

**Yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen jännite suunnatuissa osakeanneissa  
– milloin suunnatulle osakeannille on painava taloudellinen syy?**

Pro gradu -tutkielma

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Kauppaoikeus

Ohjaaja: Seppo Villa

Laatija: Tero Pikkarainen

20.11.2018



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution– Department Yksityisoikeuden laitos	
Tekijä/Författare – Author Tero Pikkarainen			
Työn nimi / Arbetets titel – Title Yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen jännite suunnatuissa osakeanneissa – milloin suunnatulle osakeannille on painava taloudellinen syy?			
Oppiaine /Läroämne – Subject Kauppaoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma		Aika/Datum – Month and year Marraskuu 2018	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages XII + 74
Tiivistelmä/Referat – Abstract			
<p>Tässä tutkielmassa on tarkasteltu suunnattuja osakeanteja koskevan yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn tulkintaa. Osakeyhtiölain (624/2006, OYL) lähtökohtana on, että osakeannissa osakkeenomistajilla on etuoikeus annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita (OYL 9:3.1). Osakkeenomistajan etuoikeus ei kuitenkaan ole ehdoton. OYL 9:4.1:n 1. virkkeen mukaan osakeannissa voidaan poiketa OYL 9:3:ssa säädetyistä etuoikeudesta (<i>suunnattu osakeanti</i>), jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Painavan taloudellisen syyn vaatimus korostaa osaltaan yhdenvertaisuusperiaatetta (OYL 1:7), koska suunnattu osakeanti johtaa tyypillisesti annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien määräysvalta-aseman heikkenemiseen. Lisäksi jos suunnattu osakeanti toteutetaan alihintaisena, merkitsee tällainen anti lähtökohtaisesti yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista varallisuuden siirtämistä annin ulkopuolelle jääviltä osakkeenomistajilta antiin osallistuville tahoille. Edellä todetusta huolimatta suunnattuja osakeanteja on kuitenkin pidetty sallittuna, mikäli anti on kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun – eli yhtiön edun – mukainen.</p> <p>Tämän tutkielman keskiössä on kysymys siitä, milloin suunnatun osakeannin aineellisena edellytyksenä olevan painavan taloudellisen syyn vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän. Koska painavan taloudellisen syyn vaatimuksen on katsottava edellyttävän toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteen ja toisaalta yhtiön edun yhteensovittamista, on tutkielmassa samalla kyse myös yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun tulkinnasta. Tutkielman tarkoituksena on myös ollut verrata tutkielman kautta muodostuvaa käsitystä suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä korkeimman oikeuden tuoreeseen ratkaisuun KKO 2018:19, jossa korkein oikeus on ensimmäistä kertaa ainakin nykyisen osakeyhtiölain aikana ottanut kantaa suunnattujen osakeantien arviointiin. Tutkielman näkökulma on lainopillinen.</p> <p>Tutkielman lopuksi on esitetty, että suunnattu osakeanti täyttää painava taloudellisen syyn vaatimuksen eikä sitä voi pitää yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena, mikäli (1) suunnatun osakeannin peruste on yhtiön edun mukainen, (2) annilla tavoiteltuun lopputulokseen ei voida päästä osakkeenomistajien etuoikeutta noudattaen ja (3) osakkeista on maksettu käypä hinta tai annista voidaan perustellusti olettaa koituvan yhtiölle muuta taloudellista etua, joka kompensoi käyvän hinnan ja merkintähinnan välisen erotuksen. Lisäksi yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena lähtökohtana on katsottu olevan, että (4) annin ulkopuolelle jääneille yksittäisille osakkeenomistajille koituvien haittojen täytyy olla asianmukaisessa suhteessa annista yhtiölle koituviin etuihin. Lähtökohtaisesti on kuitenkin katsottava, että OYL 5:27:ssä tarkoitettulla määräänemmistöllä – tai sen valtuuttamalla hallituksella – on oikeus päättää, milloin suunnattu osakeanti on yhtiön edun mukainen. Korkeimman oikeuden ratkaisun KKO 2018:19 osalta tutkielmassa on katsottu, että tapaus muun muassa vahvistaa käsitystä siitä, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä tulisi arvioida ensisijaisesti yhtiön edun eli osakkeenomistajakollektiivin edun näkökulmasta. Yksittäisille osakkeenomistajille annista koitua haitta on myös lähtökohtaisesti oikeutettavissa, jos antia voidaan pitää yhtiön edun kannalta perusteltuna. Korkeimman oikeuden ratkaisun lopputulosta on kuitenkin pidetty tutkielmassa osin kyseenalaisena.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords			
Osakeyhtiö, yhtiöoikeus, suunnattu osakeanti, yhdenvertaisuusperiaate, yhtiön etu			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

## SISÄLLYS

<b>SISÄLLYS</b> .....	<b>I</b>
<b>LÄHTEET</b> .....	<b>IV</b>
Kirjallisuus .....	IV
Virallislähteet .....	X
Muut lähteet .....	XI
Oikeustapaukset .....	XI
Lyhenteet.....	XII
<b>1. JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1. Tutkielman tausta.....	1
1.2. Tutkimustehtävä ja tutkielman rakenne .....	3
1.3. Tutkielman tarpeellisuus .....	4
1.4. Tutkielman aiheen rajaus ja terminologia .....	5
1.5. Tutkielman metodologia .....	6
1.5.1. <i>Lainoppi</i> .....	6
1.5.2. <i>Päämies-agenttiteoria</i> .....	8
<b>2. YHDENVERTAISUUSPERIAATE YHTIÖN TOIMINTAA RAJAAVANA</b> <b>PERIAATTEENA</b> .....	<b>10</b>
2.1. Yleisesti yhdenvertaisuusperiaatteesta.....	11
2.2. Yhdenvertaisuusperiaatteen taustasta .....	13
2.3. Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksesta .....	15
2.4. Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisesta .....	17
2.4.1. <i>Soveltamisen lähtökohdista</i> .....	17
2.4.2. <i>Muodollinen, aineellinen ja taloudellinen yhdenvertaisuus</i> .....	19
2.5. Yhdenvertaisuusperiaatteen ja enemmistöperiaatteen välinen suhde .....	20
<b>3. YHTIÖN ETU KAIKKIEN OSAKKEENOMISTAJIEN ETUNA</b> .....	<b>22</b>

3.1.	Yleisesti yhtiön edusta .....	23
3.2.	Yhtiön etu ja osakeyhtiölain yleiset periaatteet .....	23
3.2.1.	<i>Johdon lojaliteettivelvollisuus</i> .....	23
3.2.2.	<i>Toiminnan tarkoitus</i> .....	26
3.2.3.	<i>Jatkuvuusperiaate</i> .....	27
3.3.	Yhtiön etu ja liiketaloudellinen peruste .....	28
3.4.	Yhtiön edun määritelmä.....	29
3.5.	Yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen suhde .....	32
<b>4.</b>	<b>OSAKEANTIEN TOTEUTTAMISEN LÄHTÖKOHDISTA.....</b>	<b>34</b>
4.1.	Yleisesti osakeanteja koskevasta sääntelystä .....	34
4.2.	Osakkeenomistajan etuoikeus .....	35
4.3.	Etuoikeudesta poikkeamisen vaikutukset .....	39
4.4.	Osakeanneista päättäminen .....	40
4.5.	Valinta merkintäetuoikeusannin ja suunnatun osakeannin välillä .....	42
<b>5.</b>	<b>YHTIÖN ETU JA YHDENVERTAISUUSPERIAATE OSANA SUUNNATUN OSAKEANNIN PAINAVAN TALOUDELLISEN SYYN TULKINTAA.....</b>	<b>44</b>
5.1.	Painavan taloudellisen syyn säännöshistoriasta .....	45
5.2.	Painava taloudellinen syy ja yhtiön etu.....	47
5.3.	Painavan taloudellisen syyn tyyppitapaukset.....	49
5.4.	Painavan taloudellisen syyn täyttymisen arviointi.....	52
5.4.1.	<i>Arvioinnin lähtökohdista</i> .....	52
5.4.2.	<i>Laimenemisvaikutuksen arviointi</i> .....	54
5.4.3.	<i>Alihinnoittelun arviointi</i> .....	56
5.4.4.	<i>Kompensaatiovaatimus</i> .....	58
5.5.	Milloin suunnattu osakeanti täyttää painavan taloudellisen syyn vaatimuksen?.....	61
<b>6.</b>	<b>KKO 2018:19 JA PAINAVA TALOUDELLINEN SYY .....</b>	<b>62</b>

6.1.	Tapauksen tosiseikasto.....	62
6.2.	Ratkaisun arviointi .....	64
6.2.1.	<i>Painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen suhde.....</i>	<i>64</i>
6.2.2.	<i>Painava taloudellinen syy ja vähemmistöosakkeenomistajien lunastamisen merkitys.....</i>	<i>67</i>
6.2.3.	<i>Ratkaisun ennakkotapausarvosta.....</i>	<i>70</i>
<b>7.</b>	<b>LOPUKSI.....</b>	<b>71</b>

## LÄHTEET

### Kirjallisuus

*Aarnio, Aulis*: Mitä lainoppi on? Helsinki 1978.

*Aarnio, Aulis*: Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. Helsinki 1989.

*Airaksinen, Manne*: Onnistuiko vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistus? *Lakimies* 4/2013 s. 443–460.

*Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki*: Osakeyhtiölaki. Porvoo 1997.

*Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I. 2., uudistettu painos. Hämeenlinna 2010 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a).

*Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki II. 2., uudistettu painos. Hämeenlinna 2010 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b).

*Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I. 3., uudistettu painos. Liettua 2018.

*Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier – Pargendler, Mariana*: What is Corporate Law? Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward (toim.): *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, s. 1–28. 3<sup>rd</sup> Edition. Oxford 2017 (Armour ym. 2017a).

*Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier*: Agency Problems and Legal Strategies Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward (toim.): *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, s. 29–48. 3<sup>rd</sup> Edition. Oxford 2017 (Armour ym. 2017b).

*Armour, John – Hertig, Gerard – Kanda, Hideki*: Transactions with Creditors. Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward (toim.): *The*

Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, s. 109–144. 3<sup>rd</sup> Edition. Oxford 2017 (Armour ym. 2017c).

*Rock, Edward – Davies, Paul – Kanda, Hideki – Kraakman, Reinier – Ringe, Wolf-Georg*: Fundamental Changes. Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward (toim.): The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, s. 171–204. 3<sup>rd</sup> Edition. Oxford 2017 (Armour ym. 2017d).

*Bergström, Clas – Samuelsson, Per*: Aktiebolagets grundproblem. Femte upplagan. Visby 2015.

*Booth, A. Richard*: The Business Purpose Doctrine and the Limits of Equal Treatment in Corporation Law. Vol. 38 No. 3 1984, s. 853–886.

*Cederberg, Lauri*: Eräs näkökohta vähemmistön oikeusturvakysymyksessä osakeyhtiöissä. Lakimies 1931, s. 221–229.

*Cederberg, Lauri*: Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistösuojaa silmälläpitäen. Lakimies 1934 s. 1–51.

*Cederberg, Lauri – Ylöstalo, Matti*: Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä. 4. painos. Porvoo 1966.

*Davies, Paul L.*: Principles of Modern Company Law. 8<sup>th</sup> Edition. London 2008.

*Dyck, Alexander – Zingales, Luigi*: Private Benefits of Control: An International Comparison. The Journal of Finance Vol. LIX No. 2 2004, s. 537–600.

*Hansmann, Henry – Kraakman, Reiner*: The End of History for Corporate Law. Georgetown Law Journal Vol. 89 No. 2 2001, s. 439–468.

*Havansi, Erkki*: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Vammala 1979.

*Hirvonen, Ari*: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki 2011.

*Huttunen, Allan*: Suunnatun annin perusteesta. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia V (toim. Ari Saarnilehto). Turku 2005.

*Immonen, Raimo*: Yritysjärjestelyt. 6., uudistettu painos. Helsinki 2015.

*Immonen, Raimo – Villa, Seppo*: Osakeyhtiön varojen käyttö. Helsinki 2015.

*Immonen Raimo – Lindgren, Juha*: Onnistunut sukupolvenvaihdos. 5., uudistettu painos. Helsinki 2017.

*Jensen, Michael C. – Meckling, William H*: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* Vol. 3 No. 4 1976, s. 305–360.

*Jensen, Michael C.*: Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 14 No. 3 2001, s. 8–21.

*Johnson, Simon – La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes Florencio – Shleifer, Andrei*: Tunneling. *The American Economic Review* Vol. 90 No. 2 2000, s. 22–27 (Johnson ym. 2000).

*Kniipfer, Samuli – Puttonen, Vesa*: Moderni rahoitus. 7., uudistettu painos. Viro 2014.

*Kolehmainen, Antti*: Tutkimusongelma ja metodi lainopillisessa työssä. Teoksessa Miettinen, Tarmo (toim.): Oikeustieteellinen opinnäyte – artikkeleita oikeustieteellisten opinnäytteiden vaatimuksista, metodista ja arvostelusta, s. 106–131. Edilex 2016. Saatavilla osoitteesta <https://www.edilex.fi/kirjat/16170.pdf>. Haettu 2.7.2018.

*Koski, Pauli*: Konserni. Vammala 1977.

*Kyläkallio, Juhani*: Suunnatusta annista osakeyhtiössä, jossa on erilajisia osakkeita. Teoksessa Andersson, Edward – Hidén, Mikael – Riska, Olof – Portin, Göran – Salervo, Paavo – Wiklund, Mats (toim.): Juhlajulkaisu Curt Olsson, s. 188–195. Helsinki 1989.

*Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö I. Keuruu 2017 (Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017a).

*Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö II. Keuruu 2017 (Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017b).

*Kärkkäinen, Pekka – Vahtera, Veikko*: Suunnatut osakeannit osakelajeja yhdistettäessä. Edilex 2009. Saatavilla osoitteesta <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5955.pdf>. Haettu 2.7.2018.



- Laine, Juhani*: Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta. *Lakimies* 1/2012, s. 79–101.
- Laine, Juhani*: Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. Liettua 2016.
- Laine, Juhani*: Maksuttoman osakeannin suuntaaminen – ratkaistavissa oleva haaste yhdenvertaisuudelle osakeyhtiössä. *Lakimies* 1/2017, s. 76–83.
- Lautjärvi, Kari*: Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa. Helsinki 2017.
- Lindholm, Tomas –Storå, Jakob*: Begreppet corporate benefit i finsk aktiebolags- och insolvensrätt. *JFT* 4/2010, s. 405–421.
- Mähönen, Jukka*: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Helsinki 2001.
- Mähönen, Jukka*: Osakkeenomistaja-aktivismi – siunaus vai kirous? Teoksessa Mylly, Ulla-Maija – Nyström, Patrik – Viinikka, Tuija (toim.): Oikeuden ja talouden rajapinnassa, juhlaKirja Matti J. Siljanpää 60 vuotta, s. 147–158. Helsinki 2016.
- Mähönen, Jukka - Villa, Seppo*: Osakeyhtiö III. Corporate Governance. 2., uudistettu painos. Juva 2010.
- Mähönen, Jukka - Villa, Seppo*: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. 3. painos. Helsinki 2012.
- Mähönen, Jukka - Villa, Seppo*: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Helsinki 2015.
- Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. Porvoo 2002.
- Mäntysaari, Petri*: The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law. Volume III: Funding, Exit, Takeovers. Berlin Heidelberg 2010.
- Nenova, Tatiana*: The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics* Vol. 68 No. 3 2003, s. 325–351.
- Nerep, Erik*: Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av nyckelfrågor. Stockholm 2003.
- Nyström, Patrik - Rajavuori, Mikko*: Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping -tapauksen valossa. *Lakimies* 5/2014, s. 695–718.

*Nyström, Patrik*: Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet. Osakeyhtiö- ja vahingonkorvausoikeudellinen tutkimus. Helsinki 2016.

*Nuolimaa, Risto O.*: Näkökohtia toissijaisesta merkintäetuoikeudesta. Teoksessa Eilavaara, Pertti – Leikas, Eerik (toim.): Artikla ry:n 10-vuotisjuhlajulkaisu, s. 185-198. Rovaniemi 1989.

*Porter, Michael E. - Kramer, Mark R*: Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism - and Unleash a Wave of Innovation and Growth. Harvard Business Review 2011, s. 62–77.

*Pönkä, Ville*: Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis 5/2008, s. 737–758.

*Pönkä, Ville*: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Helsinki 2012.

*Pönkä, Ville*: Yhtiön etu - osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies 1/2013, s. 21–34 (Pönkä 2013a).

*Pönkä, Ville*: Yhtiön etu - osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Lakimies 2/2013, s. 215–229 (Pönkä 2013b).

*Pönkä, Ville*: The Principle of Equality of Shares and Shareholders. Nordisk tidsskrift for selskabsret 2016:1, s. 38–49.

*Raitio, Jarkko*: Osakkeen suuntaaminen. Taloudelliset syyt perusteena poiketa omistusosuuden pysyvyydestä. Turku 2014.

*Rasinaho, Vesa*: Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä. Defensor Legis 4/2013, s. 550–565.

*Savela, Ari*: Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis 1/2010, s. 3–24.

*Savela, Ari*: Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. 3., uudistettu painos. Helsinki 2015.

*Savolainen, Hanna*: Noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittäminen osakeyhtiölain 18 luvun mukaisissa lunastuksissa. University of Eastern Finland. Jyväskylä 2018

*Schultén, Gerhard af*: Osakeyhtiölain kommentaari I. Luvut 1–8. Jyväskylä 2003.

*Schultén, Gerhard af*: Osakeyhtiölain kommentaari II. Luvut 9–17. Jyväskylä 2004.

*Schultén, Gerhard af:* Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? JFT 3/2006, s. 309–318

*Sillanpää, Matti J.:* Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Vammala 1994.

*Taxell, Lars Erik:* Aktiebolagsstyrelsens kompetens att rättshandla. En studie i Finlands gällande bolagsrätt. Turku 1946.

*Taxell, Lars Erik:* Aktieägarens rättsskydd. Turku 1961.

*Timonen, Pekka:* Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvalan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Jyväskylä 1997.

