, että yhtiön liiketoiminta ”luovutetaan ulkopuoliselle”, puoltaisi vanha katsantokanta hallituksen lakiin kirjaamatonta velvollisuutta saattaa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle.

3.3.3.3 Modernin osakeyhtiöoikeuden kanta – toimialan merkitys

2010-luvulla suhtautuminen johdon oikeuteen ryhtyä osakeyhtiön kannalta merkittäviin toimiin vaikuttaa muuttuneen. Vuoden 2006 osakeyhtiölain myötä hallituksen toimivalta on myös laajentunut. *Mähönen* ja *Villa* ovat päätyneet lopputuloksenaan siihen, ettei yhtiön liiketoiminnan myynti poikkeaisi muista hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvista asioista edellyttäen, että myynti suoritetaan yhtiön toiminnan tarkoituksen täyttämiseksi ja myynnistä saadut varat käytetään yhtiön toimialan ja toiminnan tarkoituksen mukaisesti.²³⁷ Hallituksella siten olisi toimivalta päättää myös merkittävän liiketoiminnan myymisestä. Heidän mielestään oikeuskirjallisuudessa esitetyt luovutetun toiminnan laajuutta koskevat eri prosenttiluvut ovat lakiin perustumattomia ja mielivaltaisia.²³⁸ *Mähönen* ja *Villa* rakentavat kantansa OYL:n systematiikan varaan, sillä se mahdollistaa osakkeenomistajille keinoja muuttaa hallitukselle laajan toimivallan antavaa OYL:n perusasetelmaa.²³⁹ Osakkeenomistajat voivat, edellä kohdassa 3.3 kerrotuin tavoin, määräenemmistöllä muuttaa yhtiöjärjestyksestä ja ottaa siihen esimerkiksi määräyksen, joka velvoittaa hallitusta saattamaan tietyn-tyyppiset asiat yhtiökokouksen päätettäväksi. Lisäksi OYL mahdollistaa, että yksimieliset

²³⁶ Werlauff 1991, s. 306. Werlauff katsoo, että ”*I visse situationer bliver det formentlig helt uomtvisteligt, at ledelsen eventuelle mulighed for på egen hånd at foretage extraordinære dispositioner suspenderes, nemlig når det står klart, at et take-over er ved at finde sted.*”

²³⁷ *Mähönen – Villa* 2011, s. 17.

²³⁸ *Ibid.*

²³⁹ *Mähönen – Villa* 2011, s. 12 - 13.

osakkeenomistajat voivat ilman yhtiöjärjestyksen tukeakin ottaa yksittäistapauksessa hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvan asian päätettäväkseen vastoin hallituksen tahtoakin.

Myös *Immosen* kannan havaitsen muuttuneen ja hän myös nykyisin painottaa enemmän yhtiön toimialan ja toiminnan tarkoituksen merkitystä kuin liiketoimintarajoja.²⁴⁰ Hän katsoo yhtiön pitkän aikavälin strategisten valintojen, kuten liiketoiminnan huomattavan supistamisen tai laajentamisen olevan hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvia. Jos suunniteltu toimi johtaisi siihen, ettei yhtiö enää harjoittaisi toimialan mukaista toimintaa, olisi yhtiöjärjestyksestä pääsääntöisesti muutettava. Siten hallituksen toimi olisi ehdollinen edellyttäen yhtiökokouksen hyväksyvän toimialamuutoksen.²⁴¹

Modernin osakeyhtiöoikeuden kanta kysymykseen hallituksen toimivallasta tehdä erittäin merkittäviä päätöksiä ei kuitenkaan loppujen lopuksi tee niin selkeää eroa ratkaisun KKO 1974 II 9 luomaan doktriiniin. Pikemminkin tulokulma on eri. Sen sijaan, että määriteltäisiin, mikä on merkittävä liiketoimi hyödyntäen erilaisia kielellisiä ilmaisuja ja matemaattisia määreitä, on testi päätösvallan siirtämiselle yksinkertainen – salliiko yhtiöjärjestyksen toimialanmääräys suunnitellun toimen. Myös ratkaisussa KKO 1974 II 9 merkittävästä liiketoimesta päättäminen tuli siirtää yhtiökokoukselle, sillä liiketoimen seurauksena yhtiöjärjestyksessä määritellyllä toimialalla toimiminen kävi mahdottomaksi. 2010-luvulla näkökulma on painottunut siihen suuntaan, että hallituksella olisi toimivalta päättää erittäin merkittävistäkin asioista, kunhan toimi olisi yhtiön toiminnan tarkoituksen ja toimialan mukainen. Jos osakkeenomistajat haluaisivat kaventaa tätä hallituksen laajaa yleistoimivaltaa, mahdollistaisi OYL sen, sillä yhtiöjärjestyksestä on mahdollista muuttaa osakkeenomistajien määränemmistö päätöksellä. Koska toimialan merkitys vaikuttaa entisestään kasvaneen, on tässä yhteydessä syytä tarkastella yhtiön toimialaa ja sen merkitystä tarkemmin.

Toimialan merkitys

Yhtiön yhtiöjärjestykseen kirjattu toimiala määrittelee sen liiketoiminnan alueen, jolla yhtiön toiminnan tarkoitusta on toteutettava.²⁴² Oikeuskäytännössä on katsottu, että osakeyhtiö voi tehdä toimialaansa kuulumattomia liiketoimia vain kaikkien osakkeenomistajien

²⁴⁰ Katso luku 3.3.3.2, jossa esiteltiin *Immosen* kanta vuoden 2006 painoksessa *Yritysjärjestely -teoksesta*. Modernin osakeyhtiölain mukainen kanta on teoksen vuoden 2015 painoksesta.

²⁴¹ Immonen 2015, s. 338. Toimialan lisäksi hän esittää, että hallitus voisi arvioida asian siirtämistä yhtiökokoukselle, jos on syytä epäillä, että osakkeenomistajat ovat ehdotetusta toimesta erimielisiä.

²⁴² Airaksinen ym. 2010a, s. 26.

hyväksynnällä, mikä käytännössä tarkoittaisi osakkeenomistajien yksimielistä päätöstä.²⁴³ Siten hallituksella ei olisi toimivaltaa tehdä sellaisia oikeustoimia, jotka menevät yhtiön toimialan ulkopuolelle. Yhtiökokous on kuitenkin vain nimellisesti sidottu toimialamääräykseen, sillä yhtiöjärjestyksestä voidaan toki muuttaa määräenemmistöpäätöksensä.²⁴⁴

Kysymys toimialan vaikutuksesta hallituksen toimivaltaan ei kuitenkaan ole näin yksinkertainen, sillä oikeuskirjallisuudessa on suhtauduttu eri tavoin toimialaliukumiin. Toimiala ei myöskään ole erityisen tarkkarajainen käsite.²⁴⁵ *Rapakko* on katsonut, ettei toimialamääräyksen estäisi yhtiön johtoa osallistumasta yrityskauppaneuvotteluihin, vaikkei yhtiö yrityskaupan jälkeen enää harjoittaisi toimintaansa samalla toimialalla.²⁴⁶ *Rapakon* kanta on perusteltu – tiukka toimialamääräyksen noudattaminen rajoittaisi johtoa toteuttamasta yritysstrategiaa ja yhtiön kasvamisen.²⁴⁷ Etenkin yhtiön kasvuun liittyviin toimialaliukumiin onkin suhtauduttu myönteisesti lainvalmistelussa.²⁴⁸ Yhtiöjärjestyksen toimialalla on keskeinen merkitys arvioitaessa yhtiön toimielimen toimivaltaa tai kelpoisuutta tehdä yhtiötä sitova oikeustoimi. *Mähönen* ja *Villa* ovat katsoneet, että yhtiöjärjestyksen toimialamääräys rajoittaisi vain hallituksen toimivaltaa, ei kelpoisuutta.²⁴⁹ Tämä johtuu OYL 6:28.2:n säännöksestä, jonka mukaan riittävänä osoituksena siitä, että oikeustoimen kohteena ollut tiesi tai että hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä, ei voida pitää pelkästään sitä, että toimivaltaa koskevat rajoitukset ovat rekisteröity. Johdon kelpoisuus voi olla laajempi kuin johdon toimivalta, etenkin jos toimiala on määritelty väljästi.²⁵⁰

Toimiala kytkeytyy myös vahvasti yhtiön toiminnan tarkoitukseen. *Kyläkallio*, *Iirola* ja *Kyläkallio* ovat esittäneet, että voiton tuottamistarkoituksessa tulee noudattaa yhtiön toimialamääräystä.²⁵¹ *Rapakko* on myös katsonut, että toimivaltakysymyksiä on tarkasteltava yhtiön toiminnan tarkoituksen kautta. Hän päätyy erilaiseen lopputulokseen katsoen, ettei

²⁴³ Ratkaisussa KKO 1992:190 oli kyse osakeyhtiön hallituksen päätöksestä antaa vierasvelkatakaus. Koska kunta oli omistanut kaikki takauksen antaneen yhtiön osakkeet ja kunnanhallitus oli kunnan puolesta hyväksynyt takauksen, katsottiin takauksen olevan pätevä, vaikkei sen antaminen ollut yhtiön toimialan mukaista. Ratkaisun perusteluissa KKO viittasi yleiseen osakeyhtiöoikeudelliseen periaatteeseen, jonka mukaan osakeyhtiö voi kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella tehdä toimialaansa kuulumattomia sitoumuksia. Lisäksi useissa ratkaisuissa, kuten KKO 2006:90, KKO 1992:87, KKO 1996:18, 1986 II 136 ja KKO 1970 II 82, on katsottu, ettei yhtiö voi tehdä toimialansa ja *toiminnan tarkoituksensa* vastaisia liiketoimia ilman kaikkien osakkeenomistajien hyväksyntää.

²⁴⁴ *Rapakko* 1990, s. 94. Vaikka yhtiöjärjestyksestä voidaan muuttaa määräenemmistöllä, voi toimialan vastaisen päätöksen tehdä vain yksimieliset osakkeenomistajat. Siten ”mutkia ei voi oikoa suoriksi”, niin että katsottaisiin määräenemmistön voivan tehdä toimialan vastaisia päätöksiä, koska yhtiöjärjestyksen muuttamiseen riittää määräenemmistöpäätös (ks. lisää esim. *Mähönen – Villa* 2010b, s. 95).

²⁴⁵ *Airaksinen ym.* 2010a, s. 75.

²⁴⁶ *Rapakko* 1990, s. 105.

²⁴⁷ *Rapakko* 1990, s. 105 - 106. Johto joutuisi jo varhaisessa vaiheessa paljastamaan strategisia linjojaan julkisuuteen saadakseen yhtiökokouksen muuttamaan toimialamääräystä.

²⁴⁸ HE 27/1977, s. 58.

²⁴⁹ *Mähönen – Villa* 2011, s. 8 - 9.

²⁵⁰ *Rapakko* 1990, s. 104 - 105.

²⁵¹ *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2012a, s.131.

toimialan muutosta tai osakkeenomistajien suostumusta tarvita, jos uusi entistä toimialaa sivuava toimiala arvioidaan erityisen kannattavaksi.²⁵² Katson, että yhtiön toimialaa ja toiminnan tarkoitusta tulee tarkastella tiiviissä yhteydessä toisiinsa, sillä toimiala määrittelee sen liiketoiminnan alueen, jolla yhtiö toteuttaa toiminnan tarkoitustaan eli tuottaa voittoa. Esimerkiksi toimialaliukuman osalta katson, että yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaiset väliaikaiset toimialaliukumat ovat sallittuja, sillä toiminnan tarkoitus on vahva periaate, kun taas käytännössä yhtiöjärjestyksen toimialamääräykset jättävät usein tilaa tulkinnalle. Yhtiön toiminnan tarkoitusta hallituksen toimivallan rajaajana tarkastellaan syvemmin kappaleessa 4.2.

3.4 Hallituksen toimivalta sen omien osakkeenomistajien välisessä valta- taistelussa

Liiketoiminnan myynnin osalta pidän modernin osakeyhtiöoikeuden mukaista kantaa toimialan ja toiminnan tarkoituksen merkityksestä loogisena ja toimivana ratkaisuna. Koen kuitenkin, ettei näkemys sellaisenaan istu johdon oikeuteen päättää ostotarjousta vastustavista toimista. Verrattuna esimerkiksi merkittävän liiketoiminnan myymiseen, osakeyhtiön määräysvallan hankkimiseen ja siltä puolustautumiseen liittyy enemmän erilaisia intressiristiriitoja etenkin johdon ja osakkeenomistajien välillä kuin myös osakkeenomistajien keskinäisissä suhteissa. Kysymys toimialan merkityksestä ei myöskään aktualisoidu tilanteesta, sillä määräysvallan hankkiminen ei vaikuta toimialan noudattamiseen tai noudattamatta jättämiseen.²⁵³ Vasta onnistuneesti läpiviedyn ostotarjouksen jälkeen tarjouksentekijällä olisi tarvittava määräysvalta esimerkiksi nimittää kohdeyhtiölle hallitus, joka ei noudattaisi toimialamääräystä tai vaihtaa kohdeyhtiön yhtiöjärjestyksen toimialamääräys. Lisäksi kysymys yhtiön toiminnan tarkoituksesta on ostotarjoustilanteessa erityisen haastava, kuten tulemme havaitsemaan luvussa 4.2 alaotsikoinen. Siksi mielestäni johdon oikeus ryhtyä puolustautumistoimiin tulisi erottaa johdon oikeudesta yleisesti ryhtyä merkittäviin päätöksiin, kuten liiketoiminnan myymiseen.

Listayhtiöiden osalta on painotettu, että yritysvaltaustilanteen ollessa käsillä, yhtiön johto voi päättää yhtiökokoukselle kuuluvista asioista, jotka ovat niin merkittäviä yhtiölle, että niistä päättäminen kuuluisi alistaa yhtiökokoukselle, jos asioiden viivyttämien tai julkisuus

²⁵² Rapakko 1990, s. 107.

²⁵³ Tilanne on ehkä hahmotettavissa erilailta, jos ostotarjouksentekijä ilmoittaisi motiivikseen onnistuneen ostotarjouksen seurauksena vaihtaa yhtiön toimiala ja sen mukainen liiketoiminta muuksi.

vaarantaisi yhtiön edun.²⁵⁴ Hallituksen toimivaltaa tulisikin, julkisesti noteeraamattomienkin yhtiöiden osalta, tarkastella erityisesti yhtiön edun sekä voitontuottamistarkoituksen kautta. Vaikka hallituksella on toimivalta päättää myös erittäin merkittävistä ja laajakantoisista asioista, ylittää hallitus kelpoisuutensa, jos ostotarjousta vastustavat toimet rikkovat yhtiön toiminnan tarkoitusta eli voiton tuottamista osakkeenomistajille. Tutkimuskysymykseen hallituksen toimivallasta sen omien osakkeenomistajien välisessä valtataistelussa ei voi antaa riittävää vastausta pelkästään toimielinten toimivallan ja kelpoisuuden sekä oikeuskirjallisuuden kannan hallituksen toimivaltaan tehdä merkittäviä liiketoimia perusteella. Merkittävien intressiristiriitojen takia tarkastelun keskiöön nousee yleisien oppien näyttäytyminen tutkimuskysymyksen tilanteessa. Seuraavassa luvussa 4 tarkastelen tarkemmin sitä, kuinka OYL:n 1 luvun periaatteet sekä 13 luvun varojenjakosäännökset rajaavat hallituksen toimivaltaa ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin.

²⁵⁴ Savela 1999, s. 242. Savela katsoo erittäin voimakkaiden yritysvaltauksentorjuntatoimien olevan kuitenkin sellaisia, ettei johto saisi niihin ryhtyä ilman yhtiökokouksen valtuutusta.

4 OSAKEYHTIÖLAIN YLEISET OPIT KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN TOIMIVALLAN RAJAAJINA

4.1 Johdanto

Osakeyhtiön osakkeenomistajien taistellessa osakeyhtiön määräysvallasta ovat erilaiset osakeyhtiölain yleisten oikeuksien loukkaukset alttiimpia tapahtumaan.²⁵⁵ Pörssiyhtiöiden osalta tähän on varauduttu siirtämällä päätäntävalta hallitukselta yhtiökokoukselle, tilanteessa, jossa hallitus harkitsee puolustautumistoimiin ryhtymistä.²⁵⁶ Koska OYL:ssa ei ole säädetty julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen asemasta tilanteessa, jossa sen omat osakkeenomistajat taistelevat vallasta osakeyhtiössä, tulee hallituksen asemaa tarkastella tukeutumalla osakeyhtiöoikeuden yleisiin oppeihin.

Yhtiön toiminnan tarkoitus on toiminnan jatkuvuus, going concern, sekä voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Hallituksen tehtävä on tuottaa tätä voittoa yhtiön osakkeenomistajakollektiiville, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä, mikä on kirjattu periaatteeksi **OYL 1:5**:een. Hallituksen kaikkien toimintaa vaikuttaa **OYL 1:7**:n yhdenvertaisuusperiaate, jonka mukaan hallitus ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä toimenpiteeseen, joka tuottaisi epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle tai muulle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. **OYL 1:8**:n lojaliteettiperiaate velvoittaa hallitusta toimimaan lojaalisti yhtiötä ja sen kaikkea osakkeenomistajia kohtaan. Lisäksi käytännössä myös **OYL 13 luvun** varojenjakosäännöksillä on keskeinen vaikutus kohdeyhtiön hallituksen harkitessa puolustautumistoimia. Seuraavassa tarkastelen, kuinka edellä mainitut säännökset rajaavat kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa ryhtyä puolustautumistoimenpiteisiin.

4.2 Yhtiön toiminnan tarkoituksen vaikutus kelpoisuuden ja toimivallan arvioinnissa

4.2.1 OYL 1:5:n merkitys

Toimivallan ja kelpoisuuden käsitteet kytkeytyvät vahvasti yhtiön toiminnan tarkoitukseen – voiton tuottamiseen osakkeenomistajille, mikä on kirjattu OYL 1:5:een.²⁵⁷ Voiton tuottaminen osakkeenomistajille tarkoittaa lähtökohtaisesti sitä, että osakeyhtiö tuottaa voittoa ja tätä voittoa jaetaan osakkeenomistajille noudattaen OYL 13 luvun varojenjakosäännök-

²⁵⁵ Villa 2016, s. 338 (yhdenvertaisuusperiaatetta koskien); Immonen – Villa 2015, s. 31 (lojaliteettiperiaatetta koskien).

²⁵⁶ Villa 2016, s. 338 - 339.

²⁵⁷ Ellei yhtiöjärjestyksessä ole määrätty yhtiön toiminnan tarkoituksesta toisin. OYL 13:9:n mukaan mikäli yhtiön toiminnan tarkoitus on jokin muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, on tästä oltava määräys yhtiöjärjestyksessä.

siä.²⁵⁸ Voiton tuottaminen osakkeenomistajille on kuitenkin olettamasaännös, josta OYL 13:9:n mukaan voidaan poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksellä.²⁵⁹ Jos yhtiön toiminnan tarkoitusta muutetaan, edellyttää se OYL 5:29:n mukaisesti yhtiön jokaisen osakkeenomistajan suostumusta, mikä entisestään korostaa olettamaa vahvuutta.

Yhtiön toiminnan tarkoituksen ja yhtiön toiminnan jatkuvuuden periaatteen *going concern* on kuvattu olevan se perusta, jonka läpi myös muita OYL:n säännöksiä tulisi tulkita.²⁶⁰ Säännöksellä on keskeinen merkitys etenkin johdon ja osakkeenomistajien välisessä päämies-agenttisuhteessa, sillä yhtiötä ja sen osakkeenomistajia suojaava johdon lojaliteettivelvoite kytkeytyy yhtiön toiminnan tarkoitukseen OYL 1:8:n velvoittaessa johtoa huolellisesti toimien edistämään yhtiön etua.²⁶¹ Huolimatta OYL 1:5:n tärkeydestä, voiton tuottamisen käsitteen epämääräisyys, jota käsittelen seuraavassa, on johtanut siihen, että tilanteisiin, joihin voisi soveltaa OYL 1:5:tä, sovelletaan sen sijaan selkeämpinä säännöksinä OYL 1:8:ia sekä OYL 13 luvun varojenjakosäännöksiä.²⁶²

Oikeuskirjallisuuden enemmistö on katsonut yhtiön toiminnan tarkoituksen olevan niin keskeinen yhtiön toimintaa rajaava seikka, että se ulottaa vaikutuksensa myös yhtiön edustajan kelpoisuuteen, ei vain toimivaltaan.²⁶³ Näin ollen, jos yhtiössä tehtäisiin sen toiminnan tarkoituksen vastaisia päätöksiä, johtaisi se oikeustoimen pätemättömyyteen sekä mahdollisesti toiminnan tarkoitusta rikkoneen toimielimen vahingonkorvausvastuuseen.²⁶⁴ Mäntysaari on asiasta erimieltä, sillä hän katsoo toimielimen tehdessä oikeustoimen vastoin yhtiön toiminnan tarkoitusta, toimielimen rikkovan vain toimivaltaansa.²⁶⁵ Linjassa enemmistön kannan kanssa, katson yhtiön toiminnan tarkoitusta selkeästi rikkovien toimien muodostavan kelpoisuuden ylityksen, sillä ensinnäkin yhtiön toiminnan tarkoitus, ainakin jos se olettamaa mukaisesti on voiton tuottaminen, on jokaisen tiedossa. Toiseksi, toiminnan tarkoitus on se periaate, jonka ympärille yhtiöoikeudellinen ajattelu ja normisto

²⁵⁸ Airaksinen ym. 2010a, s. 27.