*Timonen, Pekka:* KKO 2018:19. Suunnatun osakeannin oikeuttamisperusteet. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): KKO:n ratkaisut kommentein I, s. 155–165. Helsinki 2018.

*Toiviainen, Heikki:* Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Jyväskylä 1992.

*Tolonen, Hannu:* Oikeuslähdeoppi. Helsinki 2003.

*Tuori, Kaarlo:* Kriittinen oikeuspositivismi. Helsinki 2000.

*Vahtera, Veikko:* Osake ja ääni -periaate ja siitä poikkeaminen julkisesti noteeratussa osakeyhtiössä. Teoksessa Kultalahti, Jukka – Nuolimaa, Risto (toim.): Oikeus, talous, hallinto: oikeustieteen päivät 30.-31.8.2007. s. 243–264. Vaajakoski 2007.

*Vahtera, Veikko:* Osakeomistuksen riski ja sääntely. Hämeenlinna 2011.

*Vahtera, Veikko:* Suunnatulle osakeannille oli yhtiön kannalta painava taloudellinen syy – anti ei ollut yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, vaikka anti oli osa kokonaisjärjestelyä vähemmistöosakkeenomistajien lunastamiseksi (KKO 2018:19 – ään. 3-2). Oikeustapauskommentti. Edilex 3.7.2018. Saatavilla osoitteesta <https://www.edilex.fi/artikkelit/18912>. Haettu 3.7.2018.

*Ventoruzzo, Marco:* Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis. Richmond Journal of Global Law and Business Vol. 12 No. 517 2013, s. 517–542.

*Villa, Seppo*: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? *Lakimies* 4/2008, s. 563–581.

*Villa, Seppo*: Suunnattu osakeanti ja painava taloudellinen syy: KKO:2018:19. *Defensor Legis* 4/2018, s. 722–728.

### **Virallislähteet**

COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies. SEC(2007) 1705 (SEC 2007).

HE 29/1935 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiöistä annetun lain muuttamisesta (HE 29/1935).

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 27/1977).

HE 11/1992 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta (HE 11/1992).

HE 89/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 89/1996).

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

KM 1987:44. Arvopaperikaupakomitean I osamietintö. Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. (KM 1987:44).

KM 1990:44. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n osamietintö. Suunnattu osakeanti (KM 1990:44).

KM 1992:32. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö (KM 1992:32).

Oikeusministeriö. EU:n 2. yhtiöoikeudellisen direktiivin (pääomadirektiivin) muutoksen täytäntöönpano Suomessa. Arviomuistio. 30.1.2008 (OM 2008).

Oikeusministeriö. Osakeyhtiölain muutostarve. Arviomuistio. Oikeusministeriön julkaisu. Mietintöjä ja lausuntoja 20/2016 (OM 2016).

Prop. 1973:93. Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. (Prop. 1973:93).

TaVM 7/2006 vp – HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (TaVM 7/2006).

## **Muut lähteet**

Shearman & Sterling LLP – Institutional Shareholder Services – European Corporate Governance Institute: Report on the Proportionality Principle in the European Union. Saatavilla osoitteesta <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/14881/attachments/2/translations/en/renditions/pdf>.

Haettu 3.7.2018 (Report on the Proportionality Principle in the European Union 2007).

Arvopaperimarkkinayhdistys ry: Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. Saatavilla osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>. Haettu 3.7.2018 (Hallinnointikoodi 2015).

Talvivaara Oyj:n tiedote. Talvivaara vastaa esitettyyn kritiikkiin. 2.3.2012. Saatavilla osoitteesta <https://www.osakeliitto.fi/osakesaastajat/edunvalvontatapaukset/talvivaaran-osakeanti-2012/talvivaara-vastaa-esitettyyn-kritiikkiin/>. Haettu 3.7.2018 (Talvivaara 2012).

Professori Seppo Villan asiantuntijalausunto asiassa KKO 2018:19, annettu 8.10.2012 (Professori Seppo Villan asiantuntijalausunto 2012).

## **Oikeustapaukset**

### **Suomi**

KKO 1986 II 25

KKO 1989:36

KKO 1991:46

KKO 1991:122

KKO 1991:123

KKO 2015:105

KKO 2016:43

KKO 2018:19

Länsi-Uudenmaan käräjäoikeuden ratkaisu 11.9.2013 L 13/4894

## **Ruotsi**

NJA 2013 s. 1250

## **Lyhenteet**

EOYL	Osakeyhtiölaki 29.9.1978/734
EU	Euroopan unioni
EUVL	Euroopan unionin virallinen lehti
EYVL	Euroopan yhteisöjen virallinen lehti
HE	Hallituksen esitys
KKO	Korkein oikeus
KM	Komiteanmietintö
NJA	Nytt juridiskt arkiv
OM	Oikeusministeriö
OYL	Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
SABL	Aktiebolagslag 16.6.2005/551 (Ruotsi)
TaVM	Talousvaliokunnan mietintö
VOYL	Laki osakeyhtiöstä 2.5.1895/22
vp	Valtiopäivät

# 1. JOHDANTO

## 1.1. Tutkielman tausta

Osakeyhtiölain (624/2006, OYL) lähtökohtana on, että osakeannissa osakkeenomistajilla on etuoikeus annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita (OYL 9:3.1). Tämä kaikille osakkeenomistajille lähtökohtaisesti kuuluva etuoikeus tarjoaa yksittäiselle osakkeenomistajalle mahdollisuuden säilyttää suhteellinen asemansa yhtiössä muuttumattomana siitä huolimatta, että osakeannin myötä yhtiön ulkona eli liikkeessä olevien osakkeiden määrä muuttuu.<sup>1</sup> Kun osakeanti toteutetaan osakkeenomistajan etuoikeutta noudattaen, kyseessä on niin sanottu merkintäetuoikeusanti, joka tunnetaan myös kuponkiantina.<sup>2</sup> Osakkeenomistajan etuoikeus ei kuitenkaan ole ehdoton ja siitä voidaan tiettyjen edellytysten täytyessä poiketa. Tällöin kyseessä on suunnattu osakeanti. Suunnatulla osakeannilla tarkoitetaan kaikkia niitä osakeanteja, joissa poiketaan osakkeenomistajien etuoikeudesta riippumatta siitä, kenen hyväksi etuoikeudesta ollaan poikettu. Osakeanti voidaan suunnata esimerkiksi tietyille osakkeenomistajille, kaikille osakkeenomistajille keskenään erilaisin etuoikeuksin tai täysin yhtiön ulkopuolisille tahoille, jotka eivät ole aikaisemmin omistaneet yhtiön osakkeita.<sup>3</sup>

Koska suunnatulla osakeannilla voi olla monellakin tapaa huomattava vaikutus annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien asemaan, on osakeyhtiölaissa säädetty erityisistä muodollisista ja aineellisista edellytyksistä suunnatun osakeannin toteuttamiselle. Muodollisena edellytyksenä suunnatun osakeannin toteuttamiselle on se, että yhtiökokouksen suunnattuja osakeanteja koskeva päätös on tehtävä OYL 5:27:n mukaisena määräänemmistöpäätöksenä. Suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä on säädetty OYL 9:4:n ensimmäisessä momentissa alla olevalla tavalla:

Osakeannissa voidaan poiketa OYL 9:3:ssa säädetystä etuoikeudesta (*suunnattu osakeanti*), jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Suunnattu osakeanti voi olla maksuton vain, jos siihen on yhtiön kannalta ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy.

---

<sup>1</sup> HE 109/2005 s. 101, Villa 2018 s. 723.

<sup>2</sup> Talvivaara 2012.

<sup>3</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 292.

OYL 9:4:n sanamuodon perusteella suunnatun maksullisen osakeannin aineellisena edellytyksenä on siis yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Tämän painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tarkkaa sisältöä voidaan pitää epäselvänä ja kirjallisuudessa sitä onkin ajoittain kuvattu ”kryptiseksi” käsitteeksi.<sup>4</sup> Esitöiden perusteella painava taloudellinen syy kytkeytyy kuitenkin vahvasti toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteeseen (OYL 1:7) ja toisaalta yhtiön etuun. Yhdenvertaisuusperiaate on yksi osakeyhtiölain keskeisistä periaatteista ja sen päällimmäisenä tarkoituksena on suojata vähemmistö-osakkeenomistajaa ja estää enemmistöosakkeenomistajien suosiminen vähemmistön kustannuksella.<sup>5</sup> Esitöiden mukaan painavan taloudellisen syyn vaatimus korostaa yhdenvertaisuusperiaatetta silloin, kun kysymys on osakkeenomistajan etuoikeudesta poikkeamisesta.<sup>6</sup> Suunnattu osakeanti koettelee yhdenvertaisuusperiaatetta, sillä suunnatun osakeannin seurauksena annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien suhteellinen omistus yhtiössä laimenee. Tämä puolestaan merkitsee tyyppillisesti kyseisten osakkeenomistajien määräysvalta-aseman heikkenemistä, mikä pitää sisällään sekä äänivallan heikkenemisen että mahdollisen vähemmistöoikeuksien menettämisen. Suhteellisen omistuksen laimenemisen lisäksi myös osakkeista tulevalta vastikkeella katsotaan olevan keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta. Jos osakkeita merkitään alle niiden käyvän hinnan, tuottaa tällainen alihintainen anti yleensä osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan.<sup>7</sup> Suunnattujen osakeantien hyväksyttävyyden riippuu kuitenkin esitöiden perusteella lopulta oleellisesti siitä, onko suunnattu osakeanti ”kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.”<sup>8</sup> Tämän osakkeenomistajien yhteisen edun on tyyppillisesti ymmärretty tarkoittavan samaa asiaa kuin yhtiön etu.<sup>9</sup> Myös lain sanamuoto (”yhtiön kannalta”) kytkee painavan taloudellisen syyn osaltaan yhtiön etuun. Esitöiden perusteella painavaa taloudellista syytä on siis arvioitava suhteessa toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteeseen ja toisaalta yhtiön etuun.

Korkein oikeus on hiljattain – ja ensimmäistä kertaa ainakin nykyisen osakeyhtiölain aikana – ottanut kantaa suunnattujen osakeantien aineellisten edellytysten arviointiin ratkaisussaan KKO 2018:19. Ratkaisussaan korkein oikeus tarkasteli osakeannin merkitystä sekä yhtiön edun että yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, päätyen pitkälti korostamaan yhtiön edun ensisijaisuutta suhteessa yhden-

---

<sup>4</sup> Vahtera 2011 s. 246.

<sup>5</sup> HE 109/2005 s. 39.

<sup>6</sup> HE 109/2005 s. 102.

<sup>7</sup> HE 109/2005 s. 103.

<sup>8</sup> HE 109/2005 s. 102–103.

<sup>9</sup> Ks. esim. HE 109/2005 s. 41: ”toimiminen yhtiön edun mukaisesti merkitsee yhtiön johdolle asetettua lojaaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.”



vertaisuusperiaatteeseen. Korkeimman oikeuden mukaan yhdenvertaisuusperiaate ei ole ehdoton periaate, joka aina olisi yhtiön ja kaikkien osakkaiden yhteistä etua painavampi eikä yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ole se, että yksittäinen osakkeenomistaja voisi pelkästään omassa yhtiön ulkopuolisessa intressissään estää yhtiön kokonaisedun kannalta perustellun toimenpiteen tekemisen. Korkein oikeus totesi, että jos suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, lähtökohtana voidaan yleensä pitää, että anti ei loukkaa myöskään yhdenvertaisuusperiaatetta. Samalla korkein oikeus tosin korosti myös tapauskohtaisen arvioinnin merkitystä. Korkeimman oikeuden mukaan kysymystä siitä, onko suunnattu osakeanti loukannut osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, on tulkinnanvaraisissa tilanteissa arvioitava viime kädessä eri suuntiin osoittavia seikkoja kokonaisuutena punnitsemalla.<sup>10</sup>

## 1.2. Tutkimustehtävä ja tutkielman rakenne

Tämän tutkielman tarkoituksena on arvioida maksullisen suunnatun osakeannin aineellisena edellytyksenä olevan yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn tulkintaa. Koska painavan taloudellisen syyn vaatimuksessa on katsottava olevan kyse yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen yhteensovittamisesta, on tutkielmassa samalla kyse yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun tulkinnasta. Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun käsitteiden avaaminen onkin välttämätöntä painavan taloudellisen syyn ymmärtämiseksi. Täten tutkielman aluksi on syytä tarkastella, millainen periaate yhdenvertaisuusperiaate on ja toisaalta mitä yhtiöoikeudellisella käsitteellä yhtiön etu varsinaisesta tarkoitetaan. Nämä muodostavat tutkielman ensimmäisen ja toisen tutkimuskysymyksen.

Tutkielman keskeisenä tutkimuskysymyksenä on, milloin suunnatulle osakeannille voidaan katsoa olevan painava taloudellinen syy, ottaen huomioon yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate. Tämä muodostaa järjestyksessä kolmannen tutkimuskysymyksen, johon pyritään vastaamaan tarkastelemalla suunnattuja osakeanteja koskevia esitöitä sekä kirjallisuudessa esitettyjä käsityksiä. Neljäntenä ja viimeisenä tutkimuskysymyksenä tutkielmassa arvioidaan, vastaako korkeimman oikeuden suunnattuja osakeanteja koskeva tuore ratkaisu KKO 2018:19 aikaisempaa käsitystä suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä.

Edellä esitettyihin tutkimuskysymyksiin on pyritty vastaamaan jakamalla tutkielma yleiseen ja erityiseen osaan. Tutkielman yleisessä osassa tarkastellaan ensin yhdenvertaisuusperiaatetta ja sen tulkintaa (luku 2). Tämän jälkeen arvioidaan yhtiön etua ja sen määritelmää (luku 3). Tutkimukselle

---

<sup>10</sup> KKO 2018:19 kohdat 30–32.

keskeisten käsitteiden tarkastelun jälkeen siirrytään tutkielman erityiseen osaan, jossa yhtiön etua ja yhdenvertaisuusperiaatetta tarkastellaan osana painavan taloudellisen syyn vaatimusta. Tutkielman erityisen osan aluksi on käsitelty osakeanteja koskevan sääntelyn lähtökohtia, osakkeenomistajan etuoikeutta ja siitä poikkeamista, osakeanteja koskevaa päätöksentekoa sekä valintaa merkintäetuoi-keusannin ja suunnatun osakeannin välillä (luku 4). Tutkielman ytimen muodostavat kaksi viimeistä päälukua, joista ensimmäisessä arvioidaan kysymystä painavan taloudellisen syyn vaatimuksen täyt-tymisestä (luku 6) ja toisessa korkeimman oikeuden ratkaisua KKO 2018:19 (luku 7). Lopuksi esite-tään tutkielman keskeisimmät johtopäätökset (luku 8).

### 1.3. Tutkielman tarpeellisuus

Suunnattujen osakeantien aineellisia edellytyksiä on perinteisesti tarkasteltu osana erilaisia osakeyhtiölain yleisteoksia mutta aihetta syvällisemmin pohtivat tutkimukset ovat olleet harvinaisempia. Viime vuosina suunnattuja osakeanteja koskeva keskustelu on kuitenkin vilkastunut. Keskeisinä esi-merkkeinä voidaan mainita Raition suunnattuja maksullisia osakeanteja koskeva väitöskirja sekä Lai-neen suunnattuja maksuttomia osakeanteja koskeva väitöskirja.<sup>11</sup> Näissä väitöskirjoissa esitettyjä aja-tuksia hyödynnetään myös tässä tutkielmassa. Aihetta koskevalle lisätutkimuksellekin on kuitenkin tarvetta, sillä kirjallisuudessa ei ole vielä juurikaan käsitelty edellä viitattua korkeimman oikeuden ratkaisua KKO 2018:19.<sup>12</sup> Kyseinen ratkaisu on monellakin tapaa merkityksellinen, sillä kuten to-dettu kyseessä on ensimmäinen suunnattuja osakeanteja koskeva korkeimman oikeuden ratkaisu ai-nakin nykyisen osakeyhtiölain ajalta. KKO 2018:19 on myös yksi harvoista ratkaisuista, joissa kor-kein oikeus on ottanut kantaa yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumiseen osakeyhtiössä asunto-osake-yhtiön sijaan.<sup>13</sup> On siis syytä arvioida, missä määrin kyseinen ratkaisu vastaa aikaisempaa käsitystä suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä.

Tutkielman tarpeellisuutta voidaan puoltaa myös sillä, että tutkielman kautta on tarkoitus selventää käsitystä yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun välisestä suhteesta. Suomessa yhdenvertaisuus-periaatteen ja yhtiön edun välistä jännitettä lienee tutkinut eniten Pönkä, joka on muun muassa kir-joittanut yhdenvertaisuusperiaatetta käsittelevän monografian.<sup>14</sup> Lisäksi on syytä mainita myös Vah-teran osakeomistuksen riskejä koskeva väitöskirja, jossa aihe on niin ikään noussut esille.<sup>15</sup> Tässäkin suhteessa lisätutkimukselle vaikuttaisi kuitenkin olevan tarvetta. Kuten esimerkiksi Nyström on

---

<sup>11</sup> Raitio 2014, Laine 2016.

<sup>12</sup> Ks. kuitenkin Villa 2018, Vahtera 2018.

<sup>13</sup> Timonen 2018 s. 158. Aikaisempina esimerkkinä ks. KKO 1991:46.

<sup>14</sup> Pönkä 2012. Ks. myös Pönkä 2013a, Pönkä 2013b, Pönkä 2016.

<sup>15</sup> Ks. Vahtera 2011 s. 166–169.

melko tuoreessa väitöskirjassaan todennut, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen yhteensovittaminen on osoittautunut lainopillisesti ”poikkeuksellisen vaikeaksi kysymykseksi.”<sup>16</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun välisen suhteen läheisempi tarkastelu on tärkeää siitäkkin näkökulmasta, että nykyisessä osakeyhtiölaissa on siirrytty yhä vahvemmin korostamaan yhtiöoikeuden yleisten periaatteiden merkitystä.<sup>17</sup> Tätä periaatekeskeisyyttä on itse asiassa pidetty lain olennaisimpana erona vuoden 1978 osakeyhtiölakiin (osakeyhtiölaki 734/1978, EOYL) verrattuna.<sup>18</sup> Samalla on kuitenkin tuotu esille, ettei nykyisen osakeyhtiölain valmistelun yhteydessä välttämättä riittävän hyvin jäsennetty eri periaatteiden vuorovaikutusta ja rooleja.<sup>19</sup>

#### **1.4. Tutkielman aiheen rajausta ja terminologia**

Tutkielman toteuttaminen edellyttää sen aiheen rajaamista. Tästä syystä tutkielma rajataan ensinnäkin koskemaan ensisijaisesti suunnattuja maksullisia osakeanteja. Suunnattuja maksuttomia osakeanteja käsitellään sen sijaan vain lyhyesti. Kun tutkielmassa puhutaan suunnatuista osakeanteista, tällä viitataan nimenomaan maksullisiin suunnattuihin osakeanteihin, ellei asiayhteydestä toisin ilmene.

Toisen keskeisen rajauksen muodostaa se, että tutkielmassa keskitytään ennen kaikkea suunnatun osakeannin aineellisiin edellytyksiin. Tässä tutkielmassa suunnatun osakeannin aineellisilla edellytyksillä viitataan painavan taloudellisen syyn vaatimukseen, jonka tulkinnassa on otettava huomioon yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate. Kirjallisuudessa ei ole saavutettu täyttä yksimielisyyttä siitä, tulisiko painavan taloudellisen syyn vaatimuksen katsoa pitävän sisällään yhdenvertaisuusperiaatteen vai onko yhdenvertaisuusperiaate painavan taloudellisen syyn vaatimuksesta erillinen edellytys suunnatulle osakeannille.<sup>20</sup> Korkein oikeus vaikuttaa ratkaisussaan KKO 2018:19 pitäneen painavaa taloudellista etua ja yhdenvertaisuusperiaatetta kahtena erillisenä edellytyksenä suunnatun osakeannin toteuttamiselle, joskin samalla korkein oikeus myös korosti painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen keskinäistä yhteyttä. Tässä tutkielmassa on omaksuttu OYL 9:4:n sanamuodon mukainen tulkinta, jonka mukaisesti suunnatun osakeannin aineellisena edellytyksenä on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, jonka tulkintaa ohjaavat esitöidenkin perusteella eittämättä yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate.

---

<sup>16</sup> Nyström 2016 s. 84 alaviite 283.

<sup>17</sup> Ks. HE 109/2005 s. 17–18.

<sup>18</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 3.

<sup>19</sup> Airaksinen 2013 s. 452.

<sup>20</sup> Ks. luku 5.4.1.

Koska tutkielman kohteena ovat suunnatun osakeannin aineelliset edellytykset, käsitellään suunnatun osakeannin muodollisia edellytyksiä vain tiivistetysti. Tutkielmassa ei siten käsitellä esimerkiksi sellaisia yhtiökokousmenettelyyn liittyviä kysymyksiä kuten missä laajuudessa suunnatuista osakeanteista on mainittava yhtiökokouskutsussa tai mitä tietoja suunnatuista osakeanteista on annettava ennen yhtiökokousta. Myös pörssiyhtiöiden arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) mukaiset tiedonantovelvoitteet suunnattuihin osakeanteihin liittyen jäävät maininnan varaan.

Suunnattujen osakeantien aineellisia edellytyksiä arvioidaan niin yksityisten osakeyhtiöiden näkökulmasta kuin myös sellaisten julkisten osakeyhtiöiden näkökulmasta, jotka ovat kaupankäynnin kohteena kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa (1070/2017) tarkoitetulla säännellyllä markkinalla. Jälkimmäisistä yhtiöistä käytetään tässä tutkielmassa osakeyhtiölain terminologiaa mukaillen nimitystä pörssiyhtiö (OYL 5:1a). Tutkielmassa pörssiyhtiöllä tarkoitetaan kuitenkin vain sellaisia yhtiöitä, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla Suomessa. Sikäli kun tutkielmassa puhutaan yhtiöistä, tällä viitataan lähtökohtaisesti sekä yksityisiin osakeyhtiöihin että pörssiyhtiöihin. Yksityisten yhtiöiden ja pörssiyhtiöiden välisiä eroja on pyritty korostamaan tarpeen mukaan.

Vaikka suunnatun osakeannin hyväksyttävyyys lähtökohtaisesti edellyttää, että osakkeen merkintähinta on mahdollisimman lähellä osakkeen käypää hintaa, ei tämän tutkielman puitteissa ole mahdollista käsitellä tarkemmin käyvän hinnan määrittämiseen liittyviä kysymyksiä. Todettakoon tässä yhteydessä, että pörssiyhtiöissä käypänä hintana pidetään tyypillisesti julkisen kaupankäynnin perusteella muodostuvaa osakkeen markkinahintaa. Myös yksityisissä osakeyhtiöissä osakkeilla tehdyt osakekaupat ja niiden ilmaisema markkinahinta muodostavat yleensä lähtökohdan käyvän arvon määrittämiselle. Jos osakekauppojen osoittamaa markkina-arvoa ei pidetä luotettavana osoituksena osakkeen käyvästä hinnasta, sen sijaan tai ohella käyvän arvon määrittämisessä voidaan sekä pörssiyhtiöissä että yksityisissä osakeyhtiöissä tukeutua myös osakkeen tuotto- tai substanssiarvoon.<sup>21</sup>

## **1.5. Tutkielman metodologia**

### *1.5.1. Lainoppi*

Tutkielmassa hyödynnetään lainopin metodologiaa. Tarkoituksena on lainopin perinteisten tehtävien mukaisesti tulkita ja systematisoida voimassaolevan oikeuden sisältöä eli tässä tapauksessa suunnatun

---

<sup>21</sup> Ks. aiheesta esim. Mähönen – Villa 2012 s. 294–295 ja 723–733. Käyvän arvon määrittämisestä yksityisissä osakeyhtiöissä ks. Savolainen 2018 s. 58–63.

osakeannin aineellisia edellytyksiä. Samalla tutkielmassa on myös kyse yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun keskinäisestä punninnasta.<sup>22</sup> Kuten lainopillinen tutkimus yleensä, tämäkin tutkielma voidaan nähdä yhdistelmä niin sanottua teoreettista ja käytännöllistä lainoppia. Teoreettinen lainoppi keskittyy oikeusjärjestyksen systematisointiin eli esimerkiksi yleisten oppien ja periaatteiden muotoilemiseen kun taas käytännöllinen lainoppi keskittyy puolestaan oikeusnormien tulkittamiseen sekä oikeusseurausten esittämiseen.<sup>23</sup> Tässä tutkielmassa on pyritty jäsentämään yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun välistä suhdetta, mitä voidaan pitää teoreettisen lainopin piiriin kuuluvana, normien välisten suhteiden selvittämistyöhön pohjautuvana systematisointityönä.<sup>24</sup> Toisaalta tutkielmassa on kyse pitkälti yksittäisen säännöksen eli OYL 9:4:n ilmaisemien suunnatun osakeannin aineellisten edellytysten täyttymisen arvioinnista. Tältä osin tutkielma on lähellä käytännöllistä lainoppia.

Tutkielmassa seurataan lainopin vakiintuneita metodologisia reunaehtoja eli yleisesti hyväksytyjä oikeuslähde- ja tulkintaoppeja. Oikeuslähdeoppi määrittää millaista oikeudellista materiaalia lainopillisessa tulkinnassa ja systematisoinnissa voidaan käyttää.<sup>25</sup> Suomalaisen oikeuslähdeopin lähtökohtana on tyypillisesti *Aarnion* esittämä jaottelu vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin.<sup>26</sup> Vahvasti velvoittavan oikeuslähteen sivuuttaminen merkitsee tuomarilta osalta virkavirhettä kun taas heikosti velvoittavien oikeuslähteiden perustelematon sivuuttaminen saattaa johtaa ratkaisun muuttumiseen ylemmissä oikeusasteissa. Sallittuihin oikeuslähteisiin vetoaminen puolestaan vahvistaa ratkaisun perusteluja. Vahvasti velvoittavia oikeuslähteitä ovat laki ja maantapa, heikosti velvoittavia esityöt sekä tuomioistuinratkaisut ja sallittuja oikeustiede sekä esimerkiksi reaaliset argumentit.<sup>27</sup> Tämän tutkielman kannalta keskeisiksi oikeuslähteiksi nousevat suunnattuja osakeanteja koskevat esityöt sekä lähinnä suomalainen oikeuskirjallisuus.

Oikeuslähteiden tulkintaa lainopillisissa tutkimuksissa ohjaa tulkintaoppi eli erilaisten tulkintanormien muodostama kokonaisuus. Tyypillisesti tulkinnan keskeisen lähtökohdan muodostaa sanamuodon mukainen tulkinta, jossa tulkittavalle ilmaisulle annetaan pääsääntöisesti arkikielen mukai-

---

<sup>22</sup> Tulkinta ja systematisointi ovat olleet lainopin perinteisiä tehtäviä, joiden rinnalle on sittemmin nostettu myös oikeusperiaatteiden keskinäinen punninta. Ks. Aarnio 1978 s. 52, Tuori 2000 s. 303, Hirvonen 2011 s. 24–25.

<sup>23</sup> Aarnio 1989 s. 304.

<sup>24</sup> Ks. tällaisesta systematisoinnista esim. Kolehmainen 2015 s. 129.

<sup>25</sup> Hirvonen 2011 s. 41.

<sup>26</sup> Ks. Aarnio 1989 s. 220–221.

<sup>27</sup> Ks. kootusti oikeuslähteiden velvoittavuudesta esim. Hirvonen 2011 s. 42–44.

nen normaalimerkitys. Muita tulkintanormeja ovat esimerkiksi systemaattinen, historiallinen, analoginen ja teleologinen tulkinta.<sup>28</sup> Yleistä sääntöä näiden tulkintanormien etusijajärjestykselle ei kuitenkaan ole ja eri oikeudenalat painottavatkin eri tulkintanormeja.<sup>29</sup> Modernia suomalaista oikeustieteellistä tutkimusta on yleisesti ottaen kuvattu pragmaattiseksi, ennakkopäätöksiä ja reaalisia perusteita korostavaksi.<sup>30</sup> Viime vuosikymmeneninä osakeyhtiöoikeudellisessa tutkielmassa on usein hyödynnetty ainakin osin oikeustaloustieteellistä tutkimusotetta.<sup>31</sup> Suomalaista oikeustaloustiedettä on kuitenkin kuvattu yhdysvaltalaisista esikuvaansa ”käytännöllisemmäksi”.<sup>32</sup> Myös tässä tutkielmassa omaksuttuna lähtökohtana on, että yhtiöoikeudellisten säännösten tulkinnassa on syytä painottaa taloudellisten perusteiden merkitystä. Tätä voidaan perustella sillä, että yhtiöoikeudellisen sääntelyn taustalla voidaan nähdä pitkälti yhteiskunnan kokonaisetujen kannalta hyödyllisen taloudellisen toiminnan edistäminen.<sup>33</sup>

### 1.5.2. Päämies-agenttiteoria

Tutkielmassa ei ole omaksuttu mitään kaiken kattavaa taustateoriaa. Yhtiöoikeudellisia suhteita tarkastellaan tutkielmassa kuitenkin niin sanotun päämies-agenttiteorian lähtökohdista. Päämies-agenttiteoria on keskeinen osa globaalisti hallitsevaa valtavirtayhtiöoikeustiedettä.<sup>34</sup> Sen taustalla on pitkälti yhdysvaltalaisien taloustieteilijöiden Jesenin ja Mecklingin vuonna 1976 julkaistu artikkeli *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.<sup>35</sup> Artikkelissaan kirjoittajat määrittelivät päämies-agenttisuhteen sopimussuhteeksi, jossa toinen osapuoli eli päämies solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta toisen osapuolen eli agentin kanssa. Suhteen kannalta oleellista on, että osapuolet sopivat sopimuksen mukaisesta tavoitteesta mutta myös siitä, että tehtävän toteuttamiseksi tarvittavat päätökset jäävät agentin tehtäväksi.<sup>36</sup>

Yhtiöoikeudellisessa keskustelussa on tunnistettu kolme keskeistä päämies-agenttisuhteita. Päämies-agenttisuhte on ensinnäkin yhtiön johdon eli ennen kaikkea hallituksen (agentti) ja osakkeenomistajien (päämies) välillä, toiseksi enemmistöosakkeenomistajien (agentti) ja vähemmistöosakkeenomistajien (päämies) välillä sekä kolmanneksi johdon (agentti) ja muiden sidosryhmien (päämies) kuten

---

<sup>28</sup> Erilaisista tulkintanormeista ks. Tolonen 2003 s. 109–111

<sup>29</sup> Hirvonen 2011 s. 40.

<sup>30</sup> Mähönen 2001 s. 32.

<sup>31</sup> Ks. esim. Timonen 1997, Vahtera 2011, Pönkä 2012.

<sup>32</sup> Pönkä 2012 s. 71.

<sup>33</sup> Ks. esim. Armour ym. 2017a s. 22–24.

<sup>34</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 341.

<sup>35</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 341.

<sup>36</sup> Jensen – Meckling, 1976 s. 308.

velkojen, työntekijöiden ja asiakkaiden välillä.<sup>37</sup> Myös osakeyhtiölain esitöissä on johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen osalta katsottu, että kyseinen suhde ”voidaan rinnastaa paljolti päämiehen ja asiamiehen suhteeseen”<sup>38</sup>, minkä voinee katsoa ilmentävän sitä, että lainvalmistelussakin yhtiöoikeudelliset sidosryhmäsuhteet on hahmotettu pitkälti päämies-agenttiteorian lähtökohdista.

Niin sanottu päämies-agenttiongelma perustuu siihen, että kun osapuolten oletetaan ensisijaisesti pyrkivän oman etunsa edistämiseen, syntyy todennäköisesti tilanteita, joissa agentin toiminnan tarkoituksena ei todellisuudessa olekaan päämiehen etujen edistäminen vaan agentin oman aseman parantaminen tai turvaaminen.<sup>39</sup> Päämies-agenttisuhteille on ominaista epäsymmetrinen informaatio, mikä tarkoittaa, ettei päämies voi välttämättä havaita käyttäväkö agentti asemaansa omien etujensa edistämiseen päämiehen etujen sijaan.<sup>40</sup> Tästä syystä päämies-agenttisuhteeseen liittyy lähtökohtaisesti aina myös kustannuksia, jotka koostuvat muun muassa agentin kannustimien asettamisesta, agentin toiminnan valvonnasta sekä agentin tekemien epätarkoituksenmukaisten päätösten tappioiden kattamisesta eli niin sanotuista residuaalikustannuksista. Yhdessä näitä kustannuksia nimitetään agenttikustannuksiksi.<sup>41</sup> Yhtiöoikeudellisen sääntelyn tehtävänä on katsottu olevan agenttikustannusten vähentäminen erilaisten sääntelystrategioiden kautta.<sup>42</sup>

Tutkielman kannalta keskeisin yhtiöoikeudellinen suhde on enemmistön ja vähemmistön välinen suhde. OYL 5:27:ssä tarkoitettulla määräenemmistöllä on nimittäin lopulta valta päättää siitä, toteuttaako yhtiö suunnatun osakeannin vai ei. Vaikka myös yhtiön hallitus voi olla OYL 9:2.2:ssa tarkoitettun osakeantivaltuutuksen nojalla oikeutettu päättämään suunnatusta osakeannista, on tällaisen valtuutuksenkin myöntäminen OYL 9:4.2:n mukaisesti ehdollinen sille, että valtuutukselle on ollut määräenemmistön hyväksyntä. Suunnattuihin osakeanteihin liittyvä määräenemmistövaatimus on poikkeus siitä enemmistöperiaatteen (OYL 1:6) ilmaisemasta pääsäännöstä, jonka mukaan yhtiökokouksen päätökset tehdään lähtökohtaisesti annettujen äänten enemmistöllä.

---

<sup>37</sup> Kraakman 2017a s. 29–30. Samoin Mähönen – Villa 2010 s. 86.

<sup>38</sup> HE 109/2005 s. 194.

<sup>39</sup> Jensen – Meckling, 1976 s. 308.

<sup>40</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 342.

<sup>41</sup> Jensen – Meckling, 1976 s. 308.

<sup>42</sup> Armour ym. 2017b s. 30–31.

Kun yhtiössä on yksittäinen osakkeenomistaja tai sellainen yksimielisesti toimivien osakkeenomistajien yhteenliittymä, joka hallitsee yli puolta osakkeiden tuottamista äänistä, voidaan tällaisten enemmistöosakkeenomistajien<sup>43</sup>, sekä vähemmistöosakkeenomistajien välillä hahmottaa olevan omanlaisensa päämies-agenttisuhte. Tällöin vähemmistöosakkeenomistajien voidaan katsoa toimivan enemmistöosakkeenomistajien päämiehinä, jotka vähemmistösijoituksena kautta antavat agenttinaan toimiville enemmistöosakkeenomistajille toimeksiannon huolehtia myös vähemmistön eduista.<sup>44</sup> Vähemmistöosakkeenomistajat luottavat siihen, että enemmistöosakkeenomistajat käyttävät enemmistövaltaansa maksimoidakseen yhtiön tuottaman voiton, joka jaetaan kaikkien osakkeenomistajien kesken. Enemmistöosakkeenomistajille kuuluvaan enemmistövaltaan liittyy kuitenkin aina myös väärinkäytösten riski, mikä tarkoittaa lähinnä sitä, että enemmistöosakkeenomistajat saattavat äänioikeutensa ja johdon kontrollioikeutensa kautta pyrkiä käyttämään hyväkseen vähemmistöosakkeenomistajien yhtiöön sijoittamaa varallisuutta.<sup>45</sup> Suunnattujen osakeantien osalta väärinkäytökset voivat ilmetä esimerkiksi niin, että suunnattuja osakeanteja käytetään puhtaasti enemmistön valta-aseman vahvistamiseen. Tällaisten väärinkäytöstilanteiden tunnistamisen on tutkimukselle keskeistä. Toisaalta tutkielman kannalta mielenkiintoinen kysymys on myös se, missä määrin enemmistö – tai enemmistön myöntämän valtuutuksen perusteella yhtiön hallitus – on velvollinen ottamaan huomioon vähemmistön intressit suunnatuista osakeanneista päätettäessä ja voiko vähemmistön intressien ohittaminen olla tulkittavissa enemmistövallan väärinkäytöksi.