²⁵⁹ Airaksinen ym. 2010a, s. 26. Yhtiön toiminnan tarkoitus voi esimerkiksi olla *mankala* -periaatteella tuottaa erilaisia palveluita osakkeenomistajille. Suomessa OYL palvelee sekä voittoa tuottavia osakeyhtiöitä sekä erilaisia yleishyödyllisiä osakeyhtiöitä (*benefit corporation*). Toisin kuin Suomessa, esim. Englannissa ja Ruotsissa yleishyödyllisille osakeyhtiöille on säädetty omat sääöksensä (ks. lisää Pönkä 2015, s. 35 alaviite 77). Jos yhtiön toiminnan tarkoitus ei ole voiton tuottaminen, saattaa yhtiön toiminnan tarkoitus edellyttää myös yhtiölle epäedullisten päätösten tekemistä (Kyläkallio 1963, s. 73). Yhtiön toiminnan tarkoituksen ollessa jokin muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, yhtiöjärjestyksessä on oltava määräys, kuinka varoja jaetaan OYL 13.1:n varojenjakotilanteissa (Airaksinen ym. 2010a, s. 31).

²⁶⁰ Lautjärvi 2015, osio 2.5.

²⁶¹ Lautjärvi 2015, osio 2.5; Airaksinen ym. 2010a, s. 49.

²⁶² Katso Airaksinen ym. 2010a, s. 30.

²⁶³ Rasinaho 2013, s. 557. Katso myös af Schultén 2003, Airaksinen ym. 2010a s. 527 - 528 ja Mähönen – Villa 2010, s. 290.

²⁶⁴ Vahtera 2011, s. 194.

²⁶⁵ Mäntysaari 2002, s. 256. Mäntysaari ei viitata kohdassa avaa kantaansa, vaan toteaa ”*Toimivallan ylityksenä on pidettävä yhtiön tarkoituksen tai toimialamääräyksen ylittämistä.*”

rakentuvat. Jos sen rikkominen ei ole kelpoisuuden ylitys, mikä on? Näin ollen, jos hallituksen ryhtymisen ostotarjousta vastustaviin toimiin katsottaisiin rikkovan yhtiön toiminnan tarkoitusta, olisi hallitus ylittänyt kelpoisuutensa. Seuraavassa pyrin hahmottamaan, mikä yhtiön toiminnan tarkoitus, voiton tuottaminen osakkeenomistajille, tarkoittaa ja miten se näyttäytyy ostotarjoustilanteessa. Rikkooko hallitus mahdollisesti yhtiön toiminnan tarkoitusta ryhtyessään ostotarjousta vastustaviin toimiin?

4.2.2 Voitto ja sen tuottamisen aikajänne

Oikeuskirjallisuudessa on keskusteltu, tarkoittaako voitontuottamisvelvoite sitä, että johto lyhytaikaisesti maksimoi osakkeen arvon vaiko, että johto kehittää yhtiötä *valistuneen arvon maksimoinnin* mukaisesti pyrkien parantamaan yrityksen voitontuottamisedellytyksiä pitkällä aikatahtaimella.²⁶⁶ *Easterbrook* ja *Fischel* ovat esittäneet erilaisen näkökulman kysymykseen voiton tuottamisen aikajänteeseen vastaten siihen ”*Who cares?*”²⁶⁷ He korostavat osakeyhtiön sopimusluonnetta todeten, että yhtiöoikeuden tehtävä on luoda eräänlainen mallisopimus, joka vallitsee, ellei sitä sopimuksella muuteta. Siten kukin yhtiö itse määrittää voitontuottamisen aikajänteensä.²⁶⁸ Lähtökohtaisesti on katsottu, että yhtiön voiton maksimointia tulee tarkastella pitkällä aikajänteellä.²⁶⁹ Lyhyen tähtäimen voittojen maksimointi voi olla jopa OYL 1:5:n vastaista, jos samalla heikennetään pitkän aikajänteeseen voitontuottamiskyvyn edellytyksiä.²⁷⁰ *Easterbrookin* ja *Fischelin* kantaan viitaten, osakeyhtiöt voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä siitä, millä tavoin yhtiö pyrkii tuottamaan voittoa, ja miksei myös voiton tuottamisen aikajänteestä.

Myös säännöksen esitöissä korostetaan, että OYL 1:5:tä on tulkittava pitkällä, ei lyhyellä aikavälillä ja kokonaisuutta, ei yksittäisiä toimenpiteitä arvioimalla.²⁷¹ Samalla kuitenkin HE:ssä todetaan, että voiton tuottaminen voi tapahtua myös pyrkimällä mahdollisimman korkeaan osakkeen arvoon.²⁷² Siten pitkäaikaisia investointeja, kuten esimerkiksi yhtiön

²⁶⁶ Mähönen – Villa 2006, s. 244. Mähönen ja Villa katsovat, että OYL 1:5:een kirjatun voitontuottamistarkoituksen olevan lähellä valistuneen arvonmaksimoinnin käsitettä. Kurkela on puolestaan katsonut, että arvioidessa hallituksen velvollisuutta maksimoida osakkeen arvo, ei voida antaa arvoa mahdolliselle tulevalle osakkeenarvon nousulle, vaan hallituksen toimien vaikutus osakkeen arvoon tulisi olla välitön: ”*There is no room for political utopia: such as »the sacrifices of today will be rewarded tomorrow».* For share value there is only the present.” (Kurkela 2003, s. 47).

²⁶⁷ Easterbrook. – Fischel 1989, s. 1446.

²⁶⁸ Easterbrook. – Fischel 1989, s. 1446 - 1447.

²⁶⁹ Airaksinen ym. 2010a, s. 26; Lautjärvi 2015, kohdasta 2.5.1; HE 109/2005 vp, s. 39.

²⁷⁰ Airaksinen ym. 2010a, s. 27.

²⁷¹ HE 209/2005, s. 38 - 39.

²⁷² Ibid.

tuotantokoneiston uudistamista, tuotekehitystoimintaa tai henkilöstön kouluttamista, voidaan pitää yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisena.²⁷³

Johdon pyrkimys parantaa yrityksen voitontuottamismahdollisuuksia pitkällä aikajänteellä voi olla ristiriidassa osakesijoittajien haluan saada osakkeistaan mahdollisimman korkea arvo osakemarkkinoilla.²⁷⁴ Ostotarjoustilanteessa tämä ristiriita kärjistyy osakkeenomistajien joutuessa arvioimaan, onko ostotarjouspremio paras voitto, minkä osakkeenomistaja voi osakeomistuksellaan saada, vai onko yhtiöllä vielä mahdollisuuksia tulevaisuudessa tuottaa voittoa osakkeenomistajalle. Ostotarjoustilanteessa myös johdon tulee punnita yhtiön arvonkehityksen aikajännettä. Pitkäaikaisen arvonkehityksen arvioiminen on luonnollisesti huomattavasti spekulatiivisempaa kuin lyhytaikaisen.²⁷⁵ Johto voikin tarvita ulkopuolisen asiantuntijoiden apua.²⁷⁶ Voitontuottamisperiaate edellyttää, että hallitus arvioi, onko tarjottu vastike käypä hinta.²⁷⁷ Jos ostotarjous ei olisi voiton tuottamisen periaatteen mukainen, puoltaisi tämä omalta osaltaan johdon toimivaltaa ryhtyä puolustautumistoimenpiteisiin. Pörssi-yhtiöitä velvoittavaan AML 11:14:ta onkin säännöksen esitöiden mukaan poikkeus, jonka mukaan ostotarjouksen ollessa liian alhainen, ei hallituksen tarvitse saattaa puolustautumistoimista päättämistä yhtiökokoukselle.²⁷⁸ Julkisesti noteeraamattomankin kohdeyhtiön osalta hallituksen tulisi arvioida tarjotun vastikkeen suhdetta yhtiön osakkeiden nykyarvoon sekä tulevaisuuden arvonkehitykseen. Jos tarjottu vastike on näihin nähden alhainen, puoltaisi tämä hallituksen oikeutta puolustautua määräysvallan hankkimiselta. On nimittäin mahdollista, että on muita ostotarjousta parempiakin vaihtoehtoja, jotka

²⁷³ Ibid.

²⁷⁴ Eisenberg 1976, s. 31.

²⁷⁵ Lindholm – Holmström 2005, s. 287 - 288.

²⁷⁶ Savela on nostanut esiin Yhdysvalloissa merkittävästi hallituksen vastuun arvioimiseen vaikuttaneen Van Gorkom -tapauksen. Tapauksessa hallitus oli hyväksynyt fuusiosopimuksen, jonka mukainen hinta yhtiön osakkeesta oli noin 50 %:ia yli yhtiön pörssikurssin. Hallitus kuitenkin joutui vastuuseen fuusio päätöksestä, sillä se oli tehty nopeasti ja puutteellisella informaatiolla. Oikeus myös katsoi hallituksen hyväksymän hinnan olevan alle osakkeen käyvän arvon. Hallituksen olisi tullut tukeutua arvonmäärityksen ammattilaisiin päätöksenteossaan. (Ks. lisää Savela 2000, s. 71 - 75, 77). Yhdysvaltalaisista oikeustapausta ei voi käyttää arvioitaessa johdon roolia Suomessa, mutta tapaus osoittaa, yhtäältä kuinka hankalaa käyvän arvon arvioiminen on, jopa pörssilistaussa yhtiössä, ja toisaalta, kuinka etenkin ostotarjoustilanteessa johto voi tarvita ulkopuolisen asiantuntijoiden apua. On myös katsottu, että koska angloamerikkalaisella oikeudella on ollut vaikutusta vuoden 2006 osakeyhtiölakiin, etenkin johdon fidusiarisia velvoitteita arvioitaessa, voidaan hyödyntää angloamerikkalaista oikeutta. Ks. Lindholm – Holmström 2005, jotka katsovat ”*Detta innebär att även engelsk och amerikansk rättspraxis – givetvis med vederbörlig försiktighet – kan utnyttjas för tolkning av omsorgs- och lojalitetsplikternas omfattning och innebörd enligt finsk rätt*”.

²⁷⁷ Immonen 2015, s. 41. Lisäksi myös määräysvallasta tarjotulla vastikkeella on vaikutusta johdon arvioidessa, mikä ratkaisu on yhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta paras. Osakkaiden vastikkeeksi voidaan tarjota käteisen sijaan myös esimerkiksi jonkin toisen yhtiön osakkeita. Jos osakkeiden vastikkeeksi tarjotaan muuta kuin käteistä, monimutkaistuu tilanne, sillä johdon on sen lisäksi, että se arvioi tarjottua vastiketta suhteessa kohdeyhtiön arvoon arvioitava myös tarjottua vastiketta itseään ja sen todellista arvoa. Tästä lisää esim. Lindholm – Holmström 2005, s. 286 - 287.

²⁷⁸ HE 32/2012 vp, s. 143. Esitöiden mukaan hallituksen ei tarvitse saattaa puolustautumistoimenpiteistä päättämistä yhtiökokouksen päätettäväksi, jos hallituksen perustellun näkemyksen mukaan ostotarjous ei ole osakkeenomistajien edun mukainen, tarjottu vastike on vallitsevaa pörssikurssia alhaisempi, tarjous on ilmeisen vihamielinen ja sen tarkoitus on haitata kohdeyhtiön liiketoimintaa tai jos ostotarjoukselle on asetettu sellaisia ehtoja, ettei yhtiökokouksen käsittely ole tarkoituksenmukaista.

paremmin maksimoivat osakkeenomistajien etua.²⁷⁹ Jos taas ostotarjous on osakkeenomistajien etujen mukainen, eli tuottaa voittoa osakkeenomistajille, voi johto syyllistyä OYL 1:5:n rikkomiseen, mikäli se puolustautuu ostotarjoukselta sivuuttaen osakkeenomistajakollektiivin edun.

4.2.3 Voiton tuottamisen subjekti ostotarjoustilanteessa

OYL 1:5 mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa *osakkeenomistajille*. Käytännössä kuitenkin voitto tuotetaan ensin yhtiölle, minkä jälkeen voitto jaetaan osakkeenomistajille osinkoina.²⁸⁰ Säännöstä sovellettaessa osakkeenomistajat hahmotetaan abstraktiksi osakkeenomistajakollektiiviksi ja lähtökohtaisesti siihen ei kiinnitetä huomiota, ketkä juuri säännöksen soveltamishetkellä ovat yhtiön osakkeenomistajia.²⁸¹ Näin ajatellen voisi katsoa, että johdon tulisi huomioida ostotarjoustilanteessa myös yhtiön mahdollisia tulevia osakkeenomistajia. Jos tarjous on korkea, sekä yhtiön nykyiset että tulevat osakkeenomistajat voittavat, ja siten ei ole ongelmallista, että johdon tulisi tarkastella voitontuottamisen velvollisuuttaan kaikkien osakkeenomistajien etujen kannalta. Jos tarjous taas on matala, on tilanne ongelmallinen sillä tällöin väistämättä ostotarjouksen tehnyt, ja sen toteutuessa yhtiön osakkeenomistajaksi tuleva, taho hyötyy, kun taas osakkeensa liian alhaiseen hintaan myyvät osakkeenomistajat häviävät. Siten, jos ostotarjoustilanteessa katsottaisiin, että voittoa tulee tuottaa kaikille osakkeenomistajille, olisi johto mahdottomassa tilanteessa.

Tanskassa *Sofsrud* on katsonut, ettei yhtiön johdolla ole välttämättä ostotarjoustilanteessa velvollisuutta edistää yhtiön nykyisien osakkeenomistajien etua, sillä yhtiön oman, osakkeenomistajista erillisen, intressin kannalta ostotarjouksentekijää suosiva matala tarjous voi olla myös yhtiölle edullinen. Tällöin ostotarjouksentekijällä, eli yhtiön tulevalla osakkeenomistajalla, on enemmän varaa investoida yhtiöön.²⁸² Suomessa julkisten ostotarjousten osalta on nimenomaisesti katsottu, että voiton tuottamisen tarkoitus kohdistuu kohdeyhtiön ostotarjoushetken aikaisiin osakkeenomistajiin – ei esimerkiksi ostotarjouksentekijän osakkeenomistajiin, joista ostotarjouksen toteutuessa tulee kohdeyhtiön osakkeenomistajia.²⁸³

²⁷⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 533 - 534.

²⁸⁰ Af Schultén 2004, s. 311. Osinkojen jakamisen sijaan voittoa voidaan myös jättää yhtiöön, jolloin ”voitto” näkyy yhtiön osakkeen arvon nousuna.

²⁸¹ Airaksinen ym. 2010a, s. 27.

²⁸² Sofsrud 1999, 248 - 249.

²⁸³ Savela 1999, s. 218; Salonen 2000, s. 159; Thorström 2002, s. 508.

Julkisessa ostotarjouksessa johdon velvollisuus tuottaa voittoa maksimoimalla osakeyhtiön jakokelpoisten varojen määrä voi kaventua velvollisuudeksi tuottaa voittoa suoraan osakkeenomistajille.²⁸⁴ Hallituksen esityksen mukaan ostotarjoustilanteessa johdon velvollisuus tuottaa voittoa osakkeenomistajille, eli toteuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta, voi tarkoittaa toimintaa, jolla pyritään saamaan mahdollisimman korkea hinta osakkeenomistajakollektiiville.²⁸⁵ Koska johdon velvollisuudet tältä osin julkisessa ostotarjouksessa, jonka kohteena siis on julkinen yhtiö, ovat OYL -pohjaisia, tulee myös julkisesti noteeraamattoman yhtiön kohdalla hallituksen roolia tarkastella samoin. Toisin kuin Yhdysvalloissa, jossa hallituksen *Revlon* -velvoitteet²⁸⁶ astuvat esiin vasta ostotarjouksen toteutumisen ollessa väistämätön, Suomessa hallituksen tulee ostotarjousprosessin alusta alkaen, kuten myös yhtiön normaalitilassakin, tuottaa voittoa osakkeenomistajille.²⁸⁷ Koska osakkeenomistajien intressit ovat erit,²⁸⁸ ei hallituksella ole toimimisvaihtoehtoa, joka olisi yhtiön jokaisen osakkeenomistajan kannalta tarkasteltuna paras. Siksi hallituksen onkin syytä hankkia ulkopuolista apua ottaakseen kantaa tarjousvastikkeen käypyyteen ja tarpeeseen ryhtyä puolustautumistoimiin.

4.2.4 Toimialan vaikutus

Jo aiemmin tutkielmassa kohdassa 3.3.3.3 tarkasteltiin modernin osakeyhtiöoikeuden kantaa hallituksen velvollisuuteen siirtää merkittäviä päätöksiä yhtiökokouksen päätettäväksi. 2010-luvun oikeuskirjallisuuden kanta on painottanut hallituksen oikeutta tehdä merkittäviä päätöksiä, kunhan hallitus ei ylittäisi yhtiöjärjestyksen toimialamääräystä ja toimi olisi toiminnan tarkoituksen mukainen. Toimiala kytkeytyy vahvasti voitontuottamisperiaatteen ja määrittelee sen liiketoiminnan alueen, jolla yhtiö toteuttaa toiminnan tarkoitustaan eli tuottaa voittoa. Myös oikeuskäytännössä voiton tuottamistarkoituksen rikkomista ja toimialamääräyksen ylittämistä on usein tarkasteltu yhdessä tilanteissa, joissa on arvioitu oikeustoimen pätevyyttä hallituksen esimerkiksi antaessa vierasvelkavakuuden.²⁸⁹ Kysy-

²⁸⁴ Airaksinen ym. 2010a, s. 28, 50 - 51; Airaksinen ym. 2010b, s. 759 - 760. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että hallituksen kaikissa tilanteissa tulisi pyrkiä myötävaikuttamaan ostotarjouksen menestymiseen, sillä hallitus voi pyrkiä edistämään osakkeenomistajien etua löytämällä vielä paremman ratkaisun (Airaksinen ym. 2010a, s. 51).

²⁸⁵ HE 109/2005, s. 41.

²⁸⁶ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc* -tapauksesta alkunsa saaneen periaatteen mukaan, ostotarjouksen toteutumisen ollessa vääjäämätöntä, kohdeyhtiön johdon lojaliteettivelvollisuus kaventuu velvollisuudeksi maksimoida osakkeista osakkeenomistajille maksettava hinta. Johdon rooli muuttuu eräänlaiseksi huutokaupanpitäjäksi. Lisää ratkaisusta ja periaatteesta, esim. Nyström 2016, s. 144 - 145.

²⁸⁷ Nyström 2016, s. 222.

²⁸⁸ Osakkeenomistajien intresseistä tarkemmin otsikon 2.3.3 alla. Näiden tavanomaisten intressiristiriitojen lisäksi, ostotarjousentekijä myös usein on yhtiön osakkeenomistaja, lisäksi osa kohdeyhtiön osakkeenomistajista voi myös olla ostotarjouksen tekvän yhtiön osakkeenomistajia.

²⁸⁹ Ks. esim. KKO 1992:190.

mys toimialan merkityksestä ei kuitenkaan ollut mustavalkoinen, minkä osalta, sivumäärärajoituksen ja toiston välttämisen takia, viitataan aiemmin kohdassa 3.3.3.3 esittämääni.

4.3 Yhdenvertaisuusperiaate

4.3.1 Johdanto

Sekä OYL että AML sisältävät osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua koskevan säännöksen. OYL 1:7 sisältää määritelmän osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta, joka on painava yhtiöoikeudellinen normi ja periaatetta rikkova päätös onkin lähtökohtaisesti osakeyhtiöoikeudellisesti mitätön.²⁹⁰ AML 11:7:n mukaan ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita²⁹¹ eriarvoiseen asemaan (*tasapuolinen kohtelu*). Oikeuskirjallisuudessa on keskusteltu, ovatko nämä periaatteet ulottuvuudeltaan samanlaisia tai keskenään rinnastettavia.²⁹²

Osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta on kehittynyt runsaasti oikeuskäytäntöä²⁹³, sillä periaatteella on ollut jo pitkään perustavanlaatuinen merkitys yhtiöoikeudessamme²⁹⁴ Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta, tai tarkemmin tasapuolisen kohtelun periaatteesta, ei ole saatavilla vastaavanlaista oikeuskäytäntöä, sillä etenkin julkisesti noteeratut yhtiöt suosivat ainoastaan asianosaisjulkista välimiesmenettelyä. Koska arvopaperimarkkinaoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta ei ole juuri oikeuskäytäntöä, on oikeuskirjallisuuden rooli korostunut. Oikeuskirjallisuudessa on ollut erilaisia kantoja OYL:n ja AML:n periaatteiden väliseen vuorovaikutukseen.²⁹⁵

Kysymys periaatteiden laajuudesta ja rinnastettavuudesta ei ole vain teoreettinen saati triviaali, sillä julkisesti noteerattujen yhtiöiden noudattaessa sekä OYL:ia että AML:ia, erilai-

²⁹⁰ Pääomadirektiivin (77/91 /ETY) 42 artikla asetti jäsenvaltioille velvollisuuden taata samassa asemassa oleville yhtiön osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu lainsäädännöllä. Yhdenvertaisuusperiaatteen asema on kuitenkin tunnustettu jo kauan ennen pääomadirektiivin velvoitetta, ainakin sata vuotta. Osakeomistuksen ollessa Euroopassa perinteisesti keskittynyttä, on periaatteella korostunut merkitys, kun taas esimerkiksi Yhdysvalloissa painopiste on ollut suojata osakkeenomistajia johdon opportunistilta. Ks. lisää Mähönen – Villa 2015, s. 354. Yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisen seuraamuksista Immonen – Villa 2015, s. 37 - 38.

²⁹¹ Vaikka säännöksessä puhutaan arvopapereiden haltijoista, mikä ostotarjousdirektiivin 2 artiklan määritelmien mukaan kattaa yhtiön sellaiset siirtokelpoiset arvopaperit, joihin liittyy äänioikeus yhtiössä, on tutkimuksen keskiössä nimenomaan osakkeenomistajien asema. Tässä tutkielmassa termejä arvopaperin haltija ja osakkeenomistaja käytetään synonyyminomaisesti.