## **2. YHDENVERTAISUUSPERIAATE YHTIÖN TOIMINTAA RAJAAVANA PERIAATTEENA**

---

<sup>43</sup> Lähtökohtaisesti jokainen osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa (OYL 3:3.1), jolloin enemmistöosakkeenomistajana voidaan siis pitää osakkeenomistajaa, joka omistaa yli puolet yhtiön osakkeista. On kuitenkin syytä huomioida, ettei tosiasiallisena enemmistövallan eli määräysvallan saavuttaminen useinkaan välttämättä edellytä näin suurta omistusta. Yhtiöjärjestyksessä on esimerkiksi voitu määrätä, että tietyt osakkeet tuottavat enemmän kuin yhden äänen, jolloin määräysvalta on mahdollista saavuttaa mahdollisesti huomattavan pienenkin omistuksen kautta. Lisäksi erityisesti suurten pörssiyhtiöiden osalta on tyypillistä, että yhtiökokouksissa on omistuksen hajaantuneisuudesta johtuen edustettuna usein jopa alle puolet kaikkien osakkeiden tuottamista äänistä. Tällöinkin määräysvalta on siis saavutettavissa suhteellisen pienellä omistuksella. Tosiasiallista määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmän tunnistaminen edellyttääkin aina tilannesidonnaista arviota. Ks. aiheesta tarkemmin esim. Pönkä 2008 s. 739 ss.

<sup>44</sup> Armour ym. 2017b s. 30, Laine 2012 s. 80.

<sup>45</sup> Mähönen – Villa 2010 s. 86. Kansainvälisessä kirjallisuudessa puhutaan usein määräävän osakkeenomistajan hankkimasta haitallisesta kontrollihyödyistä ("private benefits of control"). Ks. esim. SEC 2007 s. 4: "parties in control of a corporation are in a position to enjoy private benefits of control that do not accrue to non-controlling shareholders". Suomessa tällaisten haitallisten kontrollihyötyjen on arvioitu olevan alhaisia, eli toisin sanoen käytössä olevan vähemmistönsuojajärjestelmän voi katsoa suitsivan väärinkäytöksiä melko hyvin. Ks. Dyck – Zingales 2004 s. 550. Samansuuntaisesti Nenova 2003 s. 325.



Suunnattujen osakeantien aineelliset edellytykset palautuvat edellä todetulla tavalla pitkälti yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun väliseen keskinäiseen punnintaan. Siten tutkielmassa on syytä lähteä liikkeelle yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun tulkinnasta. Tässä luvussa on käsitelty ensin yhdenvertaisuusperiaatetta sen säännöshistorian, tarkoituksen ja soveltamisen näkökulmasta. Yhtiön etua on käsitelty erikseen seuraavassa luvussa.

## 2.1. Yleisesti yhdenvertaisuusperiaatteesta

Yhdenvertaisuusperiaate on ilmaistu osakeyhtiölain yhdenvertaisuutta koskevassa säännöksessä OYL 1:7, jonka voidaan havaita koostuvan kahdesta erillisestä säännöksestä. OYL 1:7:n 1. virkkeen eli osakkeiden yhtäläisyyttä koskevan olettamassäänöksen mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. OYL 1:7:n 2. virkkeen eli niin sanotun yleislausekkeen 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. Yhdessä nämä kaksi säännöstä muodostavat yhdenvertaisuusperiaatteen kaksi eri puolta.<sup>46</sup>

Kuten edellä on jo käynyt ilmi, yhdenvertaisuusperiaate on keskeinen osa osakeyhtiölain vähemmistönsuojajärjestelmää.<sup>47</sup> Yhdenvertaisuusperiaate suojaa vähemmistöä enemmistövallan väärinkäytöksiltä ja se voidaan myös nähdä enemmistöperiaatteen (OYL 1:6) vastinparina.<sup>48</sup> Vaikka yhtiökokouksen päätökset tehdäänkin lähtökohtaisesti äänten enemmistöllä, yhtiökokous ei kuitenkaan saa tehdä päätöstä, joka on yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen (OYL 5:13). Myös muiden yhtiöoikeudellisten elinten eli hallituksen, mahdollisen toimitusjohtajan ja mahdollisen hallintoneuvoston, on kaikessa päätöksenteossaan noudatettava yhdenvertaisuusperiaatetta. Tiivistäen yhdenvertaisuusperiaatteesta seuraa, ettei osakkeita voida kohdella eri tavoin, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin ja ettei yhtiön johto tai enemmistö voi käyttää sille kuuluvaa valtaa epäoikeutettujen etujen hankkimiseen.

---

<sup>46</sup> Ks. yhdenvertaisuusperiaatteen eri puolien erottelusta esim. Pönkä 2012 s. 231–240.

<sup>47</sup> Ks. HE 109/2005 s. 37, 39.

<sup>48</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 36. Poikkeuksellisesti yhdenvertaisuusperiaate saattaa suojata myös enemmistöä vähemmistövallan väärinkäytöltä. Ks. Pönkä 2012 s. 253–256.

Yhdenvertaisuusperiaate ei ole ehdoton periaate ja kuten OYL 5:29.3:sta käy ilmi, yhtiökokous voi tehdä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen päätöksen, mikäli päätökselle saadaan sen osakkeenomistajan suostumus, jonka kustannuksella epäoikeutettua etua annetaan.<sup>49</sup> Kuitenkin jos tällaista suostumusta ei ole saatu, yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen yhtiökokouksen päätös on osakeyhtiölain vastainen ja siten pätemätön. OYL 21:1:n mukaisesti osakkeenomistajalla on oikeus moittia tällaista päätöstä yhtiötä vastaan ajettavalla kanteella pätemättömyyden voimaansaattamiseksi.<sup>50</sup> Pätemättömyys kuitenkin korjautuu, mikäli päätöstä koskevaa moitekannetta ei nosteta kolmen kuukauden kuluessa päätöksen tekemisestä (OYL 21:1.2). Jos päätös on OYL 21:2:n 3 kohdassa tarkoitettulla tavalla selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, se on suoraan lain nojalla mitätön.<sup>51</sup> Lähtökohtaisesti osakkeenomistajan moiteoikeus koskee vain yhtiökokouksen päätöksiä mutta OYL 21:3:n nojalla osakkeenomistaja voi kuitenkin moittia myös sellaisia hallituksen päätöksiä, jotka pohjautuvat yhtiökokouksen antamaan valtuutukseen ja joita rasittaa OYL 21:2.1:n 2–4 kohdassa tarkoitettu ai-neellinen mitättömyysperuste, kuten selvä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuus.<sup>52</sup> Käytännössä säännös mahdollistaa esimerkiksi selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen, osakeantivaltuutuksen perusteella tehdyn hallituksen päätöksen moittimisen.<sup>53</sup>

Moittimisen ohella yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus voi johtaa myös osakeyhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun syntymiseen. Mikäli yhdenvertaisuusperiaatteen loukkauksesta aiheutuu vahinkoa osakkeenomistajalle, kyseinen osakkeenomistaja voi olla oikeutettu vaatimaan vahingonkorvausta yhdenvertaisuusperiaatetta loukanneelta johtohenkilöltä (OYL 22:1) tai yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaukseen myötävaikuttaneelta osakkeenomistajalta (OYL 22:2).<sup>54</sup> Räikeimmissä

---

<sup>49</sup> Osakkeenomistajien mahdollisuuksia poiketa yhdenvertaisuusperiaatteesta kuvastaa myös varojenjako koskeva säännös OYL 13:6, jonka perusteella yksimieliset osakkeenomistajat voivat päättää jakaa varoja muutenkin kuin OYL 13:1.1:ssä tarkoitettulla tavalla eli muutenkin kuin omistusosuuksien suhteessa. Yksimieliset osakkeenomistajat voivat siis yhdenvertaisuusperiaatteen estämättä päättää esimerkiksi suunnatun osingon maksamisesta yksittäiselle osakkeenomistajalle, vaikka tällainen menettely lähtökohtaisesti loukkaakin yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhdenvertaisuusperiaatteen joustavuutta kuvastaa myös se, että esimerkiksi suunnatut osakeannit yhtiön tietyille osakkeenomistajille voivat olla yhdenvertaisuusperiaatteen estämättä sallittuja, mikäli niille on OYL 9:4:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy.

<sup>50</sup> Ks. moittimisesta HE 109/2005 s. 191.

<sup>51</sup> Selvällä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuudella ei esitöiden mukaan viitata saadun hyödyn tai aiheutetun vahingon määrään vaan siihen, että oikeudenloukkaus olisi tullut havaita päätöstä tehtäessä. Osakkeenomistaja ei välttämättä voi OYL 21:2:n tarkoittamien mitättömien päätöstenkään osalta jäädä täysin passiiviseksi, sillä myös päätöksen mitättömyys saattaa korjautua, jos henkilö, jolla on oikeus siihen vedota, ei reagoi kohtuullisen ajan kuluessa. Esitöiden mukaan kohtuullinen aika ei välttämättä ole kovin pitkä, joskin samalla on huomioitava muun muassa päätöksen lainvastaisuuden vakavuus. Ks. HE 109/2005 s. 192.

<sup>52</sup> Ks. hallituksen päätösten moittimisesta esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 742.

<sup>53</sup> Kyseinen tilanne oli käsillä suunnattua osakeantia koskevassa korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 2018:19.

<sup>54</sup> Ks. johtohenkilön ja osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuudesta yleisesti esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 754–770.

väärinkäytöstopauksissa yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus voi johtaa siihen, että vaikutusvaltaansa väärinkäyttäneet osakkeenomistaja tai osakkeenomistajat veloitetaan lunastamaan loukatun osakkeenomistajan osakkeet (OYL 23:1). Mikäli lunastusvelvollisuuden käyttäminen ei tule kysymykseen, osakkeenomistaja on oikeus ajaa kannetta osakeyhtiön asettamiseksi selvitystilaan yhtiön purkamista varten (OYL 23:2).

## 2.2. Yhdenvertaisuusperiaatteen taustasta

Yhdenvertaisuusperiaatteen säännöshistoria ulottuu aina vuoden 1895 osakeyhtiölakiin asti (laki osakeyhtiöistä 22/1895, VOYL). Jo silloisessa kirjallisuudessa katsottiin, että lain säännökset ilmensivät niin sanottua yhtäläisyysperiaatetta<sup>55</sup>, josta on sittemmin käytetty nimitystä yhdenvertaisuusperiaate. Vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä esitetyn määritelmän mukaan yhdenvertaisuusperiaate edellytti, että kaikkia osakkeenomistajia on kohdeltava samalla tavoin, jollei toisin ole erityisesti säädetty tai yhtiöjärjestyksessä määrätty.<sup>56</sup> Yhdenvertaisuusperiaatetta on pidetty ilman lain nimenomaista säännöstäkin voimassa olevana yleisenä yhtiöoikeudellinen periaatteena<sup>57</sup>, jonka olemassaolo tunnustettiin varhain myös oikeuskäytännössä.<sup>58</sup>

Yhdenvertaisuusperiaate on tyypillisesti yhdistetty vahvasti osakkeiden tuottamien oikeuksien yhtäläisyyteen ja esimerkiksi *Kosken* mukaan se kohdistuikin nimenomaan osakkeisiin, ei osakkeenomistajiin henkilöinä.<sup>59</sup> Myös myöhemmässä lainvalmistelussa yhdenvertaisuusperiaatteen on esitetty nykyisen OYL 1:7:n ensimmäisen virkkeen tapaan tarkoittavan sitä, että osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä.<sup>60</sup> Sen sijaan yleislauseketta on ainakin perinteisesti pidetty yhdenvertaisuusperiaatteesta erillisenä asiana. Kuten yleislausekkeen isänä tunnetun *Cederbergin* näkemyksistä käy ilmi, yleislausekkeen tarkoituksena oli täydentää yhtäläisyysperiaatetta ja sen vähemmistölle tarjoamaa suojaa.<sup>61</sup> *Cederbergin* mukaan taloudellisen kehitys oli nimittäin johtanut siihen, että silloisesta yhtäläisyysperiaatteesta oltiin tehty osakkeenomistajien

---

<sup>55</sup> Ks. *Cederberg* 1931 s. 223–224.

<sup>56</sup> HE 27/1977 s. 36. Vastaavasti *Cederberg* 1931 s. 222, 225.

<sup>57</sup> HE 27/1977 s. 67.

<sup>58</sup> Ks. varhaisesta oikeuskäytännöstä esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 111.

<sup>59</sup> *Koski* 1977 s. 248–249.

<sup>60</sup> HE 89/1996 s. 13.

<sup>61</sup> Ks. *Cederbergin* ajatuksista kootusti *Pönkä* 2012 s. 154–156.

enemmistön suostumuksella ajoittain laajakantoisiakin poikkeuksia.<sup>62</sup> Täten Cederberg katsoi vähemmistön suojaamisen edellyttävän, että lakiin otettaisiin myös enemmistövallan väärinkäytöksiä yleisellä tasolla ehkäisevä säännös.<sup>63</sup>

Alkuperäinen yleislauseke (VOYL 30.4) lisättiin osakeyhtiölakiin pitkälti Cederbergin myötävaikutuksesta vuoden 1935 säännösmuutoksen<sup>64</sup> yhteydessä. Kyseinen säännös mahdollisti yhtiökokouksen päätöksen kumoamisenkanteen nostamisen tai mahdollisen vahingonkorvauskanteen ajamisen tilanteessa, jossa yhtiökokous oli tehnyt päätöksen, jonka kautta päätökseen osallistuneet osakkeenomistajat saivat muiden osakkeenomistajien kustannuksella itselleen tai toiselle ilmeisesti epäoikeutettuja etuja.<sup>65</sup> Yleislauseke siirrettiin vuoden 1978 osakeyhtiölakiin pitkälti sellaisenaan (EOYL 9:16) ja esitöiden mukaan säännös vastasikin asiallisesti edeltävän lain yleislauseketta.<sup>66</sup> Samalla lakiin otettiin kuitenkin myös toinen erillinen yleislauseke, joka säänteli pitkälti vastaavalla tavalla yhtiön hallituksen ja muiden edustajien toimintaa (EOYL 8:14.1).<sup>67</sup> Vaikka EOYL 9:16:n todettiin asiallisesti vastaavan edeltävän lain yleislauseketta, tehtiin sen sanamuotoon kuitenkin joitakin muutoksia. Yleislauseke esimerkiksi muutettiin moitesäännöksestä kieltosäännökseksi.<sup>68</sup>

Vuoden 2006 osakeyhtiölain yhteydessä erillään olleet yleislausekkeet yhdistettiin ”vähäisin sanonnallisina muutoksina” OYL 1:7:n 2 virkkeen alle, minkä lisäksi OYL 1:7:n 1 virkkeeksi otettiin siis myös osakkeiden yhtäläisyyttä koskeva säännös.<sup>69</sup> Esitöiden mukaan yhdenvertaisuutta koskevien säännösten yhdistämisellä, kuten myös niiden esittämisellä osana lain keskeisimmät periaatteet sisältävää ensimmäistä lukua, tavoiteltiin yhdenvertaisuusperiaatteen merkityksen vahvistamista.<sup>70</sup> Esitöiden perusteella ainut asiallinen yleislauseketta koskettanut muutos liittyi niin sanottujen puhtaiden yhtiön edustajien sulkemiseen yleislausekkeen soveltamisalan ulkopuolelle.<sup>71</sup> Sanamuotonsa puolesta yleislausekkeen soveltamisalaa myös laajennettiin niin, että se kosketti nimenomaisesti myös

---

<sup>62</sup> Cederberg 1931 s. 226.

<sup>63</sup> Cederberg 1934 s. 3.

<sup>64</sup> Laki osakeyhtiöistä annetun lain muuttamisesta (350/1935).

<sup>65</sup> Ks. säännöksen soveltamisesta Pönkä 2012 s. 158.

<sup>66</sup> HE 27/1977 s. 68.

<sup>67</sup> HE 27/1977 s. 68. Tämä muutos ei kuitenkaan juurikaan muuttanut oikeustilaa, sillä kyseisen säännöksen tarkoittamaan lopputulokseen oltiin päädytty jo aikaisemmin yhtiökokousta koskeneen yleislausekkeen analogisen tulkinnan kautta. Ks. Villa 2008 s. 566 ja siinä viitattu kirjallisuus alaviitteessä 13.

<sup>68</sup> Muutoksella ei siis kuitenkaan katsottu olevan asiallista merkitystä. Ks. HE 27/1977 s. 68.

<sup>69</sup> HE 109/2005 s. 39.

<sup>70</sup> HE 109/2005 s. 18.