²⁹² Ks. Villa 2008 ja Turunen 2005, erityisesti s. 67.

²⁹³ Ks. merkittävinä tapauksina esim. KKO 1991:46 ja tuore ratkaisu KKO 2015:105, jossa käsiteltiin yhdenvertaisuusperiaatteen suhdetta konserniavustuksen myöntämiseen.

²⁹⁴ Oikeusministeriö, työryhmämietintö 2003:4, s. 88. Jo ennen kuin lakiin otettiin säännös yhdenvertaisuusperiaatteesta, oli Lauri Cederberg jo määritellyt periaatteen seuraavasti: ”*Yhtäläisyysperiaate sisältää sen, että yhtiön kukin jäsen on oikeutettu vaatimaan, että häntä oikeudellisesta merkitystä omaavissa, yhtymää koskevissa asioissa, s.o niinhyyvin jäsenten keskinäisissä oikeussuhteissa kuin jäsenten suhteessa yhtiön toimielimiin, ei kohdella mielivaltaisesti ja erilaisten perusteiden, vaan samanlaisten yhtäläisten normien mukaan.*” (Cederberg 1934, s. 125).

²⁹⁵ Esittelen näitä kantoja kohdassa 4.3.4.

sisä yhtiön elämänkaaren aikana mahdollisissa tilanteissa, kuten omistusjärjestelyissä, yritysvaltauksissa ja julkisissa ostotarjouksissa, on tarve selvittää periaatteiden soveltamistilanteet ja keskinäinen vuorovaikutus.²⁹⁶ Tämän tutkimuksen kannalta on olennaista saada ratkaisu kysymykseen, ovatko osakeyhtiöoikeudellinen ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate yhteismitallisia. Jos periaatteet ovat keskenään rinnastettavia, voisi sitä, mitä julkisesti noteerattujen yhtiöiden johdon velvollisuudesta kohdella osakkeenomistajia yhdenvertaisesti yritysvaltaustilanteessa on kirjoitettu julkisesti noteerattujen yhtiöiden osalta, soveltaa myös julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osalta. Saadakseni vastauksen kysymykseen, tarkastelen seuraavassa ensin OYL 1:7:ää ja AML 11:7:ä erikseen, minkä jälkeen vertaan periaatteita toisiinsa.

4.3.2 Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate

4.3.2.1 Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö

Yhdenvertaisuusperiaate on kirjattu koko OYL:n läpi kantavana periaatteena sen ensimmäiseen lukuun.²⁹⁷ OYL 1:7.1:n mukaan osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. OYL 1:7.2:n mukaan yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Tätä pykälän 2. virkkeen sääntöä kutsutaan yleislausekkeeksi.²⁹⁸ Ensisijaisesti yhdenvertaisuusperiaatteessa on kysymys osakkeiden eikä osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta, sillä osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate kytkeytyy osakkeen tuottamiin oikeuksiin ja velvollisuuksiin yhtiössä, mikä ilmenee myös pykälän 1. virkkeestä ”osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet”.²⁹⁹ Periaatteen lähtökohta on turvata yhtiön osakkeiden *status quo* – se, että osakkeiden asema säilyy samanlaisena kuin mitä se lain ja yhtiöjärjestyksen perusteella on.³⁰⁰ Periaate suojaa osakkeenomistajan, ja potentiaalisen osakkeenomistajan, luottamusta siihen, että yhtiön osak-

²⁹⁶ Villa 2008, s. 563 - 564.

²⁹⁷ OYL 1:7:n on jopa kuvattu olevan osakkeenomistajien suhteita määrittävä kulmakivi (Vahtera 2008, s. 209; Villa 2008, s. 566). Ennen nykyistä vuoden 2006 osakeyhtiölakia, yhdenvertaisuusperiaate oli kirjattu VOYL:ssa 8:14.1:iin ja 9:16:ta. Esitöiden mukaan kirjaamalla yhdenvertaisuusperiaate OYL:n ensimmäiseen lukuun oli tarkoitus vahvistaa periaatteen merkitystä entisestään (HE 109/2005 vp s. 18).

²⁹⁸ Villa 2008, s. 563.

²⁹⁹ Sillanpää 1994 s. 105 - 106; Koski 1993, s. 128. On jopa esitetty, että periaate koskisi pikemminkin osakkeiden yhdenvertaista asemaa – ei osakkeenomistajien. Näin esim. Af Schultén 2004, s. 120. Sen sijaan mm. Mähönen ja Villa sekä Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho katsovat yhdenvertaisuusperiaatteen koskevan myös osakkeenomistajan asemaa (Mähönen – Villa 2015, s. 364; Airaksinen ym. 2010a, s. 41).

³⁰⁰ Kaisanlahti 1998, s. 84. Yhtiöjärjestyksessä osakkeenomistajat voivat määrätä eri lajisista osakkeista ja niiden tuottamista oikeuksista. OYL 5:28 mahdollistaa osakelajin oikeuksien muuttamisen, mutta edellyttää sen osakelajin osakkeenomistajien suostumusta, joiden oikeudet vähenevät.

keet tuottavat ne oikeudet, jotka on määritelty yhtiöjärjestyksessä.³⁰¹ Tämä tarkoittaa, että keskenään samanlajisten osakkeiden tuottamat oikeudet ja velvollisuudet ovat samanlaiset.³⁰² Yhdenvertaisuusperiaate kuitenkin palautuu osakkeenomistajien yhdenvertaiseen kohteluun, sillä osakkeenomistajat omistavat yhtäläiset oikeudet, ja velvollisuudet, tuottavat osakkeet.

Yhdenvertaisuusperiaatteen ratio on estää käyttämästä väärin määräysvaltaa ja suojata ennen kaikkea vähemmistöosakkeenomistajia.³⁰³ Periaate kieltää kaikenlaisen epäoikeutetun taloudellisen edun antamisen esimerkiksi enemmistöosakkeenomistajalle vähemmistöosakkeenomistajan kustannuksella.³⁰⁴ Jos yhdenvertaisuusperiaate ei velvoittaisi osakeyhtiön orgaaneja kohtelemaan osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, lisäisi tämä osakkeenomistajan tuottovaatimusta yhtiötä kohtaan, sillä rationaalinen osakkeenomistaja vaatisi syrjivän kohtelun riskin vastapainoksi korkeampaa tuotto-odotusta.³⁰⁵

4.3.2.2 Yhdenvertaisuusperiaatteen suojan ulottuvuus

Yhdenvertaisuusperiaate kohdistuu ensisijaisesti osakeyhtiön sisäiseen päätöksentekoon, sillä yleislauseke velvoittaa osakeyhtiön toimielimiä.³⁰⁶ Koska yhdenvertaisuusperiaate kieltää yhtiökokousta ja hallitusta ryhtymästä toimeen, joka saattaisi toisen osakkeenomistajan epätasa-arvoiseen asemaan, ei hallitus saa ryhtyä osakkeenomistajaa syrjivään menettelyyn edes yhtiökokouksen mandaatilla. Periaate ei kuitenkaan estä sitä, että loukatun osakkeenomistajan suostumuksella kyseisen osakkeenomistajan yhdenvertaisuutta loukataan. Yhdenvertaisuusperiaate ei myöskään estä enemmistövallan käyttöä, vaan edellyttää osakkeenomistajien saattamista sellaiseen asemaan, jossa osakkeenomistajan osakekohtainen riski on lähtökohtaisesti yhtä suuri, riippumatta osakkeenomistajien omistamien osakkeiden määrästä. Toisin sanoen, osakkeiden kullekin osakkeenomistajalle tuottama äänioikeus on suhteessa sijoitettuun pääomaan eli riskiin.³⁰⁷ Myös osakkeenomistajia muodollisesti yhdenvertaisesti kohtelevat päätökset voivat olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia,

³⁰¹ Mähönen – Villa 2015, s. 357.

³⁰² Kisanlahti 1998, s. 84.

³⁰³ Mähönen – Villa 2015, s. 353 - 354; HE 109/2005, s. 39.

³⁰⁴ HE 32/2012, s. 145.

³⁰⁵ Kisanlahti 2002, s. 85.

³⁰⁶ Tietyissä tilanteissa yhdenvertaisuusperiaate soveltuu myös osakeyhtiön yhtiön enemmistöosakkeenomistajaan. Puhutaan osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta. Tällöin osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate voisi rajoittaa lisää määräysvaltaa hankkivan enemmistöosakkeenomistajan toimia. Ks. lisää osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta Laine 2012, s. 79 - 101.

³⁰⁷ Immonen – Villa 2015, s. 32.

jos päätöksen tosiasiallinen vaikutus ei ole yhdenvertainen.³⁰⁸ Tätä vastoin, tietyissä tilanteissa yhdenvertaisuusperiaate myös joustaa, jos muodollisesti osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukkaava päätös, on kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen.³⁰⁹ Vähäinen epäoikeutettu etu ei aina tarkoita osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden loukkaamista, vaan tapauskohtainen olennaisuusvaatimus on ylitettävä.³¹⁰

Miten yhdenvertaisuusperiaate näyttäytyy johdon ryhtyessä puolustautumistoimiin ostotarjoukselta? Vastaus kysymykseen on helpompi, jos ostotarjouksentekijä ei ole yhtiön osakkeenomistaja. OYL:n perusteella yhtiön johdolla ei ole velvollisuutta huolehtia yhtiön tulevien osakkeenomistajien eduista.³¹¹ Siten jos yritysvaltaaja ei ole yhtiön oma osakkeenomistaja, yhdenvertaisuusperiaate ei estäisi ryhtymästä puolustautumistoimenpiteisiin, kunhan samalla ei rikottaisi yhtiön nykyisten osakkeenomistajien etua.³¹² Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei OYL:n yhdenvertaisuusperiaate suojaa tarjouksentekijää julkisessa ostotarjouksessa, sillä osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate rajoittuu ainoastaan yhtiön sisäiseen päätöksentekoon ja suhteisiin.³¹³ Siten osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate ei suojaisi ostotarjouksentekijää tarjouksentekijän roolissa.³¹⁴ Ostotarjouksentekijän ollessa yhtiön nykyinen osakkeenomistaja on tilanne haastavampi. Mielestäni tällaisessa tilanteessa hallituksen tulee arvioida ostotarjousta nimenomaan osakkeenomistajien *kollektiivisen edun* näkökulmasta, ottamatta kantaa siihen, miten hallituksen reagointi ostotarjoukseen vaikuttaa tarjouksentekijä-osakkeenomistajaan tarjouksentekijän roolissa.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun edellytykset eivät välttämättä täyty johdon puolustautuessa ostotarjoukselta.³¹⁵ Esimerkiksi *Immosen ja Villan* mukaan OYL 1:5 ja

³⁰⁸ Ks. esim. KKO 1991:46, jossa kaikilla osakkeenomistajilla oli muodollisesti yhdenvertainen mahdollisuus osallistua osakeantiin, mutta säilyttääkseen suhteellisen omistussuutensa ja vähemmistöasemansa vähemmistöosakkeenomistaja A:n olisi tullut merkitä osakkeita, vaikka vähemmistöosakkeenomistaja A ei saanut vastaavaa hyötyä yhtiön tuottamista palveluista kuin enemmistöosakkeenomistajat. Yhtiökokouksen päätös julistettiin pätemättömäksi, koska enemmistöosakkeenomistajat saivat epäoikeutettua etua A:n kustannuksella.

³⁰⁹ Ks. Vahtera 2008, s. 216. Vahteran käsittelemässä tilanteessa kohtuuttoman suuri, ja siten yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, preemio oli perusteltavissa, muun muassa koska se oli osakkeenomistajien edun mukainen.

³¹⁰ Pönkä 2012, s. 292 - 306.

³¹¹ Savela 1999, s. 218; Salonen 2000, s. 159; Thorström 2002, s. 508. Näin myös Ruotsissa ks. Dotevall 1989, s. 358.

³¹² Savela 1999, s. 218; Kosonen 1970, s. 393, joka katsoo lunastuskontekstissa, ettei osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukata lunastuksessa, sillä lunastuksen kohteena oleva luovutuksensaaja ei yleensä ole yhtiön osakkeenomistaja. Myös Timonen katsoo, että yhdenvertaisuusperiaate soveltuu vain yhtiön sisäisiin suhteisiin ja siten ostotarjouksentekijän ollessa ulkopuolinen ei yhdenvertaisuusperiaatteella olisi merkitystä. Timonen 1997, s. 309. Toisaalta Sillanpää on katsonut, että arvopaperimarkkinaoikeudessa yhdenvertaisuuskysymystä tarkastellaan laajemmin kuin osakeyhtiöoikeudessa ja siten tuleva osakkeenomistaja saatetaan rinnastaa yhtiön osakkeenomistajaan. Sillanpää 1994, s. 114.

³¹³ Timonen 1997, s. 309.

³¹⁴ Savela 1999, s. 219.

³¹⁵ Hallituksen esityksen arvopaperimarkkinalaiksi mukaan päätökset, joiden tarkoituksena on estää tarjouksen toteutuminen, voivat olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia, vaikka ne olisi tehty julkisissa ostotarjouksissa noudatettavia menettelytapoja koskevan suosituksen mukaan (HE 32/2012, s. 145).

OYL 1:7: johtavat siihen, että osakeyhtiön varojenkäytön on oltava aina liiketaloudellisesti perusteltua yhtiön kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun näkökulmasta.³¹⁶ Näin ollen, jos johto käyttäisi yhtiön varoja puolustautuakseen ostotarjoukselta, joka olisi osakkeenomistajien kollektiivisten etujen mukainen, olisi tämä sekä yhtiön toiminnan tarkoituksen että yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. Myös ostotarjouksentekijän havittelemien yhtiön omaisuuserien myyminen voi rikkoa yhdenvertaisuusperiaatetta, jos kyseisen omaisuuden ostaja saa epäoikeutettua etua yhtiön tai osakkeenomistajien kustannuksella.³¹⁷ *Kyläkallion, Iirolan ja Kyläkallion* mukaan OYL 1:7:stä seuraa, että hallituksen tulee olla erittäin pidättäytyväinen, jos yhtiössä vallitsee yhtiön omistussuhteita koskeva valtataistelu.³¹⁸

Toisaalta intressiristiriitaisessa tilanteessa myös ostotarjouksen tukeminen voi rikkoa yhdenvertaisuusperiaatetta. Riski yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisesta kasvaa merkittävästi, jos hallitus asettuu tukemaan yhtiön arvoon nähden liian alhaista yhtiön osakkeenomistajan tekemää ostotarjousta.³¹⁹ Jos yhtiön osakkeenomistajat tekevät keskenään kilpailevat ostotarjoukset yhtiön osakkeista, *Sillanpään* mukaan yhdenvertaisuusperiaate edellyttää johtoa käyttäytymään korostetun tasapuolisesti, sillä puolueellinen käytös voidaan katsoa yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomiseksi.³²⁰ Yhdenvertaisuusperiaate myös rajoittaa johdon mahdollisuutta käyttää yhtiön varoja puolustautumiseen.³²¹ Myös ostotarjousta edeltävä tilanne voi olla yhdenvertaisuuden kannalta haastava, jos ostotarjouksen tekemistä harkitsevalle osakkeenomistajalle annetaan oikeus suorittaa *due diligence* -tarkastus.³²²

Pöngän mukaan päätöstä, jonka väitetään loukkaavan yhdenvertaisuutta, on tarkasteltava suhteessa yhtiön etuun.³²³ Lähtökohtaisesti, jos hallituksen tekemä päätös olisi vastoin yhtiön toiminnan tarkoitusta, on kyseessä myös yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus.³²⁴ Jos hallituksen päätös on yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen, tulee arvioida, onko yhtiön

³¹⁶ Immonen – Villa 2015, s. 37.

³¹⁷ KM 1989:36, s. 251.

³¹⁸ *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2015a*, s. 56 - 57.

³¹⁹ Ks. Itä-Suomen HO 27.3.2007, S06/217 sekä Vahteran kommentti ratkaisusta (Vahtera 2008, s. 12 - 16).

³²⁰ *Sillanpää 1994*, s. 112.

³²¹ *Ibid.*

³²² Parkkosen ja Knutsin mukaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta koskevat kysymykset myös aktualisoituvat, jos ostotarjouksentekijälle, joka on yhtiön osakkeenomistaja, annetaan oikeus suorittaa *due diligence* -tarkastus kohdeyhtiössä. Tällöin tarjouksentekijä saa etuoikeutettua tietoa kohdeyhtiöstä, jolloin hän on muita osakkeenomistajia tiedollisesti paremmassa asemassa. Tilanne on yhdenvertaisuusperiaatteen näkökulmasta ongelmallinen, jos ostotarjousta ei lopulta toteuteta. Jos ostotarjous toteutetaan, tarjouksentekijä, ja toissijaisesti yhtiö, joutuu ostotarjoussääntelyn velvoittamana saattamaan muut osakkeenomistajat kanssaan tiedollisesti yhtäläiseen asemaan. Jos tarjousta ei toteuteta, ei tätä velvoitetta ole. Parkkosen ja Knutsin mukaan kohdeyhtiön tulisi varautua siihen, ettei ostotarjousta *due diligence* -tarkastuksesta huolimatta toteuteta ja suunnitella keinoja, joilla osakkeenomistajien yhdenvertainen tiedollinen asema turvataan (Parkkonen – Knuts 2014, s. 547 - 548).

³²³ *Pönkä 2012*, s. 301.

³²⁴ Ks. NJA 2000 s. 404, jossa yhtiön toimialamääräyksen vastaisen päätöksen katsottiin rikkovan myös osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta.

edulla etusija suhteessa yhdenvertaisuusperiaatteeseen.³²⁵ Siten, jos puolustautumistoimenpiteisiin ryhtyminen rikkoisi kohdassa 4.2 alaotsikoinen käsiteltyä yhtiön toiminnan tarkoitusta, rikottaisiin samalla myös osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Jos taas puolustautumistoimenpiteet lievästi loukkaisivat jonkin osakkeenomistajan, lähinnä siis tarjouksentekijän, yhdenvertaisuutta, voisi teko olla oikeutettu, jos se edistäisi yhtiön etua.

Se, ettei hallituksen päätöksiä koske yleinen moiteoikeus, lisää hallituksen velvollisuutta toimia huolellisesti yhdenvertaisuusperiaatetta noudattaen.³²⁶ Kuitenkin osakkeenomistajan on, OYL:n esitöiden perusteella, mahdollista moittia hallituksen selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia päätöksiä.³²⁷ Siten, jos hallitus suhtautuu ostotarjoukseen osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua selvästi loukkaavalla tavalla, voisi päätöstä moittia.

4.3.3 Arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate

4.3.3.1 Tasapuolisuuden periaate

Myös AML 11:7 sisältää osakkeenomistajan yhdenvertaisuutta koskevan säännöksen, jonka mukaan ostotarjouksentekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperin haltijoita eriarvoiseen asemaan. Tätä vaatimusta on kutsuttu oikeuskirjallisuudessa *tasapuolisen kohtelun periaatteeksi*.³²⁸ Knuts ja Parkkonen ovat kuvanneet periaatteen olevan jatkumo yhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta.³²⁹

Säännöksen taustalla on ostotarjousdirektiivin 3(1)(a) artikla: ”*kaikkia kohdeyhtiön samantajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti; lisäksi on muita arvopapereiden haltijoita suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä*”.³³⁰ Eriarvoista ei siten ole tarjouksen kohdistaminen vain tietyn arvopaperilajin haltijoille.³³¹ Esimerkiksi

³²⁵ Pönkä 2012, s. 302, 337 - 344. Myös Castrén on tarkastellut yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä suhdetta ostotarjoustilanteessa. Castrén on esittänyt, että yhtiön johdon tulee edistää yhtiön etua, jos on erittäin todennäköistä, että yhtiön määräysvalta tulee siirtymään uudelle osakkeenomistajalle. Hän perustelee näkemyksensä VOYL 8:14 sisältämään, nykyistä yhdenvertaisuusperiaatetta, vastaavaan yleislausekkeeseen. Hänen näkemyksensä poikkeaa yhtiöoikeuden valtavirran näkemyksestä siinä suhteessa, kun hän katsoo, että yhtiön johdon on edistettävä yhtiön etua silloinkin, kun se ei ole linjassa uuden osakkeenomistajatahon tai silloisen määräävän osakkeenomistajan edun kanssa. Yhtiön edun mukaan toimimisesta seuraa, että tilanteesta riippuen yhtiön johdon voi joko olla tai ei velvollisuus ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin. Ks. Castrén 1998, s. 125.

³²⁶ HE 32/2012, s. 145.

³²⁷ HE 109/2005, s. 37; Immonen – Villa 2015, s. 36 - 37.

³²⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 483 - 489; Häyrynen – Kajala 2012, s. 307 - 313; Vahtera 2011, s. 163; Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005, s. 285.

³²⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 470.

³³⁰ HE 6/2006, s. 33.