<sup>71</sup> HE 109/2005 s. 40.

hallintoneuvoston toimintaa, joskin tältä osin kyse oli ilmeisesti kuitenkin vain jo vallitsevan oikeustilan kodifioimisesta.<sup>72</sup>

### 2.3. Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksesta

Nykyisen osakeyhtiölain tarkoittama yhdenvertaisuusperiaate pitää edellä todetulla tavallaan sisällään sekä osakkeiden yhtäläisyyttä koskevan olettamasäännöksen että yleislausekkeen. Molemmat näistä säännöksistä turvaavat osaltaan vähemmistön asemaa yhtiössä mutta jotta yhdenvertaisuusperiaatteesta saisi kokonaisemman kuvan, on näiden yhdenvertaisuusperiaatteen eri puolien tarkoitusta syytä tarkastella erikseen. Yhdenvertaisuusperiaatteen ensimmäisen puolen eli osakkeiden yhtäläisyyttä koskevan olettamasäännöksen tarkoituksena on katsottu olevan lähinnä osakeyhtiömuotoisen yhteistoiminnan edellyttämän luottamuksen ylläpitäminen.<sup>73</sup> Esitöiden mukaan osakkeiden tuottamien oikeuksien yhtäläisyys merkitsee sitä, että osakkeenomistaja voi lähtökohtaisesti luottaa siihen, että hänen osakkeensa tuottavat samat oikeudet kuin muutkin osakkeet.<sup>74</sup> Voidaan sanoa, että osakkeiden yhtäläisyys turvaa osakkeenomistajien riskiposition samanlaisuuden.<sup>75</sup> Toisaalta osakkeiden tuottamat oikeudet voivat myös poiketa toisistaan yhtiöjärjestykseen otettujen määräysten perusteella. Osakkeenomistajalla on niin ikään oikeus luottaa tällaisista yhtiöjärjestysmääräyksistä johtuvaan osakeoikeuksien erilaisuuden pysyvyyteen.<sup>76</sup>

Osakkeiden yhtäläisyydellä on keskeinen merkitys osakkeenomistajille. Se suojaa osakkeenomistajan oikeusaseman ennakoitavuutta ja osakkeiden tuottamien oikeuksien pysyvyyttä. Mikäli osakkeiden yhtäläisyyttä koskevaa säännöstä ei olisi, osakkeenomistajat todennäköisesti vaatisivat jonkinlainen erillisen varmistuksen osakkeiden tuottamien oikeuksien täsmällisestä sisällöstä ja niistä edellytyksistä, joilla näitä oikeuksia voidaan muuttaa. Tähän liittyvä sopiminen olisi puolestaan omiaan nostamaan yhtiömuotoiseen toimintaan liittyviä kustannuksia ja hankaloittamaan oman pääoman ehdoisen rahoituksen hankkimista.<sup>77</sup> Osakkeiden yhtäläisyyttä koskevalla olettamasäännöksellä on yhtä lailla selvä väärinkäytöksiä ehkäisevä tarkoitus, sillä osakkeiden yhtäläisyys estää muun muassa sen,

---

<sup>72</sup> Pönkä 2012 s. 163.

<sup>73</sup> Ks. Pönkä 2012 s. 231.

<sup>74</sup> HE 109/2005 s. 39.

<sup>75</sup> Vahtera 2011 s. 162.

<sup>76</sup> HE 109/2005 s. 39.

<sup>77</sup> Ks. Booth 1984 s. 874: "unless participations in corporations are essentially standardized and treatment is therefore largely equal, investment in new issues by any significant number of people would be precluded by the cost of learning the precise terms of the deal. Without a general rule of equal treatment, it would be impossible to raise equity capital other than face to face, and the size of ventures that may be undertaken would be severely limited."

että enemmistöosakkeenomistaja voisi yksinomaan enemmistövaltansa turvin päättää esimerkiksi maksaa itselleen suurempaa osinkoa, kuin mihin kyseisen osakkeenomistajan osakkeet muuten oikeuttaisivat. Osakkeiden yhtäläisyys sääntelee osaltaan enemmistön ja vähemmistön välistä päämies-agenttisuhdetta edellyttämällä, että yhtiön voitot jaetaan lähtökohtaisesti osakeomistuksen suhteessa ("pro rata"). Koska enemmistö omistaa suurimman osan yhtiön osakkeista, sillä on näin ollen myös suurin kannustin maksimoida osakeomistuksen suhteessa jaettavien voittovarojen määrä, mikä koituu luonnollisesti myös vähemmistön eduksi.<sup>78</sup>

Yhdenvertaisuusperiaatteen toisen puolen eli yleislausekkeen tarkoituksena on katsottu olevan määräysvallan väärinkäytön kieltäminen.<sup>79</sup> Yleislauseke on myös osaltaan yhdistetty yleiseen siviilioikeudelliseen oikeuksien väärinkäytön kieltoon.<sup>80</sup> Nimensä mukaisesti yleislauseke toimii yleisluontoisena keinona puuttua sellaisiin väärinkäytöstilanteisiin, joihin ei voitaisi suoraan puuttua lain muiden yksityiskohtaisempien säännösten nojalla. Yleislausekkeiden sijaan vähemmistönsuoja voitaisiin rakentaa myös puhtaasti yksittäistapauksellisten eli kasuististen säännösten varaan. Kasuistisiin vähemmistönsuojasäännöksiin liittyy kuitenkin se melko ilmeinen ongelma, että niiden soveltaminen rajoittuu kyseisessä säännöksessä yksilöityihin olosuhteisiin, kun taas yleislauseke mahdollistaa vähemmistönsuojan laaja-alaisemman turvaamisen. Tämä on tiedostettu jo varhain ja yleislausekkeen merkitystä kuvaakin yhä osuvasti Cederbergin esitys vuodelta 1934: "säännön puolesta voidaan esittää se tärkeä näkökohta, että taloudellisen elämän monitahoisuus, sen nopea kehitys ja moninaiset, edeltä arvaamattomat ilmiöt tekevät perin vaikeaksi pelkästään yksityismääräyksillä estää kaikkia sattuvia väärinkäytöksiä, minkä vuoksi yleinen, joustava sääntö, joka antaa oikeudenkäytölle keinon estää väärinkäytöksiä, olisi tarpeen vaatima."<sup>81</sup>

Yleislausekkeen olemassaoloa voidaan puoltaa samoilla perusteilla, kuin millä vähemmistön suojaamista ja enemmistövallan väärinkäytön estämistä yleensäkin. Keskeinen peruste vähemmistön suojaamiselle on se, että toimivan vähemmistönsuojan puuttuminen olisi omiaan nostamaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia. Jos vähemmistöosakkeenomistaja ei voisi luottaa siihen, että oikeusjärjestelmä estää enemmistöä väärinkäyttämästä heille kuuluvaa enemmistövaltaa, vähem-

---

<sup>78</sup> Armour ym. 2017a s. 36.

<sup>79</sup> Pönkä 2012 s. 233 ja af Schultén 2004 s. 121–122. Ks. myös NJA 2013 s 1250 kohta 9: "generalklausulerna syftar till att upprätthålla likhetsprincipen och vara ett skydd för aktieägare mot maktmissbruk från majoritetsaktieägare."

<sup>80</sup> Mäntysaari 2002 s. 84. Kyseinen periaate on tunnustettu nimenomaisesti ainakin korkeimman oikeuden ratkaisuissa KKO 1991:148 ja KKO 2003:126.

<sup>81</sup> Cederberg 1934 s. 12.

mistöosakkeenomistajan olisi oletettavasti valmis maksamaan huomattavasti vähemmän kyseisen yhtiön osakkeista. Tällöin osakkeiden arvostustaso jäisi hyvin alhaiseksi.<sup>82</sup> Tämä olisi omiaan heikentämään lähtökohtaisesti koko yhteiskuntaa hyödyttävän taloudellisen toiminnan kannustimia. Lisäksi koska jonkinlaisesta vähemmistönsuojasta olisi oletettavasti joka tapauksessa sovittava, on vähemmistönsuojasta säätäminen osakeyhtiölaissa omiaan vähentämään tällaisesta sopimisesta muuten aiheutuvia kustannuksia.<sup>83</sup>

## **2.4. Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisesta**

### *2.4.1. Soveltamisen lähtökohdista*

Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisala on laaja, kattaen kaikki yhtiöoikeudelliset toimielimet ja mahdolliset näihin rinnastuvat tahot.<sup>84</sup> Yhdenvertaisuusperiaate kattaa sekä puhtaasti yhtiöoikeudelliset päätökset että liiketoimintaan liittyvät päätökset.<sup>85</sup> Yhdenvertaisuusperiaatetta ei ainakaan yleislausekkeen sanamuodon perusteella voida kuitenkaan soveltaa yksittäisen osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella, joskin osakkeenomistajan myötävaikuttaminen osakeyhtiölain säännösten kuten yhdenvertaisuusperiaatteen tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen voi johtaa osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuuden syntymiseen (OYL 22:1.1)<sup>86</sup>. Sikäli kun kyse on yhtiökokouksen päätöksestä, yhdenvertaisuusperiaate voi tulla sovellettavaksi siinäkin tapauksessa, että päätös on tehty määränemmistöllä.<sup>87</sup> Kynnys siihen, että tällainen päätös katsottaisiin yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi, saattaa kuitenkin olla korkeampi.<sup>88</sup>

Yhdenvertaisuusperiaatteen yleislausekkeen loukkauksen ei ole katsottu edellyttävän varsinaista vahingon syntymistä vaan riittää, että tietty päätös tai toimenpide ”on omiaan” tuottamaan epäoikeutettua etua.<sup>89</sup> ”On omiaan”-kriteeriin perusteella voidaan myös katsoa, ettei yhdenvertaisuusperiaatteen

---

<sup>82</sup> Esim. Savela 2010 s. 4.

<sup>83</sup> Pönkä 2012 s. 103.

<sup>84</sup> Ks. Pönkä 2012 s. 248.

<sup>85</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 39.

<sup>86</sup> Ks. HE 109/2005 s. 196.

<sup>87</sup> HE 109/2005 s. 40.

<sup>88</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017a s. 18.

<sup>89</sup> Savela 2010 s. 21. Esitöissä ”on omiaan”-kriteeriä perusteltiin näyttövelvollisuuden alentamisella. Ks. HE 27/1977 s. 68.

soveltaminen edellyttä, että päätöksentekijä olisi tarkoittanut hyötyä osakkeenomistajan kustannuksella vaan ratkaisevia ovat ne seuraukset, joita päätöksestä aiheutuu tai voi aiheutua.<sup>90</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomiseen pohjautuva vahingonkorvausvastuu kuitenkin edellyttää, että vahinkoa on todella tapahtunut.<sup>91</sup>

Yleislausekkeen tarkoittamaa epäoikeutettua etua on tuotettava ”yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella”. Esitöiden perusteella viittauksella yhtiöön on haluttu mahdollistaa yhdenvertaisuusperiaatteeseen vetoaminen myös niissä tilanteissa, joissa ei pystytä näyttämään tietyn vähemmistö-osakkeenomistajan kärsineen vahinkoa tietyn toimenpiteen johdosta.<sup>92</sup> Tällöin voitaisiin siis vedota yleisemmin yhtiölle aiheutuvaan vahinkoon.<sup>93</sup> Kirjallisuudessa yhdenvertaisuusperiaatteen loukkauksen on myös katsottu edellyttävän tietyn olennaisuusvaatimuksen täyttymistä. Olennaisuusvaatimus ei käy ilmi lain sanamuodosta mutta sitä on oikeuskäytäntöön ja aikaisempiin esitöihin tukeutuen kuitenkin pidetty yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisen edellytyksenä.<sup>94</sup>

Suurimmat yhdenvertaisuusperiaatteen tulkintaongelmat liittynevät tyypillisesti yleislausekkeen tarkoittaman epäoikeutetun edun määrittämiseen.<sup>95</sup> Vaikka epäoikeutettu etu on tulkinnallisesti melko avoin käsite, esitöissä on kuitenkin täsmennetty, että kyse on tyypillisesti luonteeltaan nimenomaan taloudellisesta edusta. Epäoikeutetussa edussa voi olla kyse esimerkiksi tiettyä osakkeenomistajaa suosivasta hinnoittelusta suunnatussa osakeannissa, osakkeenomistajaa hyödyttävästä ja yhtiön kannalta epäedullisesta liiketoimesta tai henkilöosakkaan hyväksi tehdystä kohtuuttomasta eläkesopimuksesta.<sup>96</sup> Esitöissä yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamisen katsotaan yleisesti edellyttävän, että yhtiön varat jaetaan osakeomistuksen ja yhtiöjärjestyksen mukaan ja ettei niitä pyritä erilaisin järjestelyin siirtämään osakkeenomistajien enemmistölle.<sup>97</sup>

---

<sup>90</sup> Immonen – Villa 2015 s. 34.

<sup>91</sup> Savela 2015 s. 117.

<sup>92</sup> HE 27/1977 s. 68.

<sup>93</sup> Vrt. af Schultén 2004 s. 124, jonka mukaan kyseisellä ilmauksella suojellaan yhtiötä.

<sup>94</sup> Ks. Pönkä 2012 s. 292–306 ja HE 29/1935 s. 2. Pönkä on viitannut muun muassa asunto-osakeyhtiötä koskeviin ratkaisuihin KKO 1989:36 ja KKO 1986 II 25, joissa yhdenvertaisuusperiaatetta ei rikottu, kun huoneiston varustaminen kaapelitelevisioliittymällä ei merkinnyt ”olennaista poikkeamista” tavallisten asuinhuoneistojen varustustasosta eikä rakennettavaksi päätetyn sähköjohdon vahvuus ”olennaisesti poikennut” kyseisissä rakennuksissa yleensä käytetyistä sähköjohdoista.

<sup>95</sup> Immonen – Villa 2015 s. 35. Osakkeiden yhtäläisyyttä koskevan oletamasäännöksen loukkausten voidaan sen sijaan katsoa olevan usein melko helposti tunnistettavissa. Pönkä 2012 s. 341.

<sup>96</sup> HE 109/2005 s. 40.

<sup>97</sup> HE 109/2005 s. 18, 39. Yhdenvertaisuusperiaate siis kieltää niin sanotun varojen kanavoinnin (”tunneling”). Ks. kanavoinnista yleisesti esim. Johnson ym. 2000 s. 22.



#### 2.4.2. Muodollinen, aineellinen ja taloudellinen yhdenvertaisuus

Yleislausekkeen tarkoittamaa epäoikeutettujen etujen hankkimista koskevaa kieltoa voidaan rikkoa silloinkin, kun päätös tai toimenpide on niin sanotun muodollisen yhdenvertaisuuden mukainen. Päätöstä tai toimenpidettä voidaan pitää muodollisen yhdenvertaisuuden mukaisena silloin, kun sen vaikutukset kohdistuvat samalla tavalla kaikkiin osakkeenomistajiin.<sup>98</sup> Yleislausekkeen on kuitenkin tarkoitus soveltua myös sellaisiin päätöksiin, jotka kohtelevat kaikkia osakkeenomistajia näennäisesti yhdenvertaisesti mutta jotka tosiasiallisesti loukkaavat vähemmistön oikeuksia.<sup>99</sup> Esitöissä asia on ilmaistu toteamalla, että myös lain muotomääräysten mukaan tehty, kaikkiin osakkeenomistajiin muodollisesti samalla tavalla kohdistuva päätös tai toimi saattaa tosiasiallisten vaikutustensa takia olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.<sup>100</sup> Pönkä on vastaavasti katsonut yleislausekkeen ilmaisevan yhdenvertaisuusperiaatteen aineellisen puolen, joka estää näennäisesti osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen mukaisten mutta tosiasiallisesti epäoikeutettua etua tuottavien päätösten tai toimenpiteiden tekemisen.<sup>101</sup> Kyse on siis aineellisen yhdenvertaisuuden suojaamisesta. Tyypiesimerkkinä aineellista yhdenvertaisuutta loukkaavasta tilanteesta voidaan mainita niin sanottu osakkeenomistajien näännyttäminen.<sup>102</sup> Kirjallisuudessa näännyttämisellä on tarkoitettu menettelyä, jossa yhtiössä välteetään varojen jakamista tavoitteena aikaansaada tilanne, jossa vähemmistöosakkeenomistaja joutuu myymään osakkeensa, yleensä alle käyvän hinnan.<sup>103</sup> Yleislausekkeesta johtuen näännyttämistarkoituksessa tapahtuva varojenjaosta kieltäytyminen voi olla tulkittavissa yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi, vaikka tällaisen päätöksen vaikutukset kohdistuvatkin muodollisesti yhtä lailla kaikkiin osakkeenomistajiin.<sup>104</sup>

---

<sup>98</sup> Ks. esim. Raitio 2014 s. 194.

<sup>99</sup> Cederberg – Ylöstalo 1966 s. 21–22.

<sup>100</sup> HE 109/2005 s. 40.

<sup>101</sup> Pönkä 2012 s. 341.

<sup>102</sup> Ks. näännyttämisestä esim. Mähönen – Villa 2015 s. 356 ja af Schulten 2004 s. 340. Näännyttämiseen on viitattu jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä ja myös nykyisen lain esitöissä mainitaan, että osingonjaosta pidättäytyminen voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. Ks. HE 27/1977 s. 68, HE 109/2005 s. 39.

<sup>103</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 28.

<sup>104</sup> Korkein oikeus on ratkaisussaan KKO 2015:105 ottanut lyhyesti kantaa siihen, voitiinko emoyhtiön tytäryhtiölleen maksamaa konserniavustusta pitää yhdenvertaisuusperiaatteen sisältämän näännyttämiskiellon vastaisena. Korkeimman oikeuden mukaan näännyttämisen tunnusmerkkeihin kuuluu usein menettelyn jatkuvuus tai toistuvuus ja konserniavustusten osalta konserniavustuksen liiketaloudellisten perusteiden kyseenalaisuus. Ks. KKO 2015:105 kohta 21.

Yleislauseke on aineellisen yhdenvertaisuuden ohella pitkälti vastaavassa merkityksessä yhdistetty myös taloudelliseen yhdenvertaisuuteen.<sup>105</sup> Raitio määrittelee taloudellisen yhdenvertaisuuden tarkoittavan yhdenvertaisuuden sisällöllistä ulottuvuutta eli sitä, minkälainen tosiasiallinen vaikutus päätöksellä on osakkeenomistajan asemaan. Tällöin yhdenvertaisuuden toteutumista tarkastellaan esimerkiksi osakesijoituksen tuoton tai osakkeenomistajan taloudellisen aseman kannalta.<sup>106</sup> Laine on samansuuntaisesti katsonut, että yleislausekkeen vastaiseksi voivat muodostua sellaiset päätökset, jotka tosiasiassa asettavat eri osakkeenomistajat toisiinsa nähden epäyhdenvertaiseen taloudelliseen asemaan.<sup>107</sup> Aineellisessa ja taloudellisessa yhdenvertaisuudessa voidaan katsoa olevan kyse samasta asiasta, joskin taloudellisesta yhdenvertaisuudesta puhuminen tuo paremmin esille sen, että yleislausekkeen rikkomisessa on tyypillisesti kyse nimenomaan epäoikeutetun taloudellisen edun hankkimisesta, kuten edellä on todettu.

## 2.5. Yhdenvertaisuusperiaatteen ja enemmistöperiaatteen välinen suhde

Yhdenvertaisuusperiaatteen mahdollisten loukkausten arviointi tulisi aina suhteuttaa siihen lähtökohtaan, että osakeyhtiössä päätösvalta kuuluu enemmistöperiaatteen (OYL 1:6) mukaisesti äänten enemmistöä hallitseville osakkeenomistajille. Enemmistöperiaate puolestaan kytkeytyy edelleen läheisesti osake ja ääni -periaatteeseen, joka siis tarkoittaa, että kukin osake tuottaa lähtökohtaisesti yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa (OYL 3:3.1). Kun yhtiössä noudatetaan osake ja ääni -periaatetta, merkitsee se yhdessä enemmistöperiaatteen kanssa sitä, että yhtiöoikeudellinen päätösvalta jakautuu sijoitetun pääoman suhteessa.<sup>108</sup> Toisin sanoen mitä enemmän pääomaa osakkeenomistaja on yhtiöön sijoittanut – mitä enemmän osakkeita hän omistaa – sitä suurempi on myös kyseiselle osakkeenomistajalle kuuluva päätösvalta. Jos yhtiössä on yksittäinen osakkeenomistaja, joka omistaa yli puolet yhtiön osakkeista ja niiden tuottamista äänistä, kuuluu yhtiöoikeudellinen päätösvalta yksin kyseiselle osakkeenomistajalle, riippumatta siitä, kuinka monia muita

---

<sup>105</sup> Ks. Laine 2016 s. 158, Raitio 2014 s. 194–196. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 40, jonka mukaan yhdenvertaisuus näyttäytyy usein tai jopa tyypillisesti mieluummin taloudellisena kuin muodollisena yhdenvertaisuutena.

<sup>106</sup> Raitio 2014 s. 195, viitaten myös Sillanpää 1994 s. 95.

<sup>107</sup> Laine 2016 s. 159.

<sup>108</sup> Osake ja ääni -periaatteesta voidaan poiketa yhtiöjärjestyksessä eli osake voi tuottaa enemmän kuin yhden äänen. Poikkeamat osake ja ääni -periaatteesta sekä muut erinäiset kontrollin keskittämismekanismit (”Control Enhancing Mechanisms”) ovat olleet melko yleisiä eri EU maissa. Eräässä aihetta koskevassa tutkielmassa tarkastelluista 464:stä eurooppalaisesta yhtiöstä 44 %:ssa oli käytössä jokin kontrollin keskittämismekanismi. Ks. Report on the Proportionality Principle in the European Union 2007 s. 4. Poikkeamiseen osake ja ääni -periaatteesta on ainakin perinteisesti suhtauduttu varauksellisesti, sillä tällöin yhtiöoikeudellinen päätösvalta saattaa keskittyä sellaisten tahojen käsiin, jotka eivät kanna valtaansa vastaavaa taloudellista riskiä. Vahtera 2011 s. 386. Toisinaan tällaisia poikkeuksia on tosin myös pidetty perusteltuina. Aihetta ei kuitenkaan ole mahdollista käsitellä tässä yhteydessä läheisemmin. Ks. tarkemmin esim. Vahtera 2007 s. 243–264.

osakkeenomistajia yhtiössä on. Osakeyhtiössä ei ole pyritty tässä suhteessa osakkeenomistajien tasa-arvoisuuteen vaan pääoman tasa-arvoisuuteen.<sup>109</sup>

Vallan jakautumista sijoitetun pääoman suhteessa voidaan pitää perusteltuna, sillä yhtiöön eniten sijoittaneet osakkeenomistajat kantavat myös suurimman riskin yhtiön menestyksestä. Tällaisilla osakkeenomistajilla on siten myös suurin kannustin huolehtia yhtiön johdon valvomisesta ja sen varmistamisesta, että yhtiön toiminta on mahdollisimman tuloksellista. Tämä puolestaan hyödyttää yhtiöä kaikkia osakkeenomistajia. Voidaankin pitää sekä yhtiöön eniten sijoittaneiden osakkeenomistajien että koko osakkeenomistajakollektiivin näkökulmasta perusteltuna, että yhtiöoikeudellinen valta jakautuu sijoitetun pääoman ja siihen sitoutuneen riskin suhteessa.<sup>110</sup>

Enemmistöperiaatteen mukaisena lähtökohtana on, ettei vähemmistöllä ole oikeutta kyseenalaistaa enemmistön tekemien päätöksen tarkoituksenmukaisuutta, jos päätös vain muuten on lain ja yhtiöjärjestyksen mukainen.<sup>111</sup> Myöskään yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei ole estää enemmistöperiaatteen toteutumista. Kuten esitöissä on todettu, yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen ei estä enemmistövallan käyttämistä, mutta se estää enemmistöosakkeenomistajien suosimisen vähemmistön kustannuksella.<sup>112</sup> Tämä nostaa luonnollisesti esille kysymyksen sallitun ja kielletyn enemmistövallankäytön välisestä rajanvedosta, joka on myös tämän tutkielman ytimessä.

Enemmistöperiaatteen toteutumisen varmistaminen ja toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteesta huolehtiminen voidaan nähdä vastakkaisina tavoitteina, jotka vetävät oikeussuojajärjestelmää eri suuntiin.<sup>113</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen liiallinen korostaminen ei ole toivottavaa, sillä tämä vinouttaisi oman pääoman ehtoisen sijoituksen kannustimia, kun osakeomistuksen ja siitä seuraavan äänimäärään kasvaminen ei enää merkitsisikään määräysvallan tosiasiallista kasvamista. Toisaalta on edellä esitetyllä tavalla tärkeää, ettei enemmistövaltaa käytetä vähemmistön oikeuksien polkemiseen. Puutteellinen vähemmistönsuoja on nimittäin niin ikään omiaan hankaloittamaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista.

---

<sup>109</sup> KM 1992:32 s. 237.

<sup>110</sup> Ks. KM 1992:32 s. 237, jonka mukaa vallan jakautumisen luonnollinen ja oikeudenmukainen periaate on, että henkilöllä on valtaa samassa suhteessa kuin mitä hän on sijoittanut yhtiöön pääomaa ja minkä riskin hän näin ollen kantaa. Vallan ja riskin keskinäisellä suhteella on katsottu voivan parhaiten taata se, että yhtiötä hallitaan sen edun mukaisesti. Esitöiden mukaan ”myös kansantaloudellisesti on katsottu”, että riskin ja äänivallan välinen yhteys edistää pääomien optimaalista kohdentumista.

<sup>111</sup> Vahtera 2011 s. 157.

<sup>112</sup> HE 109/2005 s. 39.

<sup>113</sup> Vahtera 2007 s. 96.

Lähtökohtana yhdenvertaisuusperiaatteen loukkausten arvioinnissa lienee se, ettei yhdenvertaisuusperiaatteen voida katsoa suojaavan yksittäisten osakkeenomistajien henkilökohtaisia preferenssejä vaan yksinomaan osakeyhtiölakiin ja yhtiöjärjestykseen perustuvia odotuksia.<sup>114</sup> Toisin sanoen vähemmistöosakkeenomistajien subjektiivisten näkemysten vastainen päätös ei vielä sellaisenaan loukkaa yhdenvertaisuusperiaatetta. Päinvastainen tulkinta ei olisi kestävä osakeyhtiölain päätöksentekojärjestelmän kannalta, sillä se merkitsisi eräänlaisen veto-oikeuden antamista yhtiön toimintaan tyytymättömille osakkeenomistajille, mitä ei voida pitää osakeyhtiölain tavoitteiden mukaisena.<sup>115</sup> Osakkeenomistajien eriävistä preferensseistä johtuen on myös jokseenkin väistämätöntä, että yhtiön toiminta hyödyttää osakkeenomistajia jossain määrin epäyhteneväisellä tavalla.<sup>116</sup> Enemmistöperiaatteesta on katsottava seuraavan, että yksittäinen enemmistöosakkeenomistaja voi yleislausekkeen estämättä esimerkiksi valita haluamansa henkilöt tai itsensä hallitukseen ja pitää vähemmistöosakkeenomistajat tai heidän ehdottamansa henkilöt jatkuvasti hallituksen ulkopuolella.<sup>117</sup> On myös syytä todeta, että osakkeenomistajalle on perinteisesti ajateltu kuuluvan tietynlainen itsekkyysoikeus eli oikeus pitää ensisijaisena tavoitteenaan omien etujensa edistämistä.<sup>118</sup> Omien intressien mukainen äänestäminen yhtiökokouksessa ei vielä sellaisenaan merkitse yhdenvertaisuusperiaatteen loukkausta.

### 3. YHTIÖN ETU KAIKKIEN OSAKKEENOMISTAJIEN ETUNA

Yhdenvertaisuusperiaatteen ohella myös yhtiön etu ohjaa *yhtiön kannalta* painavan taloudellisen syyn tulkintaa. Esitöissä on myös korostettu, että suunnatun osakeannin on oltava kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>119</sup> Tällä osakkeenomistajien yhteisellä edulla

---

<sup>114</sup> Ks. Immonen – Villa 2015, s. 35, Vahtera 2011 s. 86, Nerep 2003 s. 308.

<sup>115</sup> Ks. Immonen – Villa 2015 s. 89–90.

<sup>116</sup> Nyström 2016 s. 98. Tämä lähtökohta käy myös ilmi asunto-osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta koskevasta oikeuskäytännöstä, jossa on toistuvasti katsottu, ettei yhdenvertaisuusperiaate estä erilaisten investointien tekemistä asunto-osakeyhtiössä, vaikka investoinneilla saavutettavat hyödyt jakautuisivatkin eri tavoin osakkeenomistajien eriävistä preferensseistä johtuen. Ks. KKO 1989:36 ja KKO 1986 II 25, joissa epäoikeutettua etua ei katsottu syntyvän silloin, kun yhtiön liittäminen kaapelitelevisiopalveluun tai yhtiön talous-sähköjohdon vahvistaminen hyödyttivät kaikkia osakkeenomistajia, vaikka osa asukkaista ei halunnutkaan käyttää kaapelitelevisiopalvelua hyväkseen tai tarvinnut sähköjohdosta saatavaa lisävirtaa. Vastaava ajatus on nähtävästi omaksuttu myös melko tuoreessa ratkaisussa KKO 2016:43, jossa korkein oikeus katsoi, että pyykkituvan käytöstä aiheutuneet kustannukset voitiin kattaa kaikkien osakkeenomistajien maksamasta yhtiövastikkeesta eikä pyykkituvan käytöstä tarvinnut periä erillistä käyttömaksua, vaikkei kaikilla osakkeenomistajilla ollutkaan samanlaista käyttötarvetta kyseiselle pyykkituvalle. Ks. KKO 2016:43 kohdat 25–26.

<sup>117</sup> Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017a s. 17.

<sup>118</sup> Ks. Mähönen – Villa 2015 s. 413–419, jotka tosin esittävät myös, että enemmistöosakkeenomistajaa koskisi eräänlainen lojaliteettivelvollisuus. Ks. myös HE 27/1977 s. 111: ”osakkeenomistajilla on oikeus pitää ensisijaisena tavoitteenaan omien etujensa edistämistä.”

<sup>119</sup> HE 109/2005 s. 102.

on tyypillisesti tarkoitettu samaa asiaa kuin yhtiön etu, kuten jäljempänä käy tarkemmin ilmi. Tutkielman kannalta onkin välttämätöntä pyrkiä määrittelemään, mitä yhtiön edulla tarkoitetaan. Tätä kysymystä on lähestytty tässä luvussa yleisellä tasolla. Luvussa yhtiön etua lähestytään tarkastelemalla ensin osakeyhtiölain yleisiä periaatteita ja niiden yhteyttä yhtiön etuun. Yhtiön edun käsite kytketään myös laitonta varojenjakoaa sääntelevän liiketaloudellisen perusteen (OYL 13.1.3) vaatimukseen. Luvun lopuksi on tarkasteltu yhtiön edun määritelmää sekä myös yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä suhdetta.

### 3.1. Yleisesti yhtiön edusta

Osakeyhtiölaista ei suoraan ilmene, mitä yhtiön edulla tai kaikkien osakkeenomistajien edulla tarkoitetaan eikä korkein oikeus ole juurikaan ottanut kantaa yhtiön edun määritelmään nykyisen osakeyhtiölain aikana.<sup>120</sup> Yhtiön etu on kuitenkin keskeinen osakeyhtiön toimintaa ohjaava normi, joka mainitaan nimenomaisesti osana johdon tehtävää koskevaa säännöstä OYL 1:8. Yhtiön etu kytkeytyy selvästi myös useampaan muuhun osakeyhtiölain säännökseen. Yhtiön etu vaikuttaa erityisesti lain yleisten periaatteiden (OYL 1:5, 1:7, 1:8) sekä varojenjakoaa koskevan säännöksen OYL 13:1.3:n taustalla. Kyseisten säännösten onkin katsottu olevan ainakin osittain päällekkäisiä.<sup>121</sup> Tuoreessa kirjallisuudessa on yleisesti korostettu OYL 1:5, OYL 1:7 ja OYL 1:8:n kiinteää keskinäistä yhteyttä sekä OYL 13:1.3:n liityntää lain 1 luvun yleisiin periaatteisiin.<sup>122</sup> Yhtiön etu on kytketty kaikkiin edellä kuvattuihin säännöksiin.<sup>123</sup> Tässä luvussa yhtiön etua on tarkasteltu näiden säännösten muodostaman kokonaisuuden pohjalta.

### 3.2. Yhtiön etu ja osakeyhtiölain yleiset periaatteet

#### 3.2.1. Johdon lojaliteettivelvollisuus

Johdon<sup>124</sup> tehtävää sääntelevän OYL 1:8:n mukaan johdon tehtävänä on huolellisesti toimien edistää yhtiön etua. OYL 1:8:n ilmaisee sekä johtoa koskevan huolellisuusvelvollisuuden että velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti. Näistä jälkimmäiseen velvollisuuteen viitataan esitöissä johdon lojaliteettivelvollisuutena.<sup>125</sup> Huolellisuusvelvollisuuden edellyttämänä riittävänä huolellisuutena voidaan

---

<sup>120</sup> Lautjärvi 2017 s. 100.

<sup>121</sup> Airaksinen 2013 s. 452.

<sup>122</sup> Ks. Nyström 2016 s. 301 ja alaviitteessä 36 mainittu kirjallisuus.

<sup>123</sup> Lindholm – Storå 2010 s. 410.

<sup>124</sup> Yhtiön johtoon kuuluvat hallituksen jäsenet, mahdollinen toimitusjohtaja ja mahdollisen hallintoneuvoston jäsenet. HE 109/2005 s. 40.

<sup>125</sup> HE 109/2005 s. 40.

esitöiden mukaan yleensä pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.<sup>126</sup> Tutkielman kannalta huolellisuusvelvollisuutta keskeisemmäksi velvollisuudeksi nousee johdon velvollisuus toimia yhtiön edun mukaisesti. Esitöiden mukaan toimiminen yhtiön edun mukaisesti merkitsee yhtiön johdolle asetettua lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Edelleen todetaan, että toimiminen yhtiön edun mukaisesti sisältää luonnollisesti toimimisen yhtiön tarkoituksen mukaisesti.<sup>127</sup> Täten yhtiön etu vaikuttaisi siis olevan määriteltävissä kaikkien osakkeenomistajien eduksi ja toimimiseksi yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisesti.<sup>128</sup> Toiminnan tarkoituksesta on säädetty OYL 1:5:ssä, jonka mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Kun koko yhtiön toiminta tähtää lähtökohtaisesti osakkeenomistajien edun edistämiseen, on yhtiön etu luontevaa ymmärtää osakkeenomistajien eduksi.

Esitöissä on erikseen korostettu, että yhtiön edussa on kyse nimenomaan kaikkien eikä vain tiettyjen osakkeenomistajien edusta. Hallituksen jäsen ei voi yhtiön etua edistäessään toimia pelkästään tietyn osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmän välittömien etujen mukaisesti, vaikka kyseinen osakkeenomistaja tai osakkeenomistajaryhmä olisikin nimennyt hallituksen jäsenen tehtävänsä.<sup>129</sup> Esitöissä hallitus on myös nähtävästi ainakin jossain määrin hahmotettu edellä kuvattua päämies-agenttiteoriaa mukaillen kaikkien osakkeenomistajien agentiksi.<sup>130</sup> Velvollisuus toimia nimenomaisesti kaikkien osakkeenomistajien edun eikä vain tiettyjen osakkeenomistajien edun mukaisesti sitoo lojaliteettivelvollisuuden osaltaan läheisesti yhdenvertaisuusperiaatteeseen.<sup>131</sup>

Kirjallisuudessa on käyty keskustelua siitä, tulisiko yhtiön etu samaistaa osakkeenomistajien etuun vai tulisiko johdolla olla velvollisuus edistää myös jonkun muun sidosryhmän kuin osakkeenomistajien etuja.<sup>132</sup> *Pöngän* mukaan kirjallisuudessa ja lainvalmistelussa vallitsee kuitenkin ”melko laaja yksimielisyys” siitä, että yhtiön etu tarkoittaa kaikkien osakkeenomistajien etua.<sup>133</sup> Osakeyhtiölain

---

<sup>126</sup> HE 109/2005 s. 41.

<sup>127</sup> HE 109/2005 s. 41.

<sup>128</sup> Ks. vastaavasti esim. Hallinnointikoodi 2015 s. 13: ”yhtiön etu palautuu viimekädessä kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaiseen toimintaan ja yhtiön toiminnan tarkoitukseen”.

<sup>129</sup> HE 109/2005 s. 41.

<sup>130</sup> Ks. HE 109/2005 s. 41 ja s. 194, Mähönen – Villa 2015 s. 367.

<sup>131</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 376–377.

<sup>132</sup> Muilla sidosryhmillä tarkoitetaan tässä esimerkiksi velkojia ja yhtiön työntekijöitä.