³³¹ HE 6/2006, s. 6, 33. Eri osakelajeista voidaan myös maksaa eri vastike, mutta eri osakelajeja koskevien tarjousten tulee olla järkevissä ja oikeudenmukaisissa suhteissa toisiinsa. Tämä on huomioitava esimerkiksi, jos ennen listatusta osakelajista tehtävää ostotarjousta, tarjouksen tekijä on hankkinut yksityisin kaupoin omistukseensa osakkeet, jotka kuuluvat määräysvallan perustavaan osakelajiin.

tarjouksentekijä voi kohdistaa tarjouksensa vain äänivaltaisten osakkeiden haltijoille.³³² Säännöksen esitöiden mukaan tasavertaisuutta on tulkittava laajentavasti.³³³ Tasapuolisuuden periaate edellyttää, ettei tarjouksessa saa syrjiä arvopaperien haltijoita esimerkiksi hinnan, maksuehtojen tai muiden asioiden osalta, vaan tarjousehtojen tulee olla samanlaiset, riippumatta kohdeyhtiön arvopaperin haltijan henkilöllisyydestä tai omistettujen arvopapereiden määrästä.³³⁴

Säännöksen sanamuodon mukaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta sovelletaan vain julkisessa ostotarjouksessa velvoittaen ostotarjouksentekijää, kun taas osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate soveltuu laajalti yhtiön toimielinten kaikkeen toimintaan ja päätöksentekoon.³³⁵ Soveltamisalan suppeudesta huolimatta AML:n tasapuolisuudenperiaate kohdistuu laajemmin koko markkinaan, kun taas OYL:n yhdenvertaisuusperiaate kohdistuu yksittäisiin yhtiön osakeinstrumentteihin.³³⁶

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottu suojaavaan markkinaosapuolten luottamusta siihen, ettei mikään toimija markkinoilla pystyisi perusteettomasti hyötymään muiden kustannuksella.³³⁷ Periaatteen taustalla on tehokkuusnäkökulma. Osakkeenomistajien tasapuolinen kohtelu turvaa markkinoiden toimivuutta, sillä ilman sijoittajien luottamusta siihen, ettei heidän kustannuksellaan perusteettomasti hyödytä, eivät sijoittajat kävisi kauppaa markkinoilla.³³⁸

Käytännössä periaate suojaa sekä osakkeenomistajien tasapuolista oikeutta saada tietoa ostotarjouksesta että oikeutta saada yhtä suuri vastike saman osakelajin osakkeista. Ennen lunastusvelvollisuuden laukeamista AML 11:19:ssä säädetyissä 30 prosentin ja 50 prosentin *tarjousvelvollisuusrajoissa*, voidaan suuria osuuksia listayhtiön osakkeista hankkia neuvottelemalla osake-erien ostoista suoraan osakkeenomistajien kanssa. *Astolan* mukaan tästä mahdollisuudesta neuvotella suoraan osakkeenomistajien kanssa voi päätellä, että tasavertaisen kohtelun periaate on voimassa vain julkisen ostotarjouksen ollessa voimas-

³³² Astola 1990, s. 160.

³³³ HE 6/2006, s. 6.

³³⁴ Ibid.

³³⁵ Pönkä 2012, s. 204; Lautjärvi 2015, kohdasta 2.5.3.

³³⁶ Vahtera 2011, s. 164.

³³⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 470; Lautjärvi 2015, kohdasta 2.5.3; Pönkä 2012, s. 206. Periaatteen tehtävän on katsottu olevan estää varastamiseen verrattavissa oleva toiminta (Pönkä 2012, s. 206).

³³⁸ Osakemarkkinoiden kehittymisen on katsottu edellyttävän sitä, pörssiyhtiöiden pienosakkeenomistajat kokevat olevansa yhdenvertaisia suuromistajien kanssa. Ks. lisää HE 157/1988, s. 51 ja Turunen 2005, s. 64 - 65.

sa.³³⁹ Ennen tarjousajan alkamista tai sen kuluttua umpeen, tarjouksentekijä voi neuvotella osakkeiden ostosta eri ehdoin kuin tarjouksen voimassa ollessa.³⁴⁰

4.3.4 Periaatteiden vertailu

4.3.4.1 Periaatteiden yhteismitallisuus

Oikeuskirjallisuudessa, lainvalmistelussa, ja myös käytännössä, on keskustelu yhdenvertaisuusperiaatteen antaman suojan ulottuvuudesta osakeyhtiöoikeuden ja arvopaperimarkkinaoikeuden kontekstissa.³⁴¹ Keskustelua on herättänyt ensinnäkin se, ovatko osakeyhtiöoikeudellinen ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate yhteismitallisia sekä toiseksi, mikä on näiden periaatteiden kohde, mitä ne suojaavat.

Oikeuskirjallisuudessa on erilaisin perustein katsottu, etteivät periaatteet ole yhteismitallisia. *Timosen* mielestä arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate tulisi arvioida osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta eriävällä tavalla, sillä osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate suojaa sitä, että yhtiön *osakkeet* tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate puolestaan suojaa *sijoittajien* yhdenvertaista kohtelua.³⁴² Myös *Villa* on perustellut arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen suojaavan ennen kaikkea samaan lajiin kuuluvien *arvopapereiden omistajien keskinäistä suhdetta* ja periaatteen olevan siten yksityiskohtaisempi kuin OYL 1:7:än perustuva yhdenvertaisuusperiaate.³⁴³ *Pönkä* on katsonut VAML 6:2:ä (säännös vastaa AML 11:7:ä) ilmentävän arvopaperimarkkinaoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta, joka velvoittaa varmistamaan sijoittajien tasapuolisen kohtelun markkinoilla. Hän myös katsoo periaatteen olevan erillinen OYL 1:7:sta ja saavan sisältönsä VAML:n säännösten kautta.³⁴⁴ Myös *Palmin* mielestä on selvää, että AML:n ja OYL:n mukaiset yhdenvertaisuusperiaatteet eivät ole samoja, ja korostaa OYL:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltumista vain yhtiön sisäisiin asioihin.³⁴⁵ Myös keskuskauppa-kamarin alla ennen toiminut yrityskauppalautekunta on katsonut OYL:n ja AML:n yhden-

³³⁹ Astola 1990, s. 161.

³⁴⁰ Astola 1990, s. 161 - 162.

³⁴¹ Käytännön osalta ks. YKL 30.9.2008.

³⁴² Timonen perustelee kantansa sillä, että vaatimus sijoittajien kohtelusta samalla lailla korottaa pienistä osakemääristä maksettavaa hintaa ostotarjous- tai lunastustilanteessa ja alentaa ostajan valmiutta maksaa määräysvaltapreemiota ostotarjousta tai lunastusta edeltävissä kaupoissa. Timosen mukaan, koska pienosakkaan osakkeisiin ei sisälly määräysvaltapreemiota, ei ole perusteltua edellyttää, että näistä osakkeista joudutaan maksamaan määräysvaltapreemiota lunastustilanteessa. Yhdenvertaisuusperiaatteella ei tulisi voida perustella pienosakkaan oikeutta ylihintaan, sillä se on haitaksi sekä suuromistajille että markkinoille. Ks. Timonen 1997, s. 307 - 310.

³⁴³ Villa 2008, s. 572 - 573.

³⁴⁴ Pönkä 2012, s. 206.

³⁴⁵ Palm 2005, s. 287 alaviite 677.

vertaisuusperiaatteiden olevan lähellä toisiaan, vaikkeivat periaatteet vastaa toisiaan.³⁴⁶ Yrityskauppala-autakunta korosti OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen vähemmistönsuoja-luonnetta ja toisaalta AML:n periaatteen tasapuolisen kohtelun vaatimusta.³⁴⁷

Sillanpää on puolestaan katsonut, että osakeyhtiöoikeudellisessa ja arvopaperimarkkinaoi-keudellisessa yhdenvertaisuusperiaate ovat merkitykseltään hyvin lähellä toisiaan.³⁴⁸ Myös *Turunen*, arvioidessaan edellä mainittua *Sillanpään* kantaa, on tuonut esiin, että osakeyhtiöoikeudellinen periaate voi vaikuttaa yhdenvertaisuuden tulkintaan arvopaperimarkkinaoikeudessa.³⁴⁹ Koska tasapuolisen kohtelun vaatimus esitöiden mukaan pitää sisällään osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun³⁵⁰, katson että huolimatta siitä, että kyseessä ovat eri normit eri soveltamisalalla, OYL:n yhdenvertaisuusperiaate myös osaltaan vaikuttaa AML:n tasapuolisuuden periaatteen arvioinnissa.

4.3.4.2 Periaatteiden kohde

Periaatteiden yhteismitallisuuden lisäksi oikeuskirjallisuudessa on keskusteltu periaatteiden kohteista. On ensinnäkin keskusteltu, suojaako osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate tarjouksentekijää (*johdon ja tarjouksentekijän välisessä suhteessa*) ja toisaalta velvoittaako osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate tarjouksentekijää (*tarjouksentekijän ja osakkeenomistajan välisessä suhteessa*). Toiseksi, on keskusteltu, suojaako arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate tarjouksentekijää (*johdon ja tarjouksentekijän välisessä suhteessa*) ja taas toisaalta, velvoittaako arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate (*tarjouksentekijän ja osakkeenomistajan välisessä suhteessa*). Kolmas ulottuvuus on vielä, vaikuttaako yhtiöoikeudellinen tai arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate johdon ja osakkeenomistajien välisessä suhteessa. Periaatteiden eri ulottuvuudet ovat olleet omiaan tekemään periaatteista käydyn keskustelun hankalasti jäsennettäväksi ja jopa sekavaksi. *Turunen* onkin havainnut, että kirjallisuudessa käyty debatti on osin koskenut eri asioita.³⁵¹ Helpottaakseni käydyn kes-

³⁴⁶ Yrityskauppala-autakunnan lausunto 4.12.2007, joka koski järjestelyä, jossa Nurminen Logistics Oyj tuli ”takaoven kautta” pörssilistalle.

³⁴⁷ Vahtera 2008, s. 208, jossa Vahtera kommentoi yrityskauppala-autakunnan 4.12.2007 antamaa lausuntoa. Toisaalta Pönkä on päinvastoin mieltänyt VAML 6:2:n (säännös vastaa AML 11:7:ä) ensisijassa vähemmistönsuojasäännökseksi (Pönkä 2012, s. 205).

³⁴⁸ Sillanpää 1994, s. 113 - 118. Ks. myös Koski ja Sillanpää, jotka ovat katsoneet, että VAML 6:1.1 (vastaa nykyistä AML 11:17:ta) on ilmaus yhteisöoikeuden piirissä vallitsevasta yhdenvertaisuusperiaatteesta (Koski 1993, s. 127).

³⁴⁹ Turunen 2005, s. 91.

³⁵⁰ HE 157/1988 vp s. 51.

³⁵¹ Turunen 2005, s. 94; Villa 2008, s. 576. Turunen on havainnut, että osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta arvioitaessa tarkastellaan osakkeenomistajien asemaa suhteessa toisiinsa, ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tasapuolisen kohtelun periaate puolestaan velvoittaa tarjouksentekijää. Turunen on mielestäni oikein katsonut, että tasapuolisen

kustelun, ja siihen kohdistuvien argumenttieni, seuraamista esitän ensin päätelmistäni laatimani taulukon, ja siirryn vasta sen jälkeen perusteluihin.

	Suojaako tarjouksentekijää johdon puolustautumistoimilta?	Suojaako kohdeyhtiön osakkeenomistajia tarjouksentekijältä?	Suojaako kohdeyhtiön osakkeenomistajia johdon toimilta?
Arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate	Ei	Kyllä	Ei
Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate	Ei välttämättä*	Ei välttämättä*	Kyllä

* Riippuu tarjouksentekijän asemasta, onko yhtiön osakkeenomistaja.

Suojaavatko periaatteet tarjouksentekijää johdon puolustautumistoimilta?

Koska arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate velvoittaa nimenomaisesti tarjouksentekijää kohtelemaan kohdeyhtiön osakkeenomistajia tasavertaisesti, katson, ettei periaate suojaa tarjouksentekijää. Myöskään säännöksen esitöissä tai oikeuskirjallisuudessa ei ole problematisoitu kysymystä tai esitetty, että säännös voisi suojata tarjouksentekijää. Vaikka AML 11:7:n esitöissä todetaan, että säännöstä on tulkittava laajentavasti,³⁵² katson tämän tarkoittavan sitä, että säännöstä on tulkittava laajentavasti kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita suojaavalla tavalla, sillä normin funktio on suojata luottamusta markkinoita kohtaan.

Osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen osalta vastaus kysymykseen ei ole yksiselitteinen, vaan vastaus riippuu tilanteesta ja tulokulmasta. Ensinnäkin, lähtökohtaisesti osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate sääntelee yhtiön toimielinten suhdetta itse yhtiöön ja sen osakkeenomistajiin. Oikeuskirjallisuudessa tätä osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisalan kapeutta on korostettu ja mm. *Palm* on katsonut, että osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate soveltuu vain yhtiön ja sen

kohtelun periaate velvoittaisi myös noudattamaan osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta, sillä yhdenvertaisuus on yksi julkisessa ostotarjouksessa noudatettavista periaatteista.

³⁵² Ks. HE 6/2006, s. 6. Esitöissä ei tarkemmin avata, mitä säännöksen laajentava tulkinta tarkoittaa.

osakkeenomistajan väliseen suhteeseen.³⁵³ Toisaalta, *Sillanpää* katsoo yhdenvertaisuusperiaatteen laaja-alaisena periaatteena voivan suojata myös ostotarjouksen tehnyttä tahoa.³⁵⁴ *Sillanpää* perustaa kantansa Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisuun NJA 1985:52, jossa korostettiin yhdenvertaisuusperiaatteen asemaa osakeyhtiöoikeuden ydinperiaatteena ja katsottiin, että myös tarjouksentekijä sai suojaa osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta. Kyseistä ratkaisua on myös kritisoitu³⁵⁵, mutta toisaalta, etenkin koska OYL 1:7:lla on kytkentöjä perusoikeuksiin³⁵⁶, katson vaikeaksi kategorisesti sanoa, ettei periaate voisi antaa suojaa myös tarjouksentekijälle.

Lisäksi näen problemaattisena ostotarjousprosessin vaiheiden vaikutuksen ostotarjouksentekijän oikeuksiin. Saako ostotarjouksentekijä osakkeenomistajan kaltaisen aseman, ja OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen suojan, kun ostotarjouksentekijä saa tietoonsa, että joku osakkeenomistaja on halukas myymään hänelle osakkeet tarjouksen ehdoin vai vasta kun ostotarjousprosessi on menestyksekkäästi päätetty ja osakkeet on joko osakeluettelossa tai arvo-osuustilillä kirjattu ostotarjouksen tehneelle. Esimerkiksi lunastuslausekkeen alaisien osakkeiden siirronsaajaa suojaa yhdenvertaisuusperiaate myös sinä aikana, jona osakkeet ovat välitilassa eli ennen kuin tiedetään tullaanko lunastusoikeutta käyttämään vai ei.³⁵⁷ Jos ostotarjous toteutetaan ehdollisena tai vaiheittaisena, onko tällä vaikutusta kysymyksen tarkasteluun? Usein myös käytännössä ostotarjousta edeltää kohdeyhtiön nurkanvaltaus eli ostotarjouksentekijä on jo kohdeyhtiön osakkeenomistaja. Tämän tutkimuksen tutkimuskysymyksen kannalta, hallituksen asema sen omien osakkeenomistajien välisessä valtataistelussa, tarjouksentekijä on jo kohdeyhtiön osakkeenomistaja. Katson, että OYL:n yhdenvertaisuusperiaate suojaa tarjouksentekijä-osakkeenomistajaa osakkeenomistajan roolissa, eli osana osakkeenomistajakollektiivia. Hallituksen tulee arvioida ostotarjouksen kannatta-

³⁵³ Palm 2005, s. 287. Samoin myös Timonen on katsonut yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisalan rajoittuvan yksinomaan yhtiön sisäisiin suhteisiin ja päätöksentekoon, jolloin se ei olisi merkityksellinen tarjouksen tekijän näkökulmasta julkisissa ostotarjouksissa. Ks. Timonen 1997, s. 309.

³⁵⁴ Sillanpää 1994, s. 117. Sillanpää käsittelee Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisua NJA 1985:52, joka käsitteli julkisia ostotarjouksia, ja jossa keskeisenä oikeuskysymyksenä oli yhdenvertaisuusperiaatteen soveltuminen ostotarjouksen tehneeseen tahoon. Tapauksessa poikettiin yhdenvertaisuusperiaatteen tavanomaisesta tulkinnasta periaatteena, joka ulottuu yhtiöön ja sen osakkeenomistajien sekä yhtiön osakkeenomistajien keskinäisiin suhteisiin ja sovellettiin yhdenvertaisuusperiaatetta ostotarjouksen tehneeseen tahoon. Svea HovR katsoi yleislausekkeeseen kirjatun yhdenvertaisuusperiaatteen olevan koko osakeyhtiöoikeuden perusta. Högsta Domstolen vahvisti Svea HovR kannan painottaen ruotsalaisen arvopaperikomitean mietintöön kirjattua näkemystä yhdenvertaisuusperiaatteen ”grundläggande betydelse när det gäller att i olika sammanhang skydda aktieägarnas intressen”.

³⁵⁵ Ks. Sillanpää 1994, s. 118 ja siinä mainittu Pehrsonin kritiikki.

³⁵⁶ Turunen on tarkemmin analysoinut yhdenvertaisuusperiaatetta yleisenä oikeusperiaatteena ja perusoikeutena. Hän katsoo, että yhdenvertaisuusperiaatetta tulisi tulkita korostuneesti osana oikeusjärjestystä sen normatiivista ja sosiaalista taustaa vasten, eikä kaavamaisesti, sillä yhdenvertaisuusperiaate on harkintaa ja arvostusta sisältävä oikeusperiaate. Ks. Turunen 2005, s. 67 - 76.

³⁵⁷ Pönkä 2015, s. 344. Mähönen ja Villa ovat katsooneet, että yhdenvertaisuusperiaatteella on merkitystä myös osakkeenomistajakategorian ulkopuolella. Heidän mukaansa tämä näkyy esimerkiksi siitä, kuinka sulautuvan yhtiön osakkeenomistaja saa suojaa yhdenvertaisuusperiaatteesta, jos osakkeenomistajasta ei ole vielä tullut vastaanottavan yhtiön osakkeenomistaja, mutta sulautumisesta on jo tehty päätös, ks. Mähönen – Villa 2015, s. 364.

vuotta ja tarvetta ryhtyä puolustautumistoimiin osakkeenomistajakollektiivin kannalta. Lisäksi, jos useampi osakkeenomistaja tekee kilpailevan ostotarjouksen, hallituksen on kiinnitettävä erityistä huomiota siihen, ettei suosi toista tarjouksentekijä-osakkeenomistajaa toisen kustannuksella.

Suojaavatko periaatteet kohdeyhtiön osakkeenomistajia tarjouksentekijältä?

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen osalta vastaus on selkeä – kyllä. AML 11:7:n tehtävä on taata, että tarjouksentekijä kohtelee kohdeyhtiön osakkeenomistajia tasavertaisesti. Osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen osalta tilanne on jälleen epäselvä. Koska OYL 1:7 kytkeytyy osakeyhtiön toimielimien välisiin suhteisiin, ei osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate rajoittaisi tarjouksentekijää. Siten esimerkiksi *Timonen* katsoo osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen olevan muodoltaan kaavamainen ja rajoittuvan vain yhtiön toimielinten osakeyhtiössä tekemiin päätöksiin.³⁵⁸ Samoin *Astola* on katsonut, ettei osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate voi suojata kohdeyhtiön osakkeenomistajia ostotarjouksentekijältä yritysvaltaustilanteessa, sillä osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaatteella ei ole vaikutusta yhtiön ulkopuolisiin tahoihin.³⁵⁹

Toisaalta katson, ettei tilanne myöskään tässä relaatiossa ole mustavalkoinen, sillä oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että määräävässä asemassa olevalla osakkeenomistajalla voi olla yhdenvertaisuusperiaatteesta johtuva lojaliteettivelvoite muita osakkeenomistajia kohtaan.³⁶⁰ Siten, jos määräävässä asemassa oleva osakkeenomistaja tekisi ostotarjouksen, voisi tällä olla ainakin jonkin asteinen lojaliteettivelvollisuus muita osakkeenomistajia kohtaan. Käytännössä tämä voisi tarkoittaa samaa kuin, mitä listayhtiöiden osalta on säädetty osakkeenomistajien tasapuolisesta kohtelusta, eli enemmistöosakkeenomistajan velvollisuutta kohdella kohdeyhtiön samanlajisten osakkeiden omistajia lojaalisti.

Suojaavatko periaatteet kohdeyhtiön osakkeenomistajia johdon toimilta?

Koska AML 11:7 velvoittaa tarjouksentekijää, katson, ettei säännös vaikuta hallituksen velvoitteisiin osakkeenomistajia kohtaan. Vaikkei AML 11:7 velvoita johtoa kohtelemaan

³⁵⁸ Timonen 1997, s. 309.

³⁵⁹ Astola 1990, s. 160; Astola 1994, s. 75.

³⁶⁰ Ks. Mähönen – Villa 2006, s. 144 - 145 ja Mähönen – Villa 2015, s. 414 - 417. Myös esimerkiksi Vahtera vaikuttaa hyväksyneen enemmistöosakkeenomistajan velvollisuuden kohdella vähemmistöosakkeenomistajia lojaalisti (Ks. Vahtera 2007, s. 94 - 95). Määräävässä asemassa olevan osakkeenomistajan lojaliteettivelvoite ei poistaisi osakkeenomistajan lähtökohtaista itsekkyysoikeutta, mutta velvoittaisi määräävää osakkeenomistajaa jossain määrin huomioimaan vähemmistönintressit esimerkiksi, jos määräävä osakkeenomistaja neuvottelisi osakkeidensa myymisestä kolmannelle. Lisää aiheesta, ks. Laine 2012.

osakkeenomistajia yhdenvertaisella tavalla, vaikuttaa OYL 1:7 yhtäläillä niin julkisesti noteeratun kuin noteeraamattomankin osakeyhtiön hallituksen velvollisuuksiin yhtiön osakkeenomistajia kohtaan. Siitä huolimatta, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen, tasapuolisen kohtelun vaatimuksen, mieltäisi olevan osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta erillinen oma periaate, suojaa osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate ostotarjouksen kohteena olevaa yhtiötä. Julkisen ostotarjouksen kohteeksi joutunut osakeyhtiö ei ole osakeyhtiöoikeudellisessa tyhjiössä. Osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta sovelletaan osakeyhtiön toimielinten kaikkeen toimintaan, myös julkisen ostotarjouksen kohteena olevan osakeyhtiön toimintaan. Siten osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate suojaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia kohdeyhtiön *hallituksen* yhdenvertaisuutta loukkaavilta toimilta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate puolestaan suojaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia *tarjouksentekijän* kohdeyhtiön osakkeenomistajien tasapuolisuutta loukkaavilta toimilta.

Tämän tutkimuksen kohteen, osakeyhtiön hallituksen roolin, kannalta kyse on siis samasta OYL:n periaatteesta sekä pörssiyhtiössä että julkisesti noteeraamattomassa yhtiössä. Arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta edellyttää, että pörssiyhtiön osakkeenomistajia kohdallaan OYL 1:7:n edellyttämällä tavalla yhdenvertaisesti kaikissa tilanteissa, ja ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu saa lisäulottuvuuden AML 11:7:n velvoittaessa ostotarjouksentekijää kohtelemaan kohdeyhtiön osakkeenomistajia tasaveroisesti. OYL:n velvoittamana hallituksen tulee aina, myös ostotarjoustilanteessa ja niin pörssilistatussa kuin listaamattomassakin yhtiössä, yhdenvertaisuus- ja huolellisuusvelvoitteita noudattaen edistää yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etua.³⁶¹ Oikeuskirjallisuudessa käydyn keskustelun, lainsäädäntöaineiston sekä puuttuvan oikeuskäytännön perusteella vaikuttaa kuitenkin siltä, että periaatteiden välinen vuorovaikutus on vielä jokseenkin vakiintumaton. Siten periaatteita ei voi rinnastaa toisiinsa.

4.3.5 Yhdenvertaisuusperiaatteen näyttäytyminen julkisesti noteeraamattoman yhtiön ostotarjouksessa

Koska yhdenvertaisuusperiaate sekä sen suhde yhtiön etuun ovat abstraktisti hahmotettavissa, edellyttää yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaamisen arviointi tapauskohtaista harkintaa.³⁶² Ostotarjoustilanteessa johdon on entistä hankalampaa tehdä tätä tapauskohtaista harkintaa, sillä intressikonfliktitilanteessa on erityisen haasteellista arvioida, mikä toimi

³⁶¹ HE 32/2012, s. 145.

³⁶² Pönkä 2014, s. 216.

voisi mahdollisesti loukata jonkin tahon yhdenvertaisuutta. Teki hallitus minkä päätöksen tahansa, suosittelee osakkeenomistajille ostotarjouksen hyväksymistä tai ryhtyy ostotarjousta vastustaviin toimiin, on jokin taho todennäköisesti tyytymätön. Tilanteen haastavuus puoltaisi sitä, että hallituksen olisi kannattavaa siirtää puolustautumistoimenpiteistä päättäminen yhtiökokoukselle. Jos ostotarjouksentekijä on kohdeyhtiön osakkeenomistaja, on tilanne entistä haastavampi, ja OYL 1:7 puoltaisi hallituksen pidättäytyväistä kantaa puolustautumistoimiin ryhtymiseen. Toisin sanoen, osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate puoltaisi vahvasti sitä, että johdon tulisi saattaa puolustautumistoimiin ryhtyminen yhtiökokouksen arvioitavaksi.

Kuten aiemmin selostetun Kouvolan hovioikeuden ratkaisun 22.11.2012 perusteluista tuli ilmi, edes yhtiökokous ei voi tehdä päätöstä, joka loukkaisi osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. OYL 5:29.3:n mukaan yhtiökokous ei saa tehdä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä ilman sen osakkeenomistajan suostumusta, jonka kustannuksella epäoikeutettua etua annetaan. Yhdenvertaisuusperiaatteen rikkominen on siten katsottu kelpoisuuden ylitykseksi.³⁶³ Johdon tulee suhtautua yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamiseen vakavasti, sillä räikeät yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaukset voivat jopa johtaa yhdenvertaisuutta loukatun osakkeenomistajan oikeuteen vaatia vahingonkorvausta suoraan itsellensä johtoon kuuluvilta henkilöiltä yhtiön lukuun ajettavan kanteen sijaan.³⁶⁴

4.4 Lojaliteettiperiaate

4.4.1 Jako huolellisuuteen ja lojaliteettiin

OYL 1:8:iin kirjattu yhtiön johdon tehtävän määritelmä edistää huolellisesti yhtiön etua on kaksiosainen. Säännös sisältää ensinnäkin velvollisuuden toimia huolellisesti (*huolellisuusvelvollisuus*) ja toiseksi velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti (*lojaliteettivelvollisuus*).³⁶⁵ Velvollisuudet ovat välittömässä yhteydessä toisiinsa.³⁶⁶ Huolellisuusvelvoite

³⁶³ Toisaalta voi pohtia, onko mahdollista, että yhdenvertaisuusperiaatteen rikkominen vähemmän räikeissä tapauksissa voisi olla toimivallan ylitys? Hallituksen on itse omassa toiminnassaan arvioitava, ettei hallitus loukkaa osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, minkä arviointi ei aina välttämättä ole suoraviivaista. Yhtiön asioista tietämättömän sivullisen voi olla mahdotonta arvioida, loukkaako oikeustoimi osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, jos kyse ei ole OYL:n pakottavien säännösten rikkomisesta. Kelpoisuuden arviointiin liittyy olennaisesti se, että sivullinen voi ulkoisesti havaita kysymyksessä olevan pakollisen säännöksen vastainen menettely.

³⁶⁴ Ks. esim. tapaus KKO 2000:89.

³⁶⁵ HE 109/2005, s. 40.

³⁶⁶ Esimerkiksi angloamerikkalaisessa oikeudessa johdon fidusiaariset velvollisuudet on eroteltu sekä huolellisuusvelvollisuuteen (*duty of care*) että lojaliteettivelvollisuuteen (*duty of loyalty*). Suomessa sen sijaan periaatteiden välinen yhteys on jäänyt epäselväksi. Kysymystä ei avata tarkemmin, sillä se ole tutkimusaiheen ytimessä. Ks. lisää Mähönen – Villa 2015, s. 370 - 373; Salo 2015, s. 40 - 50.

määrittää standardin johdon tavalle toimia, kun taas lojaliteettivelvoite kytkeytyy siihen, että johto toteuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta.³⁶⁷

Tämän tutkimuksen kannalta molemmat OYL 1:8:n sisältämistä velvoitteista ovat relevantteja. Huolellisuusperiaatteen noudattamisen osalta voi argumentoida, ettei johto toimi huolellisesti, jos se ryhtyy puolustautumistoimiin perehtymättä osakkeenomistajien kantaan asiasta ja päättää puolustustoimiin ryhtymisestä omin päin. OYL 1:8:n velvoitteista lojaliteetti nousee tarkastelun keskiöön, sillä, päämies-agenttisuhteen kärjistyessä ja hallituksen ja osakkeenomistajien etujen ollessa ristiriidassa, johdon tulee kiinnittää entistä tarkemmin huomiota lojaliteettiperiaatteen noudattamiseen. Huolellisuusperiaate kytkeytyy vahvasti lojaliteettiperiaatteeseen, sillä toimimalla huolellisesti johto pyrkii osoittamaan lojaliteettiperiaatteenkin noudattamisen. Käytännössä tämä voi tapahtua esimerkiksi hakemalla ulkopuolista asiantuntijoilta lausuntoja tarjouksen edullisuudesta tai oikeasta menettelytavasta.

4.4.2 Lojaliteettiperiaatteen kohde

4.4.2.1 Taho, jonka intressejä johdon tulee edistää

OYL 1:8:n mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Se, mikä on yhtiön etu, ei ole täysin yksiselitteistä. Yhtiön intressi voidaan hahmottaa joko yhtiön kaikkien osakkeenomistajien intressinä tai yhtiön omana, sen osakkeenomistajista erillisenä, intressinä, jolloin myös muiden tahojen intressien huomioiminen olisi mahdollista.³⁶⁸ Muutamat maamme oikeustieteilijöistä ovat katsoneet yhtiöllä voivan olla tällainen oma, osakkeenomistajista erillinen intressinsä.³⁶⁹ Nyström on jopa tuoreessa väitöskirjassaan haastanut perinteisen näkemyksen siitä, että yhtiön etu tarkoittaa sen osakkeenomistajien kollektiivista etua pitäen perinteistä näkemystä lainopillisena virhepäätelmänä.³⁷⁰ Näkemys siitä, että yhtiöllä voisi olla oma itsenäinen intressi, on altis kriteerille, sillä oikeushenkilöllisyydestään huolimatta osakeyhtiö on vain väline – eräänlainen musta laatikko tai markkinapaikka, jossa eri intressit kohtaavat tarkoituksenaan saada aikaan voittoa.³⁷¹ Valtavirran näkemys onkin, että yhtiöintressi tarkoittaa yhtiön osakkeenomistajien kollektiivista intres-

³⁶⁷ Salo 2015, s. 47.

³⁶⁸ Thorström 2002, s. 486.

³⁶⁹ Mäntysaari on katsonut, että yhtiön edulla tarkoitettaisiin yrityksen etua, sillä yrityksiä tarvitaan (Mäntysaari 2013, erityisesti sivut 580 - 581). Taxell myös katsoo, että yhtiöllä on oma osakkeenomistajista erillinen intressinsä. Hän perustelee kantaansa sillä, että päätöksiä osakeyhtiössä voidaan ja joskus täytyy tehdä yhtiön edun nimissä, sivuuttaen osakkeenomistajien ja muiden tahojen edut (Taxell 1988, s. 13).

³⁷⁰ Nyström 2016. Nyströmin mukaan, jos yhtiön ja osakkeenomistajien etu rinnastetaan, yhtiön edulla on hankala ratkaista osakkeenomistajien välisiä konfliktitilanteita. Yhtiön edun rinnastaminen osakkeenomistajien etuun myös sulkee yhtiön edun velkojiensuojafunktion.

³⁷¹ Mähönen – Villa 2015, s. 147 - 149, 155; Pönkä 2013, s. 22 - 23.

siä.³⁷² Myös HE 109/2005:n mukaan yhtiön edun mukaisesti toimiminen merkitsee johdon lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.³⁷³ *Rasinahon* mukaan OYL:n esityöt kytkevät tässä yhtiön edun yhtiön toiminnan tarkoitukseen, sillä toimiminen yhtiön edun mukaisesti sisältyy luonnollisesti yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisesti toimimiseen.³⁷⁴

Asetun itsekin kannattamaan valtavirran näkemystä, koska OYL 1:5 mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa *osakkeenomistajille*, elleivät osakkeenomistajat ole toisin määränneet yhtiöjärjestyksessä. Siten osakkeenomistajat määrittävät yhtiöjärjestyksessä yhtiön intressin, joka voi myös olla jotain muuta kuin osakkeenomistajien intressi, mikäli osakkeenomistajien määräenemmistö niin haluaa. Katson myös, että yhtiöön nähden kolmansien tahojen (lukuun ottamatta velkojien) intresseistä säädetään ja tulee säätää muussa lainsäädännössä, kuten ympäristö- ja työlainsäädännössä. Velkojien osalta OYL:ssa säädetään transaktiokustannuksia minivoivasta minimisuojusta, muilta osin velkojien intressien suojaaminen toteutetaan sopimusteitse. *Mähönen* ja *Villa* ovatkin argumentoineet, että yhtiön vastuu muita sidosryhmiä kohtaan aktualisoituu korvausvastuuna tai velvollisuutena maksaa erilaisia hallinnollisia maksuja. Koska edellä mainitut vastuut ja velvoitteet vähentävät yhtiön voittoa, tulee johdon huolehtia myös muiden sidosryhmien suojaksi asetettujen normien noudattamisesta.³⁷⁵ Tämä on linjassa myös valistuneen arvonmaksimoimisen kanssa.³⁷⁶

Kohdeyhtiön oma etu ei ole erityisen selkeästi hahmotettavissa ostotarjoustilanteessa, mutta sen sijaan osakkeenomistajien edut nousevat vahvasti esille.³⁷⁷ Siten pörssilistattua osakeyhtiötä koskevan julkisen ostotarjouksen yhteydessä on katsottu, että yhtiön edulla tarkoitetaan nimenomaisesti sen osakkeenomistajien kollektiivista osakeomistuksen arvon kehittymistä.³⁷⁸ Koska ostotarjouksen hyväksymisen jälkeen osakkeenomistajilla ei enää

³⁷² Savelan mukaan näkemys yhtiön edusta yhtiön sen hetkisten osakkeenomistajien etuna vastaa voimassa olevaa oikeuttamme. Yhtiön etu ei voi olla esimerkiksi yhtiön tulevien osakkeenomistajien etu (Savela 2015, s. 75). Näin myös Nuolimaa 1994 s. 1160. Kyläkallio, Irola ja Kyläkallio ovat jopa katsooneet, että jos johto katsoisi osakkeenomistajien kollektiivisen edun edellyttävän tietyllä tavalla toimimista, voisi johto näin toimia, ja joissain tilanteissa jopa täytyisi toimia, vaikkei kyseinen toimi nimenomaisesti edistäisi yhtiön etua. Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012a, s. 59. Ks. lisäksi Koski 1993, s. 21: Yhtiön omaisuutta on käytettävä ja hallittava viimekädessä osakkeenomistajien intressissä.

³⁷³ HE 109/2005, s. 41.

³⁷⁴ Rasinaho 2013, s. 550, samankaltaisesti myös Thorström 2002, s. 486.

³⁷⁵ Mähönen – Villa 2006, s. 81; Vahtera 2011, s. 151.

³⁷⁶ Lautjärvi 2015, kohdasta 2.1.5.

³⁷⁷ Norros 2009, s. 505; Lauriala 2012, s. 58, 65.

³⁷⁸ Doepel ym. 2013, s. 405; Toiviainen 2002, s. 159 - 160; HE 109/2005, s. 41. Ostotarjoustilanteen lisäksi samankaltaisesti myös sulautumisneuvotteluissa johdon lojaliteettivelvoite näyttäytyy siten, että johdon on maksimoitava sulautumisvastikkeen arvo. Yhdysvaltalaisen oikeuden tuntemaan ns. *Reylon* -velvollisuutta, eli johdon lojaliteettivelvollisuuden kaventumista ostotarjoustilanteessa yhtiön osakkeen arvon maksimoimisesta yhtiön ostotarjouksen toteutumisen ollessa

olisi edes mitään välillistä intressiä yhtiöön, on osakkeenomistajilla välitön intressi maksimoida osakkeista saatava hinta.³⁷⁹ Näin ollen on argumentoitu johdon lojaliteettivelvoitteen kohdistuvan välittömästi yhtiön osakkeisiin ja siten yhtiön osakkeenomistajiin.³⁸⁰ *Toiviainen* on myös mielestäni melko osuvasti kuvannut sitä, kuinka ostotarjous kohdistuu suoraan kohdeyhtiön osakkeenomistajille.³⁸¹ Ostotarjous ei koske kohdeyhtiön toimialan mukaista toimintaa, vaan merkitsee omistajan vaihtumista. Siksi johdon huolellisuus- ja muita velvoitteita on tarkasteltava eri näkökulmasta, kuin yhtiön tavanomaisen liiketoiminnan osalta – johdon rooli muuttuu osakkeenomistajien edustajaksi.³⁸²

Kysymys yhtiön intressistä on tärkeä, ei vain lojaliteettivelvollisuuden kohdistumisen kannalta, vaan myös hallituksen ja yhtiökokouksen välisen toimivallan jakautumisen takia. Jos yhtiön intressi on osakkeenomistajista erillinen, on puolusteltua antaa hallitukselle enemmän toimivaltaa ja liikkumatilaa päättää ratkaisusta, jotka eivät lyhyellä aikavälillä ole osakkeenomistajien edun mukaisia, mutta pitemmällä aikavälillä ovat yhtiölle kannattavia. Siten kysymys yhtiöintressistä kytkeytyy vahvasti myös edellä käsiteltyyn valistuneen arvonnaksimoinnin teoriaan. Keskustelu yhtiön edusta palautuu kohdassa 2.2 käytyyn argumentointiin siitä, tuleeko yhtiön tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille (osakkeenomistajakeskeinen malli) vaiko yhtiön sidosryhmille (sidosryhmäkeskeinen malli). Katson, että julkisesti noteeraamattomaan yhtiön osakkeisiin kohdistuvassa ostotarjouksessa, samoin kuin julkisessakin ostotarjouksessa, osakkeenomistajien edut nousevat vahvasti esille, ja siksi olisi perusteita sille, että puolustautumistoimista päättäminen tulisi saattaa yhtiökokoukselle.

4.4.2.2 Lojaliteettiperiaatteen suojan kohteena olevat osakkeenomistajat

Johdon lojaliteettivelvollisuus ei kohdistu vain niihin osakkeenomistajiin, jotka ovat nimitäneet johdon valtaan, vaan se kohdistuu yhtiön kaikkiin osakkeenomistajiin.³⁸³ Kuten aiemmin kohdassa 2.3.3 käsiteltiin, voi osakkeenomistajilla olla hyvin erilaisia intressejä. Siten johdon lojaliteettiperiaatteen voi hahmottaa niin, että johdon tulisi mahdollisuuksien mukaan kohdella yhtiön jokaista osakkeenomistajaa tasapuolisesti suhteessa yhtiön muihin

vääjäämätöntä, vastaavaa velvoitetta ei sinänsä tunnusteta Suomen yhtiöoikeudessa. Ks. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

³⁷⁹ Lindholm – Holmström 2005, s. 285.

³⁸⁰ Norros 2009, s. 505.

³⁸¹ Toiviainen 2002, s. 159 - 160.

³⁸² *Ibid.*

³⁸³ Villa 2016, s. 337; Immonen – Villa 2015, s. 31; HE 109/2005, s. 41.

osakkeenomistajiin.³⁸⁴ Ostotarjoustilanteessa tämä velvoite kohdella yhtiön kaikkia osakkeenomistajia tasapuolisesti näkyy myös ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisissä periaateissa, periaatteiden velvoittaessa johtoa toimimaan yhtiön kokonaisedunmukaisesti siten, ettei johto toimillaan evää sijoittajan mahdollisuutta tehdä päätöstä tarjousehtojen perusteella. Sama velvoite sisältyy kuitenkin jo OYL:n yleislausekkeeseen.³⁸⁵ Huolimatta lojaliteettiperiaatteen ulottumisesta yhtiön jokaiseen osakkeenomistajaan, on lojaliteettiperiaatteen soveltamisala ajallisesti rajattu. Johdon lojaliteettiperiaate kohdistuu vain yhtiön ostotarjousajankohdan aikaisiin osakkeenomistajiin.³⁸⁶

Vaikka hyväksymme näkemyksen yhtiön intressistä sen kaikkien osakkeenomistajien etuna, ei ongelmaa vielä ole ratkaistu. Nimittäin kysymys lojaliteettiperiaatteen kohdistumisesta monimutkaistuu tilanteessa, jossa yhtiön omat osakkeenomistajat taistelevat osakeyhtiön määräysvallasta. Samoin kuin yhdenvertaisuusperiaatteen osalta, katson, että tarjouksentekijä-osakkeenomistajan roolit osana osakkeenomistajakollektiivia ja tarjouksentekijänä on erotettava. Tarjouksentekijän roolissa en katso tarjouksentekijä-osakkeenomistajan saavaan erityistä suojaa OYL 1:8:sta, sillä periaate velvoittaa johtoa edistämään yhtiön, eli osakkeenomistajakollektiivin, etua. Osana osakkeenomistajakollektiivia tarjouksentekijä-osakkeenomistaja nauttii samasta suojasta kuin yhtiön muutkin osakkeenomistajat.

4.4.3 Lojaliteettiperiaatteen vaikutus johdon toimintaan ostotarjoustilanteessa

Johdolta vaadittava huolellisuuden taso on suhteessa päätökseen tai toimeen liittyvään riskiin. Siten ostotarjouksen kaltaisessa epätavallisessa tilanteessa, jossa johdon tekemällä päätöksellä on merkittävät vaikutukset, on johdon erityisen huolellisesti arvioitava ostotarjoukseen suhtautumistaan. Lojaliteettiperiaate velvoittaa ostotarjouksen kohteeksi joutuneen yhtiön johtoa objektiivisesti ja analyttisesti punnitsemaan ostotarjousta.³⁸⁷ Johdon tulee myös avoimesti kertoa osakkeenomistajille asioista, jotka voivat vaikuttaa osakkeenomistajien suhtautumiseen ostotarjoukseen.³⁸⁸ Jos johto esimerkiksi antaisi ostotarjouksesta harhaanjohtavan lausunnon, voisi johdon katsoa rikkoneen lojaliteettivelvoitettaan.³⁸⁹

³⁸⁴ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012a, s. 59.

³⁸⁵ Harju ym. 2005, s. 24 koskien ostotarjousdirektiivin (3(1)(c)) artiklaa.

³⁸⁶ Savela 2015, s. 75.

³⁸⁷ Salonen 2000, s. 110 - 111.

³⁸⁸ Salonen 2000, s. 110 - 111.

³⁸⁹ Norros 2009, s. 512.