<sup>133</sup> Pönkä 2012 s. 320 ja alaviitteessä 1204 mainittu kirjallisuus. Ks. myös Lautjärvi 2017 s. 91.

muutostarpeita selvittäneen työryhmän arviomuistiossa on niin ikään katsottu, että suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa yhtiön etuna pidetään osakkeenomistajien etua.<sup>134</sup> Voidaan sanoa, että Suomessa on ainakin pääasiallisesti omaksuttu osakkeenomistajakeskeinen yhtiön edun määritelmä. Myös kirjallisuudessa tätä on tyypillisesti perusteltu sillä, että yhtiön toiminnan tarkoituksena on lähtökohtaisesti tuottaa voittoa kaikille osakkeenomistajille.<sup>135</sup>

Osakkeenomistajakeskeinen yhtiön edun määritelmä mukailee selvästi kansainvälisesti vallitsevaa yhtiöoikeusparadigmaa, joka korostaa osakkeenomistajan erityisasemaa (”shareholder primacy”).<sup>136</sup> Osakkeenomistajan erityisasemalla voidaan selittää, miksi yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa juuri osakkeenomistajille ja miksi yhtiön johdon velvollisuutena on edistää osakkeenomistajien etua. Osakkeenomistajien erityisasemaa suhteessa muihin sidosryhmiin voidaan perustella osakkeenomistajan residuaaliasemalla, joka merkitsee sitä, että osakkeenomistaja kantaa viimekätisen eli residuaalisen riskin yhtiön menestymisestä tai menestymättömyydestä.<sup>137</sup> Osakkeenomistajahan saa osuutensa yhtiön voitosta vasta kun kaikkien muiden sidosryhmien vaateet on asianmukaisesti täytetty eli osakkeenomistajan sijoitus yhtiöön on taloudelliselta luonteeltaan viimesijainen.<sup>138</sup> Siinä missä muiden sidosryhmien oikeus tuottoon on yleensä kiinteä, osakkeenomistajien osuus riippuu suoraan yhtiön menestymisestä.<sup>139</sup> Osakkeenomistajien kantaessa viimesijaisen riskin tuoton epävarmuudesta on pidetty perusteltuna, että tämän vastapainoksi yhtiön mahdollinen voitto myös kuuluu osakkeenomistajille kokonaisuudessaan.<sup>140</sup> Osakkeenomistajan residuaaliasemasta johtuen voidaan myös pitää perusteltuna, että yhtiön johdolla on vastaavasti velvollisuus edistää kaikkien osakkeenomistajien etua, ei muiden sidosryhmien etua.<sup>141</sup> Edellä kuvattu residual claimant -näkemys lienee yksi keskeisimmistä ja tärkeimmistä perusteista, joille koko osakkeenomistajakeskeinen yhtiöoikeusteoria on rakennettu.<sup>142</sup> Myös koko modernin yrityksen rahoitusteoria perustuu sille ajatuksella, että yrityksen ja yritysjohdon tavoitteena on maksimoida osakkeenomistajien varallisuus.<sup>143</sup>

---

<sup>134</sup> OM 2016a s. 26.

<sup>135</sup> Ks. esim. Mähönen – Villa 2015 s. 383 ja Vahtera 2011 s. 188.

<sup>136</sup> Ks. Hansmann – Kraakman 2001 s. 439–442.

<sup>137</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 321. Samalla usein on korostettu, että osakkeenomistajan erityisasemaa ei voida perustella sillä, että osakkeenomistaja mielletäisiin yhtiön omistajaksi. Ks. Mähönen – Villa 2015 s. 322, Vahtera 2011 s. 384.

<sup>138</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 183.

<sup>139</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 162.

<sup>140</sup> Vahtera 2011 s. 143.

<sup>141</sup> Hansmann – Kraakman 2001 s. 441.

<sup>142</sup> Ks. Nyström 2016 s. 35–36 ja siinä viitattu kirjallisuus.

<sup>143</sup> Vahtera 2011 s. 141.

### 3.2.2. Toiminnan tarkoitus

Toimiminen yhtiön edun mukaisesti pitää sisällään toimimisen yhtiön tarkoituksen mukaisesti.<sup>144</sup> Kyse on siis toimimisesta tavalla, joka edistää OYL 1:5:n mukaista voiton tuottamista kaikille osakkeenomistajille. Kirjallisuudessa voiton tuottamisen on katsottu merkitsevän voiton tuottamista ensin yhtiölle ja sen jakamista edelleen yhtiön osakkeenomistajille.<sup>145</sup> Varojenjaon sijasta tai ohessa voiton tuottaminen voi tapahtua myös pyrkimällä mahdollisimman korkeaan osakkeen arvoon.<sup>146</sup> Varojenjakoon tai arvonnousuun voidaan viitata yhteisesti sijoituksen nykyarvon maksimointina.<sup>147</sup> Tällöin yhtiön edun tarkoittama toimiminen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti voidaan siis ymmärtää laajasti sellaiseksi toiminnaksi, joka maksimoi kaikkien osakkeenomistajien sijoituksen nykyarvon.

Esitöiden mukaan voitontuottamistarkoitus ei edellytä pyrkimistä lyhyen aikavälin voiton maksimointiin vaan sen sijaan voiton tuottamista tarkastellaan lyhyttä aikaväliä pidemmällä tähtäyksellä.<sup>148</sup> Kirjallisuudessa OYL 1:5:n on katsottu muistuttavan taloustieteen piirissä kehitetyn valistuneen arvonmaksimoinnin käsitettä (”enlightened value maximization”), jossa yhtiön toimintaa siis arvioidaan nimenomaan pitkällä aikavälillä.<sup>149</sup> Pitkän aikavälin tarkastelunäkökulman on katsottu edellyttävän, että yhtiö ottaa jossain määrin huomioon myös muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut, sillä muuten yhtiön toiminta muuttuu lopulta kannattamattomaksi.<sup>150</sup>

Suomessa sidosryhmäkeskeiseksi tulkittavaa yhtiön edun määritelmää on puoltanut esimerkiksi *Laine*, jonka mukaan ”konkreettisista sidosryhmien jäsenistä periaatteessa riippumaton” yhtiön etu edellyttää myös tiettyjen yhteiskunnallisten odotusten täyttämistä. *Laine* on perustellut kantaansa muiden kuin osakeyhtiölainsäädännön kattamien sidosryhmien turvaamisella.<sup>151</sup> Sidoryhmäkeskeiselle yhtiön

---

<sup>144</sup> HE 109/2005 s. 41.

<sup>145</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 16–17.

<sup>146</sup> HE 109/2005 s. 39. Samansuuntaisesti jo aikaisemman lain osalta Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 54.

<sup>147</sup> Nykyarvo voidaan teoreettisesti määritellä tuottoarvona, toisin sanoen sijoituksesta seuraavien tuottojen (varojenjakoa ja arvonnousu) diskontattuna arvona yhtiön koko toiminta-ajalta. Mähönen – Villa 2015 s. 384.

<sup>148</sup> HE 109/2005 s. 38. Ks. myös KKO 2015:105 kohta 28, jossa korkein oikeus arvioi konserniavustuksen maksamisen yhtiöoikeudellista hyväksyttävyyttä muun muassa sillä perusteella, tuottiko konserniavustus yhtiölle hyötyä nimenomaan pitkällä aikavälillä.

<sup>149</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 243. Ks. valistuneen arvonmaksimoinnin käsitteen osalta Jensen 2001.

<sup>150</sup> Ks. Jensen 2001 s. 16: ”it is a basic principle of enlightened value maximization that we cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency.” Pitkästi samassa merkityksessä on sittemmin puhuttu myös shared value –ajattelusta: ”shared value can be defined as policies and operating practices that enhance the competitiveness of a company while simultaneously advancing the economic and social conditions in the communities in which it operates”. Porter – Kramer 2011 s. 6.

<sup>151</sup> *Laine* 2016 s. 260–265.



edun tulkinnalle on kuitenkin vaikea löytää perusteita ainakaan esitöistä.<sup>152</sup> Vaikka esitöiden voinee katsoa korostavan myös muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen huomioimista osana voitontuottamistarkoituksen toteuttamista, tällaisilla muilla sidosryhmillä on viime kädessä vain instrumentaalinen rooli.<sup>153</sup> Esitöiden perusteella yhtiön etu merkitsee muiden sidosryhmien etujen huomioimista toisin sanoen vain siinä laajuudessa, kuin osakkeenomistajien etu edellyttää. On myös syytä korostaa, ettei yhtiön edun määrittäminen kaikkien osakkeenomistajien eduksi merkitse muiden sidosryhmien etujen unohtamista. Osakkeenomistajilla on päinvastoin suurin kannustin huolehtia siitä, että kaikkien muiden yhtiön sidosryhmien sitoumukset tulevat asianmukaisesti täytetyiksi, koska osakkeenomistajilla on itselleen oikeus voittoon vasta kaikkien muiden sidosryhmien vaateiden täyttämisen jälkeen.<sup>154</sup> Mikäli määrättyjen sidosryhmien asemaa halutaan tästä edelleen parantaa, tilanteeseen voidaan puuttua muun kuin yhtiöoikeudellisen lainsäädännön kautta tai sopimusperusteisesti.

Toiminnan tarkoituksen osalta on syytä todeta, että sen tulkinnassa on luonnollisesti otettava huomioon myös yhtiöjärjestyksen määräykset. Yhtiön etu määrittyy oleellisesti eri tavalla, jos yhtiön toiminnan tarkoituksena on jokin muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Myös yhtiöjärjestykseen otettu toimialamääräys, jonka mukaan yhtiö harjoittaa toimintaansa tietyllä toimialalla, voi vaikuttaa siihen, miten kyseisen yhtiön etu ymmärretään.<sup>155</sup> Toimialamääräys voidaan kuitenkin ilmoittaa myös niin sanottuna yleistoimialana, jolloin yhtiön toimialana on käytännössä kaikki laillinen liiketoiminta.<sup>156</sup> Tällainen toimialamääräys ei juurikaan rajaa yhtiön edun sisältöä.

### 3.2.3. *Jatkuvuusperiaate*

Toimiminen yhtiön edun mukaisesti pitää sisällään myös niin sanotun jatkuvuusperiaatteen. Tämä käy ilmi esitöistä, joiden mukaan toiminnan tarkoituksen toteutuksessa on pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen. Jatkuvuusperiaate suojaa osaltaan myös velkojien oikeuksia, joten tässä suhteessa yhtiön edun voidaan katsoa sisältävän elementtejä myös muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edusta.<sup>157</sup> Jatkuvuusperiaate tarkoittaa, että osakkeenomistajilla ja heidän valitsemallaan johdolla on ”jonkinlainen velvollisuus huolehtia yhtiön toiminnan jatkamisesta *going concern*, josta seuraa myös

---

<sup>152</sup> Ks. Rasinaho 2013 s. 550 alaviite 3, jonka mukaan sellaiset suomalaiset näkemykset, joissa yhtiön etu määritellään jotenkin muuten kuin kaikkien osakkeenomistajien eduksi, eivät suoranaisesti kohdistu osakeyhtiölain säännöksiin, vaan ovat luonteeltaan ”yleisluonteisempia”.

<sup>153</sup> Nyström – Rajavuori s. 709.

<sup>154</sup> Vahtera 2011 s. 143.

<sup>155</sup> Ks. Taxell 1961 s. 16, Toiviainen 1992 s. 169, Mähönen – Villa 2015 s. 383.

<sup>156</sup> Vahtera 2011 s. 200.

<sup>157</sup> Ks. HE 109/2005 s. 38–39. Velvollisuudelle pyrkiä toiminnan jatkuvuuteen saadaan tukea myös siitä, että tilinpäätösinkin laaditaan jatkuvuusperiaatteen eikä realisointiperiaatteen mukaisesti. Ks. Airaksinen – Rasinaho – Pulkkinen 2010b s. 28.

velkojien suojaaminen.”<sup>158</sup> Jatkuvuusperiaatteen voidaan katsoa asettavan rajat yhtiön sallitulle riskinotolle.<sup>159</sup> Riskinoton rajoittaminen koituu velkojien eduksi, sillä velkojilla ei tyypillisesti ole kuin hävittävää silloin, kun yhtiö pyrkii parantamaan tulostaan riskinottoa lisäämällä. Velkojathan eivät saa erityistä korvausta siitä, että yhtiön toiminta on menestyksestä. Osakkeenomistajien yhtiöstä saama tuotto puolestaan riippuu yksinomaan yhtiön menestyksestä, joten osakkeenomistajat saattavat suosia huomattavaakin riskinottoa, mikäli sen voidaan odottaa johtavan merkittäviin voittoihin tulevaisuudessa. Jatkuvuusperiaate saanee korostuneen roolin yhtiön edun tulkinnan kannalta lähinnä silloin, kun yhtiö lähestyy maksukyvyttömyyttä. Tällaiset tilanteet korostavat osakkeenomistajien ja velkojien välisiä eturistiriitoja.<sup>160</sup> Siinä vaiheessa, kun osakkeenomistajien yhtiölle antama panos on kokonaan menetetty, yhtiö toimii taloudellisessa mielessä vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen turvin eli velkojien riskillä. Tällöin velkojat kantavat residuaaliriskin osakkeenomistajien sijaan.<sup>161</sup> Pitänee ajatella, että tällaisissa tilanteissa yhtiön etu lähestyy velkojan etua.

### 3.3. Yhtiön etu ja liiketaloudellinen peruste

Edellä kuvattujen yleisten periaatteiden ohella yhtiön etu voidaan kytkeä myös osakeyhtiölain varojen jakamista<sup>162</sup> koskevaan sääntelyyn. Tältä osin keskeiseksi säännökseksi nousee OYL 13:1, jonka ensimmäisessä momentissa säädetään niistä tavoista, joilla yhtiö voi laillisesti jakaa varojaan osakkeenomistajille.<sup>163</sup> OYL 13:1:n toisessa momentissa puolestaan säädetään niistä tavoista, joilla varoja voidaan jakaa muillekin kuin osakkeenomistajille.<sup>164</sup> Yhtiön edun määritelmän kannalta oleellinen on erityisesti OYL 13:1:n kolmas momentti, jonka mukaan muu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjako. Mikäli liiketapahtumalla sen sijaan on liiketaloudellinen peruste, kyse ei ole laittomasta varojen jakamisesta vaan ennemminkin hyväksyttävästä yhtiön varojen käyttämisestä osana yhtiön liiketoimintaa.

---

<sup>158</sup> Vahtera 2011 s. 146.

<sup>159</sup> Nyström 2016 s. 308.

<sup>160</sup> Armour ym. 2017c s. 114.

<sup>161</sup> Nyström 2016 s. 149.

<sup>162</sup> Osakeyhtiölain systematiikassa varojen jakamisella tarkoitetaan varojen vastikkeetonta käyttämistä. Osakeyhtiölain sääntelemä varojen *jakaminen* on syytä erottaa varojen *käyttämisestä*, joka on varojen jakamista laajempi käsite. Varojen käyttäminen voidaan ymmärtää ”tapahtumaksi, jossa yhtiön rahavaroja tai muuta omaisuutta poistuu yhtiön hallinnasta joko vastiketta vastaan tai vastikkeetta”. Ks. Immonen – Villa 2015 s. 19–20. Varojen käyttämisessä on tyypillisesti kyse yhtiön liiketoiminnan edistämisestä. Menestyksekkään liiketoiminnan tuottama voitto voidaan siirtää osakkeenomistajille varoja jakamalla.

<sup>163</sup> HE 109/2005 s. 122.

<sup>164</sup> HE 109/2005 s. 122.

Esitöistä on luettavissa, että OYL 13.1.3:n tarkoittama liiketaloudellisesti perusteltu liiketapahtuma on samalla myös yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen.<sup>165</sup> Myös oikeuskäytännössä on katsottu liiketaloudellisen perusteen edellyttävän sitä, että kyseessä olevaa liiketapahtumaa voidaan pitää yhtiön toiminnan tarkoituksen kannalta hyväksyttävänä.<sup>166</sup> Kun esitöissä on edelleen korostettu toiminnan tarkoituksen ja yhtiön edun välistä yhteyttä<sup>167</sup>, voidaan liiketaloudellista perustetta ja yhtiön etua pitää rinnasteisina käsitteinä. Kirjallisuudessa varojen käytön hyväksyttävyyttä koskevaksi keskeiseksi kriteeriksi onkin nostettu yhtiön etu (”yhtiöintressi”) eli toimiminen yhtiön toiminnan tarkoituksen ja yhtiön kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisesti.<sup>168</sup> Vastaavasti liiketoimea on pidetty yhtiön edun mukaisena silloin, kun sen tekemiseen on liiketaloudellinen peruste.<sup>169</sup> Liiketaloudellisen perusteen voi katsoa konkretisoivan yhtiön edun merkitystä.<sup>170</sup>

Esitöiden mukaan OYL 13:1.3:n tarkoittamasta laittomasta varojenjaosta voi olla kyse esimerkiksi silloin kun yhtiö myy omaisuutta tai palveluita alihintaan tai ostaa niitä ylihintaan taikka myöntää lainan markkinoihin ja olosuhteisiin nähden liian alhaisella korolla tai vastaavasti ottaa lainan liian korkealla korolla.<sup>171</sup> Tällaiset markkinaehtoisuudesta poikkeavat toimenpiteet eivät siis lähtökohtaisesti täytä liiketaloudellisen perusteen vaatimusta eivätkä ne siten ole yhtiön edun mukaisiakaan.<sup>172</sup> Liiketaloudellista perustetta arvioitaessa olennaista ei ole se, osoittautuuko liiketoimi jälkikäteen yhtiölle tappiolliseksi, vaan se, millä perusteella toimenpide on tehty eli onko tarkoitus ollut liiketaloudellinen vai ei. Ratkaisevaa on, olisiko päätöksen tekijöiden pitänyt tietää, ettei päätös ole liiketaloudellisesti perusteltu.<sup>173</sup>

### 3.4. Yhtiön edun määritelmä

Edellä todetun perusteella yhtiön edun käsitettä voidaan pyrkiä rajaamaan alla kuvatulla tavalla:

1. Yhtiön etu tarkoittaa kaikkien osakkeenomistajien etua

---

<sup>165</sup> HE 109/2005 s. 124: ”jos [...] hankinta on liiketaloudellisesti perusteltu ja siten yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen, hankinta on lähtökohtaisesti osakeyhtiölain mukainen.”