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei johdon lojaliteettivelvollisuus olisi esteenä ostotarjouksen torjumiselle, jos johto torjuu ostotarjouksen osakkeenomistajien edun vuoksi eikä turvataksaan oman asemansa.³⁹⁰ Koska osakkeenomistajien etu näyttäytyy tilannesidonnaisena, johdon tulee punnita osakkeenomistajien edun kannalta parasta ratkaisua. Siten osakkeenomistajien edun edistäminen ei aina tarkoita velvollisuutta edistää ostotarjousta, vaan voi myös näyttäytyä esimerkiksi velvollisuutena etsiä vaihtoehtoisia parempia ratkaisuja.³⁹¹ Vaikka lojaliteettiperiaate näyttäytyy tilannekohtaisena, tietyissä tilanteissa lojaliteettiperiaatteen loukkaukset näkyvät räikeämmin. *Immonen* ja *Villa* ovat katsoneet olevan johdon lojaliteettiperiaatteen kannalta erittäin moitittavaa, jos yhtiön johto käyttäisi yhtiön varoja edistääkseen tietyn osakkeenomistajan etua.³⁹² Lojaliteettiperiaate estäisi johtoa asettumasta tietyn osakkeenomistajan puolelle aiheuttaen muille vahinkoa.³⁹³

Koska johdon tehtävä on edistää osakkeenomistajien kollektiivista etua, johon päädyimme edellä kohdassa 4.4.2.2, voi lojaliteettiperiaatteen noudattaminen edellyttää osakkeenomistajien kannan selvittämistä. Siten johdolla voi olla jonkinasteinen velvollisuus lojaliteettiperiaatteen velvoittamana saattaa asia osakkeenomistajien päätettäväksi, etenkin jos päätös vaikuttaa osakkeenomistajien riskipositioon.³⁹⁴ Jos taas kyseinen päätös ei vaikuta olennaisesti osakkeenomistajien riskipositioon ja toimen voi perustellusti olettaa vastaavaan enemmistöosakkeenomistajan intressejä, ei hallituksella ole *ehdotonta velvollisuutta* saattaa asia yhtiökokouksen päätettäväksi.³⁹⁵ Koska puolustautumistoimenpiteisiin ryhtyminen vaikuttaa olennaisesti osakkeenomistajan riskipositioon, katson lojaliteettiperiaatteen noudattamisen pääsääntöisesti velvoittavan hallitusta kyseisessä tilanteessa saattamaan asian yhtiökokouksen päätettäväksi, ellei hallituksella ole selvyyttä osakkeenomistajien enemmistön kannasta.

4.5 OYL 13 luvun varojen jakoa koskevat säännökset

Hallituksen mahdollisuutta ryhtyä konkreettisiin puolustautumistoimiin rajoittaa usein käytännössä myös OYL 13:1:n säännös laittomasta varojenjaosta. Säännöksen mukaan muut sellaiset liiketapahtumat kuin säännöksessä luetellut, jotka vähentävät yhtiön varoja ilman liiketaloudellista perustetta, ovat laitonta varojenjakoa. Syventymättä tarkemmin erilaisiin

³⁹⁰ Savela 1999, s. 222, Savelan näkemys on kirjoitettu julkisten ostotarjousten osalta, mutta koska johdon lojaliteettivelvollisuus julkisissakin ostotarjouksissa pohjautuu OYL 1:8:iin, on näkemys paikallaan myös julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osalta.

³⁹¹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 533 - 534.

³⁹² Immonen – Villa 2015, s. 31 - 32; Villa 2016, s. 338.

³⁹³ Immonen – Villa 2015, s. 33; Villa 2016, s. 337.

³⁹⁴ Vahtera 2011, s. 222.

³⁹⁵ Vahtera 2011, s. 222.

puolustautumistoimiin,³⁹⁶ voidaan todeta, että esimerkiksi yhtiön varojen käyttäminen valtakirjojen keräämiseen on herkästi katsottavissa rikkovan OYL:n varojenjako säännöstä, sillä kyseiselle toimelle on harvoin olemassa todellista liiketaloudellista perustetta. Lisäksi varsinainen varojen jakaminen, kuten yhtiön voittovarojen tai muun jakokelpoisen vapaan oman pääomaan jakaminen ostotarjouksen tekemisen houkuttelevuuden vähentämiseksi, edellyttää joko yhtiökokouksen päätöstä tai hallituksen valtuuttamista päättämään varojenjaosta.

Uudemmassa oikeuskäytännössä kysymystä on sivuttu ratkaisussa KKO 2006:90. Oikeustapauksessa KKO 2006:90 pantin antaminen vieraasta velasta oli ollut yhtiön toimialan ja toiminnan tarkoituksen vastaista.³⁹⁷

Tapauksessa KKO 2006:90 hallituksen antama panttaus todettiin pätemättömäksi, sillä sen antaminen oli OYL:n varojenjako säännösten vastaista. KKO perusteli ratkaisuaan myös hallituksen kelpoisuudella ja toimivallalla: ”hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Myös pantin antaminen voi kuulua tähän tehtävään perustuvan hallituksen kelpoisuuden ja toimivallan piiriin.” Kuitenkaan hallituksella ei ollut oikeutta ryhtyä toimeen, jolla yhtiön varoja käytetään osakeyhtiölakiin sisältyvien, velkojien suojaamiseen tähtäävien säännösten mukaan kielletyllä tavalla. Panttauksen hyväksyessään yhtiön hallitus oli ylittänyt kelpoisuutensa ja toimivaltansa. Pankin olisi yhtiön toimialan tunteen tai ollen velvollinen se tuntemaan, pitänyt tietää toimivallan ylityksestä. Panttaus ei siten edes hallituksen hyväksymänä sitonut yhtiötä eikä sen konkurssipesää. KKO arvioi, että tietyissä tilanteissa pantin antaminen vieraasta velasta voi olla hallituksen toimivallan ja kelpoisuuden puitteissa, jos pantin antaminen palvelee myös yhtiön omaa liiketoimintaa.

Koska pääsääntöisesti ostotarjous on yhtiön osakkeenomistajien, eli siis yhtiön, edun mukainen, on hankalaa löytää liiketaloudellista perustetta ostotarjouksen torjumiselle. OYL 13:10.1:n mukainen rahoitusapukiello myös rajoittaa johdon mahdollisuuksia torjua yritysvaltauksia estämällä johtoa myöntämästä lainaa yhtiön varoista sitä varten, että jokin johdolle myötämielinen taho hankkisi yhtiön osakkeita. Kiellon mukaan yhtiö ei saa antaa rahalainaa, varoja tai vakuutta käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita. Rahoitusapukiellon säätämisen taustalla vaikutti halu estää yhtiön varojen käyttäminen yritysvaltauksissa tai yhtiön osakkeita koskevissa valtataisteluissa.³⁹⁸ Osakeyhtiön toimielinten toimivalta- ja kelpoisuussäännöksiä sekä OYL:n ensimmäisen luvun yleisiä periaatteita täsmällisempinä säännöksiä OYL 13 luvun varojenjako säännökset käytännössä rajaavat hallituksen toimivaltaa yhtiön osak-

³⁹⁶ Ks. lisää esim. Gorzala 2010, s. 12 - 24. OYL:n, ja pörssiyhtiöiden kohdalla myös AML:n, sääntelyn rajoituksista huolimatta mielikuvitus on mahdollistanut kymmenien erilaisia puolustautumistoimien kehittymisen. Erilaisten puolustautumistoimien sallittavuudesta Suomessa ks. esim. Savela 1999.

³⁹⁷ Katso Kyläkallion artikkeli tapauksesta: Kyläkallio 2007.

³⁹⁸ Immonen – Villa 2015, s. 116.

keenomistajien välisissä valtataistelutilanteissa. Yleisesti ottaen, OYL:n yleiset opit – voitontuottamistarkoitus (OYL 1:5), yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) ja yhtiön edun edistäminen (OYL 1:8) – sekä liiketaloudellisen perusteen vaatimus (OYL 13:1) kuitenkin nivoutuvat yhteen ja periaatteille on siksi haastavaa hahmottaa toisistaan selkeästi erillisiä merkityssisältöjä.³⁹⁹ Esimerkiksi valtataistelutilanteessa OYL 13:1:tä rikkovasta menettelystä esimerkkinä annettu valtakirjojen kerääminen, voidaan laittoman varojen jaon lisäksi vahvoin perustein mieltää OYL 1:7:n vastaiseksi menettelyksi sekä tapauskohtaisesti rikkovan myös OYL 1:5:tä ja OYL 1:8:a.

4.6 Kokoavia näkökohtia

Kokoavasti voidaan todeta, että ostotarjoustilanteessa julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön johdon toimivalta näyttäytyy OYL:n yleisien oppien valossa korostetun tilansidonnaisena. Kaikista yleisistä periaatteista on ostotarjoustilanteessa nähtävissä merkittäviä argumentteja sille, ettei kohdeyhtiön johdolla olisi toimivaltaa ryhtyä puolustautumisiin ilman yhtiökokouksen valtuutusta. Ensinnäkin, ostotarjoustilanteessa johdon on hankala arvioida, täyttääkö ostotarjouksessa tarjottu hinta OYL 1:5:n edellytykset eli tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Jos johto ryhtyy omin päin puolustautumaan ostotarjoukselta, joka olisi tuottanut voittoa osakkeenomistajille, voi johdon katsoa rikkovan OYL 1:5:tä. Vaikka OYL 1:5:n rikkomisen seuraus on oikeustoimen pätemättömyys, voiton tuottamisen käsitteen epämääräisyydestä, erityisesti ostotarjoustilanteessa, seuraa, että tilanteisiin, joihin voisi soveltaa OYL 1:5:tä, sovelletaan sen sijaan selkeämpinä säännöksiä OYL 1:8:ia sekä OYL 13 luvun varojenjakosäännöksiä.

Toiseksi, luvussa 4.3 alaotsikoineen päädyttiin lopputulokseen, etteivät osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tasapuolisuuden periaate ole sama periaate. Tästä huolimatta OYL 1:7 puoltaisi vahvasti sitä, että kohdeyhtiön johto voi syyllistyä yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaamiseen, jos se asettuu vastustamaan, tai tietyissä tilanteissa puoltamaan, kohdeyhtiön osakkeenomistajan tekemää ostotarjousta.

Kolmanneksi, ostotarjoustilanteessa OYL 1:8:n asettama velvollisuus johdolle edistää yhtiön etua pikemminkin muuttuu velvollisuudeksi edustaa osakkeenomistajia ja heidän etujaan ostotarjoustilanteessa. Siksi johdolla olisi painavia perusteita saattaa puolustautumis-

³⁹⁹ Nyström 2016, s. 299 - 307.

toimista päättäminen yhtiökokouksen arvioitavaksi. Lojaliteettiperiaate myös estäisi johtoa asettumasta tietyn osakkeenomistajan puolelle aiheuttaen muille vahinkoa.

Neljänneksi, kaikista selkeimmin johdon toimivaltaa rajaavat normit ovat OYL 13 luvun varojenjako säännökset, joiden rikkominen kytkeytyy liiketaloudelliseen perusteeseen. Koska käytännössä monet puolustautumistoimet vähentävät yhtiön varoja ilman puolustettavaa liiketaloudellista perustetta, voi johto syyllistyä laittomaan varojenjako. Huolimatta siitä, että OYL:n yleiset opit ja 13 luvun varojenjako säännökset tilannekohtaisesti rajaavat hallituksen toimivaltaa ryhtyä puolustautumistoimiin, soisin, että tapauskohtaisen harjannan sijaan tilanteeseen soveltuisi selkeä säännös, kuten seuraavaksi tarkasteltava AML 11:14.

5 PEILAUUS ARVOPAPERIMARKKINALAKIIN

5.1 Johdanto

Nyt, tarkasteltuamme ensin teoreettisen lainopin valossa luvussa 2 julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen aseman taustalla vaikuttavia kysymyksiä ja analysoituamme käytännöllisen lainopin näkökulmasta luvuissa 3 ja 4 tarkemmin julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen asemaa sen OYL:n mukaisen kelpoisuuden ja toimivallan käsitteiden sekä yleisten oppien kautta, ryhdymme seuraavaksi pääluvussa 5 peilaamaan sääntelyä pörssi-yhtiön sääntelyyn. Tässä pääluvussa on tarkoitus selvittää, miten osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinasääntelyn oikeussuojankohteet eroavat, ja onko tällä vaikutusta voimassaolevan sääntelyn eroihin. Syvemvät *de lege ferenda* -kannanotot siitä, tulisiko OYL sääntelyä muuttaa tutkimuskysymystilanteen osalta vastaamaan AML 11:14:ta, rajataan tutkielman sivumäärärajoituksen takia tarkastelun ulkopuolelle.

5.2 Teorian tasolla

5.2.1 Osakeyhtiölain suojan kohde

OYL:n ensimmäisen lukuun kirjatut periaatteet osoittavat, mitä arvoja OYL suojaa. OYL:n sääntely pyrkii varmistamaan sitä, että yhtiö pystyy toteuttamaan toiminnan tarkoitustaan, voiton tuottamista osakkeenomistajille. Vaikka OYL:n sääntely on pääosin luonteeltaan tahdonvaltaista, se toimii eräänlaisena mallisopimuksena, jonka useista ratkaisuista osakkeenomistajat voivat sopia toisin, sisältää OYL myös pakottavia normeja. Pakottavat normit turvaavat osakeyhtiö-yhtiömuodon ydinsisältöä, jo Berlen ja Meansin identifioimia osakeyhtiön tunnusmerkkejä: (i) osakeyhtiön oikeushenkilöllisyyttä, (ii) osakkeenomistajien rajoitettua vastuuta, (iii) pääoman pysyvyyttä, (vi) osakkeen lähtökohtaisesti vapaata luovutettavuutta ja (v) johdon ja omistuksen erillisyyttä.

Hallituksen ja yhtiökokouksen välinen valtasuhde asettuu OYL:ssa osin pakottavan ja osin tahdonvaltaisen sääntelyn alle. Kuten aiemmin kohdassa 3.2 käsiteltiin, ovat johdon ja omistuksen erillisyyttä turvaavat säännökset pääosin pakottavia. Esimerkiksi OYL 5:2 perusteella yhtiökokouksen toimivalta on rajattu: se päättää OYL:n nojalla kuuluvista asioista eikä voi ottaa päätettäväkseen asioita, jotka kuuluvat hallituksen yksinomaiseen toimivaltaan. Osa tätä valtasuhdetta säätelevistä normeista taas on tahdonvaltaisia, ja osakkeen-

omistajat pystyvät yhtiöjärjestysmääräyksellä esimerkiksi kaventamaan johdon toimivaltaa.⁴⁰⁰

Se, miten hallituksen ja yhtiökokouksen välistä valtasuhdetta *in casu* arvioidaan, ratkaistaan paitsi toimielinten välistä valtasuhdetta sääntelevien normien avulla myös OYL:n yleiset periaatteet huomioiden. Siten listaamattoman yhtiön ostotarjoustilanteessa hallituksen ja yhtiökokouksen välinen valtasuhde ratkaistaan niin valtasuhdetta sääntelevien pakottavien säännösten, yhtiökohtaisien tahdonvaltaisen sääntelyn mahdollistamien poikkeuksien kuin viimekädessä yleisien oppienkin perusteella. Tämä OYL:n sisältämä sääntely ei ole ollut riittävän yksiselitteistä ja kattavaa vastatakseen julkisia ostotarjouksia koskevaan sääntelytarpeeseen. Siksi listayhtiöiden osalta osa sääntelystä on eriytetty AML:iin.

5.2.2 Arvopaperimarkkinalain ja erityisesti julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn suojan kohde

AML:n perimmäinen tavoite on turvata pääomamarkkinoiden tehokas toiminta.⁴⁰¹ Erilaisista arvopaperimarkkinoiden ilmiöistä julkisella ostotarjouksella on dramaattisimmat seuraukset ostotarjouksen, tai sitä koskevien huhujen, heijastuessa välittömästi tarjouksen vaikutuspiirissä olevien arvopapereiden kurssiin.⁴⁰² Julkisia ostotarjouksia säännellään yksityiskohtaisesti, jotta sijoittajat luottaisivat markkinoiden toimintaan. Julkisiin ostotarjouksiin liittyy huomattavia taloudellisia intressejä ja eturistiriita-asetelmia. Etenkin eturistiriita johdon ja osakkeenomistajien välillä ilmenee suurimmillaan ostotarjoustilanteessa.

Julkisen ostotarjouksen osapuolilla on siis eri intressit, mutta myös erilainen tiedollinen asema. Kohdeyhtiön osakkeenomistajat joutuvat tekemään myyntipäätöksensä tarjousasiakirjan sekä markkinoilla olevien tietojen ja huhujen pohjalta. Sen sijaan ostotarjouksen ytimessä olevilla tahoilla – kohdeyhtiön ja tarjouksentekijäyhtiön hallituksilla sekä molempien osapuolten juridisilla ja taloudellisilla neuvonantajilla – on huomattavasti enemmän tietoa päätöksentekonsa tukena. Lisäksi kohdeyhtiön enemmistöosakkeenomistajia usein lähestytään ennen ostotarjouksen julkistamista, jolloin myös heillä on enemmän tietoa.⁴⁰³

⁴⁰⁰ Ks. lisää kohdasta 3.3.

⁴⁰¹ Astola 1990, s. 19 - 20.

⁴⁰² Turunen 2009, s. 798.

⁴⁰³ Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä tarjouksentekijällä ei ole ollut usein aiempaa omistusta kohdeyhtiöstä, ja siksi tarjouksentekijä on yleensä lähestynyt ensin kohdeyhtiön suurimpia osakkeenomistajia. Suurimpien osakkeenomistajien ennakkolisellä lähestymisellä ja tuen hakemisella on pyritty varmistamaan tarjouksen menestyminen. Ks. lisää HE 6/2006, s. 21.

Markkinoiden luottamuksen lisäksi sääntelyn on suojattava niitä tahoja, joihin ostotarjous vaikuttaa, erityisesti osakkeenomistajia.⁴⁰⁴ Sääntelyn on suojattava sijoittajien luottamusta siihen, ettei heidän sijoituksensa arvo vaarantuisi johdon opportunistin takia, sillä sijoittajat kantavat viimekätisen residuaaliriskin yhtiön liiketoiminnan menestymisestä.⁴⁰⁵ Siksi ostotarjouksentekijään kohdistuva sääntely suojaa kohdeyhtiön osakkeenomistajien tasa-
puolista kohtelua.⁴⁰⁶ Konkreettisia keinoja tasapainottaa näitä ostotarjousprosessiin osallistuvien tahojen intressejä ja tiedollista asemaa ovat esimerkiksi tasavertaisen kohtelun ensisijaisuuden ja tiedonantovelvollisuuden kattavuuden korostaminen, sijoittajan aseman yhdenmukaistaminen tarjousmenettelyn eri vaiheissa, oikeussuojakeinojen tehostaminen sekä sääntelyn selkiyttäminen.⁴⁰⁷ Myös tämän tutkimuksen keskiössä oleva kohdeyhtiön johdon neutraalisuus on keino tasapainottaa intressejä.

Julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely suojaa myös määräysvaltamarkkinoiden toimivuutta. Määräysvaltamarkkinamekanismi valvoo arvopaperimarkkinoiden toimivuutta, sillä alisuoriutuvat yhtiöt joutuvat ostotarjouksen kohteeksi.⁴⁰⁸ Koska yhtiön johdon taidot heijastuvat yhtiön pörssikurssiin, tehostavat toimivat määräysvaltamarkkinat johdon toimintaa sen pelätessä yritysvaltausta.⁴⁰⁹ Yhtiön pörssikurssi pääsääntöisesti laskee suhteessa muiden vastaavien yhtiöiden pörssikursseihin, jos yhtiön johto tekee epäonnistuneita ratkaisuja. Tällöin voi olla houkuttelevaa hankkia määräysvalta huonosti johdetusta yhtiöstä ja vaurastua pörssikurssin noustessa paremman johdon alla.⁴¹⁰ Pörssiyhtiön osakkeenomistajakunnan ollessa hajautunut, valvoo määräysvaltamarkkinamekanismi johtoa tehokkaammin kuin mitä osakkeenomistajat pystyisivät.⁴¹¹ Suomenkaltaisessa valtiossa, jossa myös pörssiyhtiöiden osakeomistus on jokseenkin keskittynyt, ei määräysvaltamarkkinamekanismin merkitys johdon valvojana ole yhtä suuri kuin tietyillä muilla markkinoilla.⁴¹²

⁴⁰⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

⁴⁰⁵ Sillanpää 1994, s. 91 - 92.

⁴⁰⁶ Häyrynen – Kajala 2013, s. 307 - 313.

⁴⁰⁷ HE 6/2006, s. 1. Tasapuolisuuden periaatetta on pidetty niin perustavanlaatuisena periaatteena että siitä on kirjattu nimenomainen säännös AML 11:7:än.

⁴⁰⁸ Timonen 1997, s. 191 - 192, 199; Mähönen – Villa 2015, s. 220; Laurila 2011, s. 6.

⁴⁰⁹ Olennaisinta ei ole tapahtuuko ostotarjous vai ei, vaan pikemminkin uhka yritysvaltaukselta. Ks. lisää Mähönen – Villa 2015, s. 220.

⁴¹⁰ Sillanpää 1994, s. 95 - 97.

⁴¹¹ Black 1990, s. 528 - 529; Easterbrook ja Fischel vievät argumentoinnin pitemmälle katsoen, etteivät rationaalisesti toimivat sijoittajat edes ole kiinnostuneina osakkeen äänioikeuksista, sillä heidän äänensä ei muuttaisi äänestyksen lopputulosta. Pörssiyhtiöiden osakkeenomistajakunta on niin laajalle pirstaloitunut, ettei heillä ole aikaa, tarpeeksi informaatiota tai kannustinta edes perehtyä kaikkiin yhtiökokouksessa käsiteltäviin ehdotuksiin (Easterbrook – Fischel 1989, s. 1443 - 1444).

⁴¹² Vahtera 2011, s. 125.

Ostotarjoussääntelyn taustalla on myös poliittisia syitä sekä julkinen intressi.⁴¹³ Ostotarjousprosessiin osallistuvan rajatun joukon tekemillä päätöksillä ja antamilla neuvoilla on laajat ja kauaskantoiset seuraukset, jotka voivat vaikuttaa konkreettisesti tuhansien ihmisten elämään sekä yhteiskuntaan muun muassa veropohjan kautta. Julkisien ostotarjouksien eduista ja haitoista on käyty runsaasti keskustelua.⁴¹⁴ Lopputulemana on ollut, että julkisiin ostotarjouksiin liittyy enemmän positiivisia vaikutuksia kuin negatiivisia, ja siksi ostotarjoussääntelyllä on pyritty edistämään julkisien ostotarjousten toteuttamista.⁴¹⁵ Ostotarjoussääntelyn kehittäminen ja EU:n laajuinen yhdenmukaistaminen on lisännyt maamme arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta ja kansainvälistä kilpailukykyä.⁴¹⁶

Tarkka sääntely vähentää niitä huomattavia riskejä, joita julkisiin ostotarjouksiin liittyy.⁴¹⁷ Sääntelytason tarkkuus onkin luonut julkisien ostotarjouksien läpiviemiselle *järjestelmälliset menettelytavat*.⁴¹⁸ Järjestelmällinen menettelytapa eli se, että julkinen ostotarjousprosessi etenee aina pääpiirteissään tietyn kaavan⁴¹⁹ mukaan, lisää ostotarjousprosessin avoimuutta ja antaa kohdeyhtiön osakkeenomistajille riittävästi aikaa ja tietoja, jotta kohdeyhtiön osakkeenomistajat voivat arvioida tarjouksen edullisuutta. Koska julkisia ostotarjouksia koskeva markkinakäytäntö on vielä jokseenkin vakiintumatonta, on sääntelyn rooli keskeinen.⁴²⁰

Ostotarjoussääntelyn takana vaikuttavat periaatteet ovat melko yleismaailmallisia. Esimerkiksi Saksassa on lain tasolla säädetty julkisessa ostotarjouksessa noudatettavista periaatteista.⁴²¹ Saksan ostotarjouslain 3 §:n mukaan kohdeyhtiön osakkeenomistajia on kohdeltava yhdenvertaisesti, kohdeyhtiön osakkeenomistajilla on oltava tarpeeksi aikaa ja tietoa päättää ostotarjouksesta, kohdeyhtiön johdon on edistettävä kohdeyhtiön etua, tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön on toimittava siten, ettei kohdeyhtiön liiketoiminta häiriinny tarpeettoman pitkän ajan sekä markkinahäiriöitä ei saa aiheutua. Myös Ruotsin arvopaperimarkkinalautakunta, Aktiemarknadsnämnden, kuvailee ostotarjoussääntelyn taustalla vai-

⁴¹³ Ks. Johnson 1986, s. 783, erityisesti alaviite 11.

⁴¹⁴ Ks. mm. Sillanpää 1994, s. 81 - 82; Ilmonen 2016, s. 119 - 120; Mäntysaari 2013, s. 580 - 581; Palm 2005, s. 283 - 285.

⁴¹⁵ Julkisia ostotarjouksia on pidetty sekä osakkeenomistajien että yhtiön työntekijöidenkin edun mukaisena, sillä ne mm. uudistavat yhtiön rakenteita ja johtoa. Ostotarjouksilla on myös talouselämää piristävä vaikutus (Sillanpää 1994, s. 81). Ks. myös Astola 1994, s. 90.

⁴¹⁶ HE 6/2006, s. 1, 23.

⁴¹⁷ Palm 2005, s. 266.

⁴¹⁸ Häyrynen – Kajala 2013, s. 291.

⁴¹⁹ Ks. kaavio julkisen ostotarjouksen kulusta ja päävaiheista esim. Doepel ym. 2013, s. 402.

⁴²⁰ Koska julkisia ostotarjouksia on vuosittain tehty vain 3-13 (tilasto vuodelta 2009), ei markkinakäytäntö ole vakiintunut. Ks. lisää Turunen 2009, s. 797.

⁴²¹ Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz 2001.

kuttavia periaatteita erittäin samankaltaisesti.⁴²² Ruotsissa kuitenkin korostetaan sitä, että ostotarjous on kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja tarjouksentekijän välinen.⁴²³ Tämä näkökulma vaikuttaa käytännössä ostotarjoustilanteen sääntelyyn velvoittamalla hallitusta saattamaan ostotarjouksen puolustautumistoimet yhtiökokouksen päätettäväksi.

Tämän teoreettisen yleiskatsauksen jälkeen vertaan seuraavassa OYL:n ja AML:n julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn suojan kohteiden eroja.

5.2.3 Syyt listattujen ja listaamattomien yhtiöiden erilaiselle sääntelylle ostotarjoustilanteessa

Vielä ostotarjousdirektiivin implementoinnin aikaan Suomessa katsottiin, että OYL:n ensimmäisen luvun yleiset periaatteet olisivat riittävät turvaamaan kohdeyhtiön osakkeenomistajien aseman – lisäksi itsesääntelyllä voisi tarvittaessa täsmentää periaatteiden tulkin-taa ostotarjoustilanteessa. OYL sääntely kuitenkin osoittautui yksin riittämättömäksi, ja siksi AML 11:14 säädettiin turvaamaan kohdeyhtiön osakkeenomistajien asemaa.⁴²⁴ *Kinnunen* on katsonut julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn sijoittamisen vain AML:iin perustelluksi, sillä kohdeyhtiön osakkeenomistajien suhtautuminen ostotarjoukseen on hänen mielestään pikemminkin sopimusoikeudellinen asia kuin yhtiöoikeudellinen.⁴²⁵ Jos ostotarjouksentekijän kohdeyhtiön osakkeenomistajille kohdistaman ostotarjouksen katsoo olevan vain ostotarjouksentekijän ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien välinen asia, puoltai-si tämä julkisesti noteeraamattomassakin yhtiössä yhtiökokouksen oikeutta päättää puolus-tautumistoimiin ryhtymistä, ei hallituksen.

Sekä OYL että AML:n julkisia ostotarjouksia sisältämä sääntely turvaavat osittain samoja asioita. Molemmat säädökset pyrkivät muun muassa lieventämään päämies-

⁴²² Aktiemarknadsnämndens takeover regler, otsikon Inledning alta: ”*Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas. Innehavarna av värdepapper i ett målbolag ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När målbolagets styrelse ger värdepappersinnehavarna råd ska den ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet. Målbolagets styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet. Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudandet eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids. En budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan utbetalas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa utbetalning av varje annat slag av vederlag. Ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.*”

⁴²³ Ks. Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:47, kohdasta Överväganden, allmänt: ”*Punkten ger uttryck för principen att ett offentligt erbjudande är en angelägenhet mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget i vilken det senare bolagets styrelse och ledning inte är parter.*” Ks. myös Broneus – Stattin 2010, s. 37.

⁴²⁴ AML 11:14 sääntelytaustasta jäljempänä kohdassa 5.3.1.

⁴²⁵ Kinnunen 2004, s. 22. Kannanotto ei koske nimenomaisesti AML 11:14:ta, sillä Kinnusen lisensiaattitutkimuksen aikaan VAML oli voimassa.

agenttiongelmaa sekä turvaamaan osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua. OYL:n ja AML:n julkisia ostotarjouksia koskevat sääntelyssä on myös osin eri sääntelyn suojan kohteet. Verrattuna OYL sääntelyyn, joka suojaa yhtiön toiminnan tarkoitusta ja osakeyhtiömuotoisen entiteetin tunnusmerkkejä, AML:n julkisia ostotarjouksia koskevassa sääntelyssä painottuvat keskeisesti sijoittajien, ja laajemmassa mittakaavassa, markkinoiden luottamus. Siten julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely, mukaan lukien AML 11:14 turvaa pohjimmiltaan pääomamarkkinoiden tehokasta toimintaa. Julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osalta ei ole pääomamarkkinoita, joiden toimintaa tulisi turvata. Tästä huolimatta, edellä 2.3 kohdassa käsitellyt päämies-agenttisuhteen ongelmat puoltaisivat myös julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osalta päättäjävoimien antamista yhtiökokoukselle. Myös Ruotsissa julkisten ostotarjousten sääntelyssä korostettu näkemys siitä, että ostotarjous on kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja tarjouksentekijän välinen istuu mielestäni hyvin myös julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin. Koska ostotarjous koskee keskeisesti yhtiön osakkeenomistajien asemaa, tulisi osakkeenomistajien saada päättää siitä, onko puolustautumistoimiin ryhtyminen aiheellista.

5.3 Käytännön taso – AML 11:14:n velvollisuus siirtää asia yhtiökokoukselle

5.3.1 AML 11:14 sääntelytausta

Pohja julkisia ostotarjouksia koskevalle EU direktiiville luotiin jo vuonna 1985 komission valkoisessa kirjassa, joka käsitteli sisämarkkinoiden toteutumista.⁴²⁶ Komission pitkäaikainen tavoite oli ollut saada sisämarkkinat siten avattua, että yritysvaltauksia tapahtuisi enemmän.⁴²⁷ Ostotarjousdirektiivin säätäminen osoittautui hankalaksi ja Euroopan parlamentti torppasi useita direktiiviehdotuksia vuosina 1989 - 2001.⁴²⁸ Yksi keskeisimmistä syistä direktiivin hylkäyksille oli ns. *neutrality of the board* -periaate, jonka mukaan kohdeyhtiön johdon on saatava yhtiökokoukselta mandaatti ryhtyäköseen ostotarjoustusta vastustaviin toimiin.⁴²⁹ Kyseisen periaatteen säätämisen taustalla vaikutti vahva näkemys siitä, että Lontoon Takeover Coden sisältämä *non-frustration rule*, eli johdon puolustautumistoimet kieltävä sääntö, oli ollut onnistunut ratkaisu ja samankaltaisen säännön sisällyttämi-

⁴²⁶ Harju ym. 2005, s. 21; COM Doc. (85) 310.

⁴²⁷ Palm 2005, s. 269.

⁴²⁸ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002, s. 13 - 16.

⁴²⁹ Harju ym. 2005, s. 22; Magnuson 2009, s. 228 - 232. Johdon toimivaltaa koskevan kysymyksen lisäksi Euroopan parlamentti katsoi ongelmalliseksi harmonisointipuuhteet erityisesti koskien käyvän lunastushinnan määrittämistä pakollisissa lunastuksissa sekä työntekijöiden suojelua koskevat kysymykset (Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002, s. 14 - 15).

selle ostotarjousdirektiivin oli hahmotettavissa kolme keskeistä syytä.⁴³⁰ Ensinnäkin, säännön omaksuminen yhtenäistäisi käytäntöä yhteismarkkinoilla (*level playing field*). Toiseksi, säännön omaksuminen heijastaisi näkemystä osakkeenomistajien itsenäisyydestä: päätöksen ostotarjouksesta tulisi olla osakkeenomistajien tekemä investointipäätös, ei johdon liiketoimintapäätös. Kolmanneksi, epäluottamus johtoa kohtaan: ostotarjoustilanteessa johto edistäisi omaa etuaan ja asemansa säilyttämistä osakkeenomistajien edun sijaan.⁴³¹

Ainoat poikkeukset tiukasta velvollisuudesta alistaa päätöksenteko yhtiökokoukselle olisivat olleet johdon mahdollisuus etsiä parempaa tarjousta (*white knight*) sekä niiden normaaliin liiketoimintaan kuuluvien toimien jatkaminen, jotka oli jo aloitettu ennen ostotarjousta.⁴³² Toinen keskeinen huoli oli eurooppalaisten osakeyhtiöiden jääminen alakynteen suhteessa yhdysvaltalaisiin kilpailijoihinsa, joiden hallituksilla yleensä oli laajempi toimivalta ryhtyä puolustautumistoimiin.⁴³³ Koska direktiivi katsottiin yhä tarpeelliseksi, perustettiin yhtiöoikeudellinen asiantuntijaryhmä valmistelemaan uutta direktiiviehdotusta. Monien vaiheiden jälkeen direktiivi hyväksyttiin vuonna 2004, ja kahden vuoden määräaika kansalliselle täytäntöönpanolle alkoi. Direktiivissä edellä mainittu neutrality of the board -periaate jätettiin valinnaiseksi.⁴³⁴ Tämän jäsenvaltioille valinnaisen 9 artiklan mukaan kohdeyhtiön johdon on pidättäydyttävä ostotarjouksen vaarantavista suojaustoimenpiteistä paitsi, jos johto on saanut yhtiökokoukselta valtuutuksen näihin toimiin sen jälkeen, kun ostotarjous tuli johdon tietoon.

Suomi ei tehnyt direktiivin 9 artiklaa koskevaa varaamaa⁴³⁵, muttei myöskään implementoinut direktiiviä VAML:iin.⁴³⁶ Sen sijaan Suomi päätyi itsesääntelymalliin, jossa Keskuskaupakamarin yhteyteen perustettiin jo sittemmin lakkautettu yrityskauppautakunta.⁴³⁷ Jo ennen EU-jäsenyyttä Suomessa oli keskusteltu julkisia ostotarjouksia koskevasta sääntelystä. Arvopaperikaupakomitean osamietinnössä vuodelta 1989 todettiin, ettei VAML:iin tulisi säätää säännöksiä, jotka estäisivät vihamielisiä yritysvaltauksia.⁴³⁸ Komiteamietinnössä katsottiin vihamielisen yritysvaltauksen puolustautumistoimien olevan haitallisia, ja

⁴³⁰ Gerner-Beuerle – Kershaw – Solinas 2011, s. 2 - 3.

⁴³¹ Gerner-Beuerle – Kershaw – Solinas 2011, s. 3.

⁴³² Davies – Schuster– van de Walle de Chelcke 2010, s. 4.

⁴³³ Davies – Schuster– van de Walle de Chelcke 2010, s. 22.

⁴³⁴ Direktiivin 12 artiklan mukaisesti jäsenvaltioille varattiin oikeus olla velvoittamatta maansa kohdeyhtiötä soveltamaan direktiivin 9 artiklan säännöksiä koskien kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen velvollisuuksia.

⁴³⁵ Seuraavat jäsenvaltiot tekivät varauman: Belgia, Tanska, Saksa, Italia, Luxemburg, Alankomaat ja Puola. Commission Staff Working Document. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids. Brussels, 21.2.2007. SEC (2007) 268, s. 12.

⁴³⁶ Laurila 2011, s. 11.

⁴³⁷ Itsesääntelymallin valitsemiseen vaikuttivat kokemukset itsesääntelystä muissa valtioissa, mm. Lontoon Panel on Takeovers and Mergers sekä Ruotsin Näringslivet Börskommittén. Ks. lisää Harju ym. 2005, s. 29 -38.

⁴³⁸ Ks. Savela 1999, s. 194 alaviite 699 sekä KM 1989:36, s. 264.

niiden sääntely tulisi toteuttaa uuden osakeyhtiölain säätämisen yhteydessä.⁴³⁹ Osasyys itsesääntelymallin epäonnistumiseen, ja osoitus OYL:n sääntelyn varaan jättäytymisen riittämättömyydestä, oli se, ettei Finanssivalvonta ollut toimivaltainen valvomaan OYL:n säännösten ja yleisten periaatteiden noudattamista.⁴⁴⁰ Yrityskauppalautakunnan lakkauttamisen seurauksena katsottiin, että direktiivin 9 artikla tuli saattaa täytäntöön lainsäädännöllä – säätämällä AML 11:14.⁴⁴¹ Neutrality of the board -periaatteen kivinen sääntelytausta osoittaa kysymyksen hankaluuden ja sen, ettei toimivallan jakautumiseen hallituksen ja yhtiökokouksen välillä ostotarjoustilanteessa ole yksiselitteisesti parasta ratkaisua.

5.3.2 Säännöksen sisältö

Vuoden 2012 AML:iin otettiin uudeksi säännökseksi AML 11:14, jossa säädetään kohdeyhtiön yhtiökokouksessa päätettävistä asioista. Esitöiden mukaan AML 11:14 nojaa vahvasti OYL:n säännöksiin sekä yleisiin periaatteisiin.⁴⁴² Säännöksen tarkoitus oli lisätä osakkeenomistajien päätäntävaltaa turvaamalla osakkeenomistajien päätösvalta ostotarjoustilanteessa.⁴⁴³ Hallitus ei saisi evätä kohdeyhtiön osakkeenomistajien mahdollisuutta tehdä ostotarjousasiakirjojen pohjalta omaa päätöstään ostotarjoukseen suhtautumisesta.⁴⁴⁴ Säännös muodostaa poikkeuksen edellä käsiteltyihin OYL:n säännöksiin yhtiökokouksesta ja sen toimivaltaan kuuluvista asioista, ja on siksi myös periaatteellisesti merkittävä.⁴⁴⁵ Säännöksen mukaan hallituksen on siirrettävä asia yhtiökokouksen päätettäväksi, jos hallitus aikoo käyttää osakeantivaltuutusta tai päättää *yleistoimivaltaansa kuuluvista toimista tai järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista*. Tällaisia hallituksen toimivaltaan kuuluvia asioita, jotka ostotarjoustilanteessa tulisi alistaa yhtiökokoukselle, ovat esimerkiksi erilaiset pääomajärjestelyt sekä liiketoimintojen myynti.⁴⁴⁶ Säännös ei sen sijaan estä hallitusta pyytämästä tarjouksia tai etsimästä kilpailevaa ostotarjouksentekijää ilman yhtiö-

⁴³⁹ KM 1989:36, s. 265. Ks. myös Astola 1994, s. 93. Astolan mukaan Suomessa hallituksen toimivalta ryhtyä puolustautumistoimenpiteisiin oli laaja, ostotarjousdirektiiviä edeltävänä aikana, mikä oli ongelmallista hallituksen ryhtyessä puolustautumistoimenpiteisiin omien intressiensä takia.

⁴⁴⁰ HE 32/2012 vp, s. 144. Sitä, noudatetaanko osakeyhtiössä osakeyhtiölakia, valvoo kunkin yhtiön osakkeenomistajat, tilintarkastaja ja velkojat sekä myös media. Sen sijaan laki Finanssivalvonnasta ei mahdollista, että Finanssivalvonta valvoisi osakeyhtiölain yleisien periaatteiden tai toimivaltasäännöksiensä noudattamista.

⁴⁴¹ Häyrynen – Kajala 2013, s. 341.

⁴⁴² HE 32/2012 vp, s. 144.

⁴⁴³ HE 32/2012 vp, s. 143; TaVM 11/2012 vp, s. 5.

⁴⁴⁴ Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan c alakohta.

⁴⁴⁵ TaVM 11/2012 vp, s. 5 - 6.

⁴⁴⁶ Häyrynen – Kajala 2013, s. 341.

kokouksen koollekutsumista.⁴⁴⁷ Säännös myös koskee ainoastaan ostotarjouksia, jotka on AML 11:9:n mukaisesti julkistettu.⁴⁴⁸

5.3.3 Tilanteita joissa hallituksen ei tarvitse siirtää asia yhtiökokoukselle

5.3.3.1 Johdanto

AML 11:4:n mukaan kohdeyhtiön hallituksen ei tarvitse siirtää asiaa yhtiökokouksen päättäväksi, jos menettely on OYL:n 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen ja kohdeyhtiön hallitus julkistaa viipymättä siirtämättä jättämisen syyn. Edellytys siirtovelvollisuudesta poikkeamiselle on painava erityinen syy.⁴⁴⁹ Säännöksen esitöiden mukaan tällaisia painavan erityisen syyn kriteerit täyttäviä tilanteita, joissa hallituksen ei tarvitse kutsua yhtiökokousta koolle, voivat olla esimerkiksi, jos hallituksen perustellun näkemyksen mukaan (i) ostotarjous ei ole osakkeenomistajien edun mukainen, (ii) tarjottu vastike on vallitsevaa pörssikurssia alhaisempi, (iii) tarjous on ilmeisen vihamielinen ja sen tarkoitus on haitata kohdeyhtiön liiketoimintaa tai jos (iv) ostotarjoukselle on asetettu sellaisia ehtoja, ettei yhtiökokouksen käsittely ole tarkoituksenmukaista.⁴⁵⁰ Esitöiden mukaan hallituksen asema ostotarjoustilanteessa pohjautuu OYL 1:5:ssä säädettyyn yhtiön toiminnan tarkoitukseen ja OYL 1:8:n mukaiseen velvollisuuteen edistää huolellisesti toimien yhtiön etua.⁴⁵¹ Siten hallituksella ei olisi vapaata harkintavaltaa alistaako päätöksentekoa yhtiökokoukselle.⁴⁵²

Seuraavaksi tarkastelen tarkemmin HE:ssä annettuja esimerkkejä, joissa hallituksen ei ole pakko siirtää puolustautumistoimiin ryhtymistä yhtiökokouksen käsiteltäväksi. Finanssivalvonta on suositellut, että hallituksen tulisi pyytää lausunto Arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouslautakunnalta, mikäli hallitus aikoo näissä HE:n mahdollistamissa poik-

⁴⁴⁷ Ibid.

⁴⁴⁸ Ibid.

⁴⁴⁹ HE 32/2012 vp, s. 146; Villa 2016, s. 339.

⁴⁵⁰ HE 32/2012 vp, s. 143. Lisäksi, sittemmin jo kumotun, aiemmin voimassa olleen lain aikaisen yrityskauppalautakunnan suosituksen mukaan jo julkistettujen ja vireillä olevien yritysjärjestelyiden valmistelu ja toimeenpano eivät edellytä asian saattamista yhtiökokouksen päätettäväksi, jos järjestelyt ovat yrityksen strategian sekä yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisia.

⁴⁵¹ HE 32/2012 vp, s. 143.

⁴⁵² HE 32/2012 vp, s. 144. Nyström on tulkinut AML 11:14:ta siten, että hallituksella *pääsääntöisesti* olisi oikeus ryhtyä ilman yhtiökokouksen valtuutusta ostotarjousta vastustaviin toimiin. Hän katsoo, että hallitus tulee saattaa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokouksen päätettäväksi vain, jos toimeen ryhtyminen muuten muodostaisi OYL 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin yleisien periaatteiden rikkomisen. Ks. Nyström 2016, s. 214 - 215. Tässä asiassa en katso Nyströmin kantaa oikeaksi, sillä ostotarjousdirektiivi painokkaasti korostaa osakkeenomistajien päätöksenteko-oikeutta ja kuten luvussa 4 tarkasteltiin, useissa tilanteissa hallituksen ryhtyminen puolustautumistoimiin ilman yhtiökokouksen mandaattia rikkoo OYL 1 luvun periaatteita. Siten mielestäni pääsääntö selkeästi on, että hallituksen tulee AML 11:14:n velvoittamana saattaa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle.

keustilanteissa olla siirtämättä puolustautumistoimesta päättämistä yhtiökokouksen päätettäväksi.⁴⁵³

5.3.3.2 AML 11:14 mahdollistamat poikkeukset siirtovelvollisuuteen ja analogia julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin

AML:n esitöiden mukaan aikoessaan ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin, hallituksen ei välttämättä tarvitse kutsua yhtiökokousta koolle päättämään asiasta, jos hallituksen perustellun näkemyksen mukaan (i) ostotarjous ei ole osakkeenomistajien edun mukainen. Osakkeenomistajan edun mukaisuus on hankalasti arvioitavissa oleva kriteeri. Vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa, ennen AML 11:14:sta velvoitteen säätämistä lakiin, on kuitenkin tarkasteltu puolustautumistoimiin ryhtymistä osakkeenomistajien ja yhtiön edun näkökulmasta. Kriittisesti listayhtiön hallituksen oikeuteen ryhtyä puolustautumistoimenpiteisiin ilman yhtiökokouksen mandaattia ovat suhtautuneet *Sillanpää* ja *Savela*, jotka ovat tarkastelleet osakkeenomistajien ja yhtiön edun mukaisuutta korostaen tapauskohtaista punnintaa.⁴⁵⁴ *Sillanpää* on katsonut, ettei hallitus voisi kovin helposti ryhtyä puolustautumistoimiin ilman mandaattia yhtiökokoukselta. *Sillanpää* perustaa näkemyksensä osakeyhtiölain yleislausekkeeseen, joka rajoittaa hallituksen vapautta toimia. Siten hän katsoo hallituksen voineen ryhtyä puolustautumistoimenpiteisiin⁴⁵⁵ vain, jos ostotarjous olisi selkeästi vastoin yhtiön tai sen osakkeenomistajien etua.⁴⁵⁶ *Savelan* mukaan johto ei voi vastustaa ostotarjousta, jos se on osakkeenomistajien edun mukainen. Hän katsoo johdolla olevan toimivalta ryhtyä puolustustoimiin vain, jos ostotarjous selvästi ja merkittävästi vaarantaisi osakkeenomistajien edut. Hänen mukaansa johdolla ei missään tapauksessa voida katsoa olevan velvollisuutta ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin.⁴⁵⁷ Oikeuskirjallisuudessa kynnys yhtiön edun vastaisuuden täyttymiselle on asetettu korkeammalle kuin AML 11:14 esitöissä: ostotarjouksen on selkeästi tai merkittävästi, jopa vaarantavalla tavalla, oltava vastoin osakkeenomistajien tai yhtiön etua. Koska osakkeenomistajien etujen näyttäytymisen ostotarjoustilanteessa on korostuneen hankalaa, kuten kautta tutkielman on tuotu esiin, on edes esitöiden peruskriteerin ”*ei ole osakkeenomistajien edun mukainen*” täyttäminen

⁴⁵³ Fivan MOK 9/2013, luku 4.4.

⁴⁵⁴ Lisäksi Rudanko on suhtautunut jyrkän kielteisesti johdon oikeuteen ryhtyä puolustautumistoimiin. Rudangon mukaan hallituksen toimet ulkopuolisen ostotarjouksen torjumiseksi voivat muodostaa sisäpiiriaseman väärinkäytön, mikä aiheuttaa vahinkoa osakkeenomistajille. Tällöin johto toimisi osakkeenomistajien etujen vastaisesti, ja voisi aiheuttaa osakkeenomistajille tai yhtiölle taloudellista vahinkoa. Rudangon kantaan ei tässä tutkimuksessa sivumäärärajoituksen takia tarkastella, sillä sisäpiiriaseman väärinkäytön, ja sen suhteen osakkeenomistajien etuun, tarkastelu edellyttäisi laajempaa tutkimusta. Ks. lisää Rudanko 1998, s. 336 ja Fischel 1978, s. 5, johon Rudanko viittaa.

⁴⁵⁵ *Sillanpään* mukaan yhtiön normaaliin liiketoimintaan kuuluvat puolustautumistoimenpiteet olisivat sallittuja, mutta sen sijaan yhtiön omaisuuden huomattava myyminen olisi kiellettyä. Ks. *Sillanpää* 1994, s. 88 alaviite 86.

⁴⁵⁶ *Sillanpää* 1994, s. 88.

⁴⁵⁷ *Savela* 1999, s. 207.

hankalaa. Tämä kriteeri voisi kuitenkin mielestäni täytyä, jos hallitus puolueettomaan asiantuntija-apuun turvautuen katsoisi ostotarjouksen olevan vastoin osakkeenomistajien etua.

Toinen esitöiden mahdollistama poikkeus päätösvallan siirtämisessä yhtiökokoukselle aktualisoituu, jos (ii) tarjousvastike on pörssikurssia alhaisempi. Pörssiyhtiön osalta tämä kriteeri hallituksen oikeudelle päättää puolustautumistoimista on selkeä. Sen sijaan tutkimuskohteen, julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön, osalta ei ole olemassa pörssikurssia, johon verrata tarjottua vastiketta. Yhtiön osakkeen arvon määrittäminen on hyvin haasteellista, kuten lukuisat lunastusvastiketta koskevat riidat osoittavat. Julkisesti noteeraamattoman yhtiön osalta tarjousvastikkeen tulisi erittäin merkittävästi poiketa yhtiön hallituksen näkemyksestä yhtiön osakkeiden arvosta,⁴⁵⁸ ennen kuin tämä kriteeri voisi analogisesti puoltaa kohdeyhtiön hallitusta saattamasta asiasta päättämistä yhtiökokoukselle.

Kolmas ja neljäs esitöiden poikkeusmahdollisuuksista – (iii) tarjous on ilmeisen vihamielinen ja tarkoitettu haittaamaan kohdeyhtiön liiketoimintaa ja (iv) ostotarjoukselle on asetettu sellaisia ehtoja, ettei yhtiökokouksen käsittely ole tarkoituksenmukaista – ovat korostetun tapausidonnaisia, joten niitä ei analysoida syvemmin. Julkisesti noteeraamattomankin yhtiön osalta samankaltaiset (kohtien iii-iv) tarkoittamat tilanteet puoltaisivat hallituksen toimivaltaa päättää puolustautumistoimista.

Kaikki edellä käsitellyt poikkeustilanteet (i-iv), joissa hallituksen ei olisi välttämätöntä saattaa puolustautumistoimista päättämistä yhtiökokouksen arvioitavaksi, ilmentävät OYL 1:5:n ja OYL 1:8:n näyttäytymistä ostotarjoustilanteessa.⁴⁵⁹ Koska AML 11:14:n poikkeustilanteet pohjautuvat OYL:n yleisien oppien näyttäytymiseen julkisessa ostotarjouksessa, voi AML:n esitöiden poikkeustilanteita mielestäni analogisesti soveltaa myös listaamattoman kohdeyhtiön hallituksen asemaa tarkasteltaessa. Lisäksi myös *Villa* on kytkenyt OYL:n yleiset opit AML 11:14:sta poikkeustilanteisiin. *Villan* mukaan OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteella ja etenkin suunnatun osakeannin edellyttämällä painavalla taloudellisella syyllä, mikä oikeuttaa poikkeamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta, voidaan auttaa hahmottamaan niitä olosuhteita, jolloin hallituksen on mahdollista ryhtyä

⁴⁵⁸ Yhtiön osakkeiden substanssi- ja markkina-arvon eroista, ks. Knüpfer – Puttonen 2014, s. 93 - 98.

⁴⁵⁹ Kuten edellä todettiin ja viitattiin, esitöiden mukaan hallituksen asema ostotarjoustilanteessa pohjautuu OYL 1:5:ssä säädettyyn yhtiön toiminnan tarkoitukseen ja OYL 1:8:n mukaiseen velvollisuuteen edistää huolellisesti toimien yhtiön etua. Ks. HE 32/2012 vp, s. 143.

AML 11:14:n poikkeuksen nojalla puolustautumistoimiin ilman yhtiökokouksen valtuutusta.⁴⁶⁰

Toisaalta, vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa on myös suhtauduttu positiivisesti johdon oikeuteen päättää ostotarjouksen puolustautumistoimista. *Nuolimaa* on suhtautunut hyvin sallivasti johdon puolustautumistoimenpiteille ilman yhtiökokouksen mandaattia. Hän on katsonut johdolla olevan laillinen oikeus myydä ns. kruunun jalokivi eli se liiketoiminnan osa-alue, jota yritysvaltaaja erityisesti tavoittelee, siltä osin kuin liiketoiminnan myyminen kuuluu hallituksen toimivaltaan. Hän ei myöskään näe estettä sille, että johto ryhtyy ns. *pack man* -puolustukseen eli ostaa ostotarjouksen tehneen tahon osakkeita.⁴⁶¹ Myös *Astola* katsoo, että hallituksella on toimivalta myydä se yhtiön liiketoiminnan osa, jota ostotarjouksentekijä erityisesti havittelee, kunhan liiketoiminnan myynti ei loukkaa yhtiön toimialamääräystä.⁴⁶²

Ennen AML 11:14 säättämistä, ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallituksen toimien arviointi perustui OYL:n yleisiin periaatteisiin.⁴⁶³ Kuten kohdassa 4.4.2 tarkemmin analysoitiin, ostotarjoustilanteessa hallituksen OYL 1:8 säädetty lojaliteettivelvoite kohdistuu suoraan yhtiön osakkeenomistajiin, sillä yhtiön etu on hankalasti määritettävissä ostotarjoustilanteessa, mutta sen sijaan osakkeenomistajien etu nousee voimakkaasti esille. VAML:n voimassa ollessa yrityskauppalautakunnan antamassa suosituksessa on kohdassa 9 ”*hallituksen mahdolliset toimenpiteet tarjouksen johdosta*” käsitelty hallituksen toimivaltaa OYL:n alla ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin. Suosituksen mukaan hallituksen tulee arvioida tarjousta sekä yhtiön muita vaihtoehtoja huolellisesti, pyrkien osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. OYL:n 1 luvun yleisiin periaatteisiin nojautuen suosituksessa katsottiin, että kohdeyhtiön hallitus voisi ainoastaan *erittäin poikkeuksellisesti* ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin. Myös jos yhtiössä olisi suunnitteilla tai vireillä yritysjärjestelyjä tulisi niistä päättäminen saattaa yhtiökokouksen päätettäväksi, jos järjestely voisi vaarantaa ostotarjouksen toteutumisen. Suosituksessa myös korostettiin sitä, että ostotarjous kohdistetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajille, ja lähtökohtaisesti hallituksen ei tulisi toimillaan estää tarjouksen tekemistä sinänsä. Koska pörssiyhtiöille tarkoitettu suositus pohjautui nimenomaan OYL:n periaatteisiin, voi yrityskauppalautakunnan suositusta käyttää hahmottaessa julkisesti noteeraamattoman hallituksen roolia yritysvaltausti-

⁴⁶⁰ Villa 2016, s. 339 - 340.

⁴⁶¹ Nuolimaa 1989, s. 5 - 6.

⁴⁶² Astola 1994, s. 90. Kannassaan toimialamääräyksen merkityksestä Astola on ollut aikaansa edellä, ks. kohta 3.3.3.3, jossa käsitellään modernin osakeyhtiöoikeuden kantaa toimialan vaikutuksesta hallituksen toimivaltaan.

⁴⁶³ Harju ym. 2005, s. 122.

lanteessa. Nojautuen yrityskauppalautekunnan suositukseen katson, että hallitus voisi vain erityisen poikkeuksellisissa tilanteissa ryhtyä omin päin vastustamaan ostotarjousta, ja tällöinkin ainoastaan, jos hallitus ei samalla loukkaa OYL 1 luvun periaatteita tai 13 luvun varojenjakosäännöksiä.

Suosituksen kohdassa 9 on myös käsitelty sellaisia tilanteita, joissa OYL:n ensimmäisen luvun periaatteet eivät välttämättä edellyttäisi asian saattamista yhtiökokouksen käsiteltäväksi.⁴⁶⁴ Tällaisia tilanteita voivat olla esimerkiksi sellaisten yritysjärjestelyiden valmistelu ja täytäntöönpano, jotka ovat jo pitkälle valmisteltuja ja yhtiön strategian mukaisia, kunhan tämä on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista.⁴⁶⁵ Linjassa suosituksen kanssa katson, että tällaisissa tilanteissa julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen ei tarvitsisi saattaa asiaa yhtiökokouksen käsiteltäväksi. Tässäkin tilanteessa yhtiön etu määrittää, voiko hallitus tehdä päätöksen.

5.4 Sääntelyn riittämättömyydestä

Ennen ostotarjousdirektiivin board neutrality rulen implementointia ja AML 11:14:n sääntämistä katsottiin, että puutteellinen sääntely ja yleisien periaatteiden soveltamisen tulkinanvaraisuus heikensivät julkisten ostotarjouksien menettelytapojen ennakoitavuutta ja yhdenmukaisuutta.⁴⁶⁶ Listaamattomien yhtiöiden osalta menettelytavat yhtiön joutuessa ostotarjouksen kohteeksi ovat edelleen hyvin epäselvät ja ennakoimattomat. Myöskään itsesääntelyssä ei ole otettu kantaa tähän kysymykseen.⁴⁶⁷

Jo vuonna 1989 sijoittajansuojaa arvopaperimarkkinoilla käsittelevässä komiteamietinnössä viisaasti ehdotettiin, että ”*julkista tarjousta koskevat säännökset ulotetaan koskemaan kaikkia yhtiöitä, myös muita kuin pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöitä.*”⁴⁶⁸ Komiteamietinnön mukaan tämä olisi omiaan suojaamaan sijoittajien, osakkeenomistajien, asemaa ja helpottaisi valtausyriyten valvontaa.⁴⁶⁹ Myös *Villa* on asettunut kannattamaan sitä, että AML 11:14 soveltamisalaan kuuluvista tilanteista säädettäisiin OYL:ssa.⁴⁷⁰ *Villa* perustelee kantansa sillä, että AML 11:14 soveltamisalaa vastaavia tilanteita esiintyy myös julkisesti noteeraamattomissa yhtiöissä ja yksittäinen hallitusta kyseisessä tilanteessa velvoittava

⁴⁶⁴ Yrityskauppalautekunnan suositus, s. 18 - 19.

⁴⁶⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 342.

⁴⁶⁶ Harju ym. 2005, s. 122.

⁴⁶⁷ Listaamattomien yhtiöiden hallinnointikoodissa vuodelta 2016 ei oteta kantaa kysymykseen.

⁴⁶⁸ KM 1989:36, s. 265 - 266.

⁴⁶⁹ KM 1989:36, s. 266.

⁴⁷⁰ *Villa* 2016, s. 341, erityisesti alaviite 24.

säännös olisi yksinkertaisempi kuin vastaavien velvoitteiden johtaminen OYL:n yleisistä opeista.⁴⁷¹

Olen komiteamietinnön ja *Villan* kanssa samaa mieltä, sillä listaamattomat yhtiöt eivät ole immuuneja yritysvaltauksille ja tällä hetkellä listaamattomien yhtiöiden osalta on aukko sääntelyssä. Hallituksen toimivallan rajat voidaan toki johtaa OYL:n yleisistä opeista ja OYL 13 luvun varojenjakosäännöksistä, kuten tein luvussa 4, mutta tämä ei ole tehokasta eikä oikeusvarmuuden kannalta suotavaa. Julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osakkeenomistajat ovat vielä alttiimpia valtataistelutilanteen negatiivisille vaikutuksille, sillä heillä ei ole samanlaista mahdollisuutta luopua osakkeistaan markkinoilla kuin pörssiyritysten osakkeenomistajilla. Myöskään Finanssivalvonta, itsesääntelyelimet kuten Arvopaperimarkkinayhdistys tai edes kaikissa tilanteissa media eivät valvo julkisesti noteeraamattomaan osakeyhtiöön kohdistuvaa valtaustilannetta. Näin ollen, puuttuminen mahdolliseen julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen osakkeenomistajien oikeutta loukkaavaan toimintaan jää moitekanteen varaan.

Vaikkei hallituksen päätöksiä koske yleinen moiteoikeus, voi julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallitus ainakin periaatteessa joutua vahingonkorvausvastuuseen puolustautumistoimillaan aiheuttamasta vahingosta, jos kohdeyhtiön hallituksen katsottaisiin puolustautumistoimiin ryhtyessään menetelleen yhtiön tai osakkeenomistajien etua loukkaavalla tavalla.⁴⁷² Käytännössä vastuuperusteen osoittaminen voi olla hankalaa johdon nauttiessa liiketoimintapäätösperiaatteen antamasta suojasta.⁴⁷³ Suomessa ei tunneta yhdysvaltalaisen Unocal -ratkaisun kaltaista olettaa siitä, että johto ryhtyessään yritysvaltausta vastustaviin toimiin rikkoo lojaliteettivelvoitettaan.⁴⁷⁴ Julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön osakkeenomistajia suojataan siis ostotarjoustilanteessa heikosti sekä ex ante että ex post näkökulmasta katsoen.

⁴⁷¹ Ibid.

⁴⁷² Norros 2009, s. 507. Norroksen mukaan vastuu ei juurikaan aktualisoidu, sillä ostotarjouksen vastustaminen voi myös olla linjassa osakkeenomistajien edun kanssa, tai ainakin sen voi argumentoida olevan. Tässä tutkimuksessa ei aiheenrajan takia käsitellä vahingonkorvausvastuu kysymyksiä. Katso tarkemmin johdon vahingonkorvausvastuusta julkisissa ostotarjouksissa esim. Norros 2009, s. 505 - 518 ja Laurila 2012.

⁴⁷³ Ks. lisää liiketoimintapäätösperiaatteesta Salo 2015, s. 73 - 101.

⁴⁷⁴ Unocal -ratkaisussa johdolle asetettiin näyttötaakka osoittaa, että johto (1) huolellisesti ja vilpittömässä mielessä katsoi, osakkeenomistajien edut huomioiden, ostotarjouksen muodostavan uhan yhtiön tehokkaalle toiminnalle ja, että (2) johto vastasi yhtiön edun vaarantavaan uhkaan asianmukaisella tavalla suhteessa uhkaan.

6 LOPUKSI

Julkisesti noteeraamattoman osakeyhtiön hallituksen toimivalta on OYL:n hallituksen toimivaltaa koskevien normien pohjalta laaja, myös ostotarjoustilanteessa. Modernin osakeyhtiöoikeuden kanta yhtiöjärjestyksen toimialamääräyksestä ja yhtiön toiminnan tarkoituksesta hallituksen toimivallan rajaajana, ei täysin istu valtataistelutematiikkaan, sillä kysymys toimialasta ei aktualisoidu ostotarjoustilanteessa. Lisäksi yhtiön toiminnan tarkoitus näyttäytyy ostotarjoustilanteessa korostuneen haastavana kysymyksenä. Siksi julkisesti noteeraamattoman kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa on tarkasteltava tilannekohtaisesti OYL:n yleisien oppien ja 13 luvun varojenjakosäännösten pohjalta. Merkittävien intressikonfliktien takia OYL:n yleiset opit useimmissa tilanteissa puoltaisivat sitä, että hallituksen tulisi saattaa valtataistelutilanteessa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokouksen arvioitavaksi. Hallituksen toimivallan ulkorajojen määrittäminen edellyttää siten tapauskohtaista arviointia. Pörssiyhtiön hallituksen toimivaltaa vastaavankaltaisessa tilanteessa on säännelty tarkasti AML 11:14:ta velvoittaessa hallitusta saattamaan puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle. Syyt pörssiyhtiöiden ja listaamattomien yhtiöiden erilaiselle sääntelylle johtuvat keskeisesti siitä, että AML:n julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely painottaa erityisesti sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan. Osin erilaisesta sääntelyn suojan kohteesta riippumatta, myös julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden osalta olisi painavia perusteita hallituksen velvollisuudelle saattaa puolustautumistoimista päättäminen yhtiökokoukselle. *De lege ferenda* -tutkimuksen jätän kuitenkin sivumäärärajoituksesta johtuen muille.

Kiitän professori Seppo Villaa sekä professori Märten Knutsia työni ohjaamisesta ja tarkastamisesta. Kiitän professori Matti Sillanpäättä sekä Alf-Olea kirjalainoista, samoin entistä ja nykyistä työnantajaani mahdollisuudesta hyödyntää toimistojen kirjastoja. Kiitän äitiäni Soljaa vähemmän asiantuntevista, mutta silti erittäin arvokkaista kommentteista sekä sisartani Alinaa oikolukuavusta. Kiitän Laillista Leivontakerhoa ja Kriminaaliklubia siitä, että olette pitäneet huolen, että teen vapaa-ajalla muutakin kuin vain kirjoitan gradua. Kiitos myös työkavereille siitä, että olette jaksaneet kuunnella graduaiheisia juttujani. Kiitos Aleksandrian neljännen kerroksen muille gradunkirjoittajille, erityisesti Saijalle, vertais-tuesta ja erinomaisista kahvitaukokeskusteluista. Erityiskiitos Raymondille kannustuksestasi ja siitä, ettet ole valittanut, vaikka kotimme jokainen laskutaso on hiljalleen täyttynyt gradumateriaalista. Uudenvuodenaattona 2016.