<sup>166</sup> KKO 2015:105 kohta 18.

<sup>167</sup> HE 109/2005 s. 40.

<sup>168</sup> Immonen – Villa 2015 s. 12.

<sup>169</sup> Immonen – Villa 2015 s. 34.

<sup>170</sup> Lindholm – Storå 2010 s. 411.

<sup>171</sup> HE 109/2005 s. 124. Esim. ratkaisuisissa KKO 1991:122 ja KKO 1991:123 korkein oikeus piti laittomana varojenjakona tuotteiden ostamista osakkeenomistajalta ylihintaan ilman liiketaloudellista perustetta.

<sup>172</sup> Ks. Immonen – Villa 2015 s. 75.

<sup>173</sup> HE 109/2005 s. 124.

2. Toimiminen yhtiön edun mukaisesti merkitsee toimimista tavalla, joka edistää yhtiön toiminnan tarkoitusta eli lähtökohtaisesti voiton tuottamista kaikille osakkeenomistajille.
3. Yhtiön edun mukainen voiton tuottaminen tarkoittaa sekä varojen jakamista että osakkeen arvon kasvattamista. Kyse on osakkeenomistajan tekemän sijoituksen nykyarvon maksimoinnista.
4. Voiton tuottamista arvioidaan lyhyttä aikaväliä pidemmällä tähtäyksellä.
5. Yhtiön etua on toteutettava jatkuvuusperiaatteen mukaisesti eli *going concern*.
6. Yhtiön edun mukaisen liiketoimen on oltava liiketaloudellisesti perusteltu.

Vaikka yhtiön edun aineellista sisältöä voidaan pyrkiä tarkentamaan yllä kuvattujen edellytysten kautta, eivät ne lopulta kerro paljoakaan siitä, mitä yhtiön edulla yksittäisessä päätöksentekotilanteessa tarkoitetaan. On esimerkiksi vaikea arvioida, kuinka pitkällä aikavälillä toiminnan tarkoituksen toteuttamistapaa pitäisi tarkastella. Erityisesti voidaan nostaa esille se, ettei yhtiön edun määrittäminen kaikkien osakkeenomistajien eduksi vielä kerro juuri mitään yhtiön edun aineellisesta sisällöstä. Kirjallisuudessa on jo vanhastaan korostettu, etteivät osakkeenomistajien preferenssit ole useinkaan keskenään yhteneväisiä.<sup>174</sup> Osakkeenomistajilla voi olla erilaisia näkemyksiä esimerkiksi yhtiön toiminnan eettisiin reunaehtoihin liittyen, minkä lisäksi osakkeenomistajat ovat usein eri mieltä myös yhtiön toimintaa koskevista puhtaasti taloudellisista kysymyksistä.<sup>175</sup> Esimerkiksi lyhyen aikavälin tuottoja tavoitteleva aktivistiosakkeenomistaja tarkastelee yhtiön toimintaa eri näkökulmasta kuin pitkän aikavälin tuottoja hakeva institutionaalisella sijoittaja. Toisaalta aktivistiosakkeenomistajakaan eivät ole keskenään samanlaisia ja institutionaalisten sijoittajienkin sijoitusmotiivit ja –horisontit voivat poiketa merkittävästi toisistaan.<sup>176</sup> Erilaisia näkemyksiä lienee yhtä paljon kuin yhtiössä on osakkeenomistajia.

Osakkeenomistajien preferenssien heterogeenisuus huomioiden on jokseenkin ymmärrettävää, että yhtiön edun ja osakkeenomistajien edun samaistamista on usein myös arvosteltu.<sup>177</sup> Koski on osaltaan katsonut yhtiön edun ja osakkeenomistajien edun samaistamisen pätevän lähinnä keskitetyn omistuksen yhtiöissä kuten perheyhtiössä mutta ei sellaisessa yhtiössä, jossa omistus on hajaantunut useiden

---

<sup>174</sup> Ks. esim. Taxell 1946 s. 20, Taxell 1961 s. 16–17, Koski 1977 s. 225.

<sup>175</sup> Nyström 2016 s. 83.

<sup>176</sup> Mähönen 2016 s. 147–154. Ks. myös Timonen 1997 s. 16, joka on tuonut esille osakkeenomistajien eri sijoitustyyliin liittyvien odotusten erilaisuuden. Osakkeenomistajien sijoitus voi olla luonteeltaan esimerkiksi spekulatiivinen tai strateginen tai lyhyt- tai pitkäaikainen.

<sup>177</sup> Laine 2016 s. 252 ja alaviitteessä 109 mainittu kirjallisuus.

osakkeenomistajien kesken.<sup>178</sup> Uudemman kirjallisuuden osalta mainittakoon *Nyström*, jonka mukaan yhtiöoikeuden tutkielmassa on pitkälti sivuutettu osakkeenomistajien etujen ristiriitaisuutta koskevat ongelmat. Nyströmin mukaan osakkeenomistajien välistä intressiriitaa ei voida ratkaista loogisesti yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisellä edulla.<sup>179</sup>

Vastauksena edellä esitettyyn kritiikkiin kirjallisuudessa on esitetty, että osakkeenomistajia tulisi kohdella eräänlaisena kollektiivina, jonka eriävät preferenssit on jätettävä huomioimatta.<sup>180</sup> Osakkeenomistajien eriävistä preferensseistä johtuen kaikkien osakkeenomistajien edussa onkin väistämättä kyse jossain määrin keinotekoisesta käsitteestä. Kyse ei voi olla osakkeenomistajien preferenssien summasta.<sup>181</sup> *Pönkä* on osuvasti katsonut, että yhtiön etu eli kaikkien osakkeenomistajien etu tulisi ymmärtää kaikkien osakkeenomistajien *hypoteettiseksi* eduksi.<sup>182</sup> Tämä määritelmä tuokin paremmin esille kaikkien osakkeenomistajien edun yleiskielestä poikkeavan ja eittämättä jokseenkin keinotekoisien luonteen.

Jos osakkeenomistajat ovat erimielisiä – kuten he oletettavasti useimmiten ovat – kaikkien osakkeenomistajien etu joudutaan jotenkin konstruoimaan.<sup>183</sup> Tyypillisesti tämä tehtävä kuuluu yhtiön johdolle. Koska johdolla on velvollisuus edistää yhtiön etua, sen on myös sille kuuluvien tehtävien osalta tapauskohtaisesti ratkaistava, mitä yhtiön edulla eli kaikkien osakkeenomistajien edulla käytännössä tarkoitetaan. Osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys asettavat vain edellä kuvatut laveat ulkorajat tällaiselle harkinnalle.<sup>184</sup> Lopullinen päätösvalta yhtiön edun sisällöstä kuuluu kuitenkin osakkeenomistajille. Osakkeenomistajilla on oikeus valita ja erottaa yhtiön toimintaa ohjaava hallitus, joka valitsee edelleen alemmat johtajat.<sup>185</sup> Hallituksen valintaa ja erottamista koskevat päätökset tehdään enemmistö päätöksinä. Näin ollen enemmistö voi halutessaan päättää vaihtaa yhtiön hallituksen, jos se katsoo, ettei johdon toiminta ole yhtiön edun mukaista. OYL 5:27:ssä tarkoitettulla määräenemmistöllä on

---

<sup>178</sup> Koski 1977 s. 225.

<sup>179</sup> Nyström 2016 s. 81–88 ja 209.

<sup>180</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 244.

<sup>181</sup> Villa 2018 s. 723.

<sup>182</sup> Pönkä 2012 s. 259, Pönkä 2013a s. 29–30.

<sup>183</sup> Rasinaho 2013 s. 564–565.

<sup>184</sup> Ks. Nyström 2016 s. 99, jonka mukaan yhtiön etu voidaan tyypillisesti määritellä vain negatiivisesti ja tällöinkin melko lavein termein. Ks. myös Pönkä 2012 s. 327, jonka mukaan johdolla on melko ”vapaat kädet” päättää yhtiön liiketoiminnan harjoittamisesta.

<sup>185</sup> Vahtera 2011 s. 385.

lähtökohtaisesti katsottava vastaavasti olevan oikeus määritellä, milloin suunnattua osakeantia voidaan pitää yhtiön edun mukaisena, kuten jäljempänä käy tarkemmin ilmi.<sup>186</sup> Yhtiön edun arviointi on siten enemmistöperiaatteeseen kytkeytyvä seikka.<sup>187</sup>

### 3.5. Yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen suhde

Tämän tutkielman keskiössä on osaltaan yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun välinen suhde. Aihetta on käsitelty suunnattujen osakeantien osalta tarkemmin jäljempänä. Tässä yhteydessä voidaan todeta, että kirjallisuudessa on usein korostettu yhtiön edun – tai yhtiön toiminnan tarkoituksen – ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä yhteyttä. Yhtiön johdon näkökulmasta voidaan sanoa, että johdolla on *positiivinen toimintavelvollisuus* edistää yhtiön etua. Yhdenvertaisuusperiaate puolestaan ilmaisee *negatiivisen pidättäytymisvelvoitteen*, jonka mukaisesti johto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.<sup>188</sup> Voidaan ajatella, että yhtiön etu kertoo sen, mitä yhtiön toiminnassa on tavoiteltava kun taas yhdenvertaisuusperiaate asettaa rajat niille keinoille, joiden kautta yhtiön etua voidaan pyrkiä edistämään. Toisaalta voidaan katsoa, että yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate toteutuvat usein yhtäaikaaisesti. Yhdenvertaisuusperiaatteen on nimittäin katsottu suojaavan vähemmistöosakkeenomistajia nimenomaan sellaiselta opportunistiselta käytökseltä, joka ei edistä yhtiön eli kaikkien osakkeenomistajien etua.<sup>189</sup> Vastaavasti on katsottu, että yhdenvertaisuusperiaatteen kieltämässä määräysvallan väärinkäytössä on tyypillisesti kyse yhtiön ja osakaskunnan yhteisten etujen syrjäyttämisestä enemmistöosakkeenomistajan tai tätä lähellä olevien tahojen hyväksi.<sup>190</sup> Edelleen on esitetty, että osakkeenomistajien näkökulmasta yhtiön toiminnan tarkoituksen toteutuminen ja yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen tarkoittavat usein de facto samaa asiaa.<sup>191</sup> Lähtökohtaisesti onkin vaikea ajatella, että päätöksen tai toimen voitaisiin katsoa olevan omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella, mikäli sitä voidaan samalla pitää kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun – eli yhtiön edun – mukaisena.

Kirjallisuudessa on toisaalta nähdäkseeni perustellusti esitetty, että yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen suhde määrittyy kuitenkin osin eri tavoin riippuen siitä, tarkastellaanko yhtiön etua

---

<sup>186</sup> Ks. luku 5.5.

<sup>187</sup> Villa 2018 s. 725.

<sup>188</sup> Ks. vastaavasti Lautjärvi 2017 s. 57.

<sup>189</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 354, Immonen – Villa s. 33.

<sup>190</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 37.

<sup>191</sup> Lautjärvi 2017 s. 59.

osana yhtiön liiketoimintaa koskevaa päätöksentekoa vai osana yhtiön niin sanottuja sisäisiä päätöksiä. Tällaista hahmotustapaa ovat kannattaneet erityisesti *Vahtera* ja *Pönkä*.<sup>192</sup> Vahteran mukaan liiketoimintapäätöksissä yhtiön toiminnan tarkoitus – jonka Vahtera rinnastaa yhtiön etuun ja kaikkien osakkeenomistajien etuun<sup>193</sup> – sekä yhdenvertaisuusperiaate ”ikään kuin sulautuvat samaksi periaatteeksi.”<sup>194</sup> Pönkä on omaksunut vastaavan näkemyksen ja todennut, että liiketoimintapäätösten osalta toiminnan tarkoitus pitää sisällään edellytyksen yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamisesta. Pöngän mukaan liiketoimintapäätösten osalta onkin lähdettävä siitä, ettei yhtiön tekemä päätös voi olla omiaan tuottamaan yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoittamaa epäoikeutettua etua, jos päätös on liiketaloudellisesti perusteltu eli yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen.<sup>195</sup> Tästä seuraa, etteivät vähemmistöosakkeenomistajat voi yhdenvertaisuusperiaatteen kautta puuttua sellaisiin itselleen epämieluisiin liiketoimintapäätöksiin, jotka ovat kuitenkin yhtiön edun mukaisia. Päinvastainen tulkinta ei olisi kestävä osakeyhtiölain päätöksentekojärjestelmän kannalta.

Yhtiön sisäisten päätösten osalta ei voida soveltaa samanlaista logiikkaa. Sisäisillä päätöksillä Vahtera ja Pönkä tarkoittavat sellaisia päätöksiä, jotka koskettavat osakkeenomistajien oikeuksista ja velvollisuuksista. Tällaisia päätöksiä ovat esimerkiksi varojen jakamista ja osakeanteja koskevat päätökset. Vahteran ja Pöngän mukaan yhtiön sisäiset päätökset joko toteuttavat toiminnan tarkoitusta suoraan (varojen jakaminen) tai pyrkivät välillisesti tämän tavoitteen edistämiseen (osakeannit). Oleellista on, että yhtiön sisäiset päätökset ovat yleensä jo lähtökohdiltaan yhtiön edun mukaisia, jolloin niiden suhde yhdenvertaisuusperiaatteeseen on ratkaistava tapauskohtaisesti.<sup>196</sup> Esimerkiksi maksullinen osakeanti on tyypillisesti aina vähintäänkin jossain määrin yhtiön edun mukainen.<sup>197</sup> maksullinen osakeantihan kasvattaa yhtiön varallisuutta ja edistää täten yhtiön kykyä tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Tästä huolimatta se saattaa loukata yhdenvertaisuusperiaatetta – selvää on, että esimerkiksi tiettyä osakkeenomistajaa suosiva hinnoittelu suunnatussa osakeannissa saattaa olla katsottavissa yleislausekkeen vastaiseksi<sup>198</sup>. Näin ollen sisäisten päätösten kuten osakeantien osalta yh-

---

<sup>192</sup> Ks. Vahtera 2011 s. 166–173, Pönkä 2012 s. 337–344, 447–448, Pönkä 2013b s. 216–218.

<sup>193</sup> Vahtera 2011 s. 140

<sup>194</sup> Vahtera 2011 s. 166. Esitöissä on niin ikään todettu, että yhdenvertaisuusperiaatteesta ei johdu kieltoa tehdä osakkeenomistajan kanssa tämän kannalta edullisia liiketoimia, jos liiketoimet ovat myös yhtiön edun mukaisia. HE 109/2005 s. 40. Yhdenvertaisuusperiaate ei siis estä erilaisten lähipiiriliiketoimien tekemistä, mikäli ne ovat yhtiön edun mukaisia.

<sup>195</sup> Pönkä 2012 s. 447. Pönkä nähtävästi rinnastaa toisiinsa yhtiön edun, kaikkien osakkeenomistajien edun, toiminnan tarkoituksen ja päätöksen liiketaloudelliset perusteet. Ks. Pönkä 2012 s. 320–329, 447.

<sup>196</sup> Ks. Vahtera 2011 s. 166–167, Pönkä 2012 s. 341.

<sup>197</sup> Pönkä 2016 s. 47.

<sup>198</sup> HE 109/2005 s. 40.

denvertaisuusperiaatetta ja yhtiön etua ei voida samaistaa keskenään samalla tavalla kuin liiketoimintapäätöksissä, vaan tällaisten päätösten osalta yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä suhdetta on arvioitava tapauskohtaisesti.

#### 4. OSAKEANTIEN TOTEUTTAMISEN LÄHTÖKOHDISTA

Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun tarkastelun jälkeen voidaan siirtyä tarkastelemaan lähemmin osakeanteja ja niitä koskevaa sääntelyä. Tässä luvussa on käsitelty osakeanteja koskevan sääntelyn lähtökohtia sekä erityisesti osakkeenomistajan etuoikeuden merkitystä. Lisäksi on tarkasteltu osakeanteja koskevan päätöksen tekemisen muodollisia edellytyksiä. Luvun loppuun on myös vertailtu keskenään niitä tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa siihen, päätyykö yhtiö rahoittamaan toimintaansa merkintäetuoikeusannilla vai suunnatulla osakeannilla. Suunnatun osakeannin painavaa taloudellista syytä ja sen yhteyttä yhtiön etuun ja yhdenvertaisuusperiaatteeseen on tarkasteltu erikseen seuraavassa luvussa.

##### 4.1. Yleisesti osakeanteja koskevasta sääntelystä

Julkisten osakeyhtiöiden osakeanteja koskevat säännökset perustuvat pitkälti niin sanottuun vanhaan pääomadirektiiviin (77/91/ETY)<sup>199</sup>,<sup>200</sup> jota on sittemmin muutettu niin sanotulla pääomadirektiivin muutosdirektiivillä (2006/68/EY)<sup>201</sup>. Oikeusministeriön arviomuistion mukaan kyseinen muutosdirektiivi ei edellyttänyt Suomen lainsäädännön muuttamista.<sup>202</sup> Vanhan pääomadirektiivin muutokset on edelleen kodifioitu osaksi niin sanottua uutta pääomadirektiiviä (2012/30/EU)<sup>203</sup>, joka on edelleen kodifioitu osaksi niin sanottua kodifikaatiodirektiiviä (2017/1132)<sup>204</sup>. Vaikka useat osakeanteja koskevat säännökset koskevat yhtä lailla niin julkisia kuin yksityisiäkin yhtiöitä, sisältyy sääntelyyn

---

<sup>199</sup> Toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY, annettu 13 päivänä joulukuuta 1976, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa (EYVL L 26, 31.1.1977, s. 1–13).

<sup>200</sup> Ks. pääomadirektiivin voimaansaattamisesta KM 1992:32 s. 59–104.

<sup>201</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/68/EY, annettu 6 päivänä syyskuuta 2006, neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta (EUVL L 264, 25.9.2006, s. 32–36).

<sup>202</sup> Ks. OM 2008 s. 1–16.

<sup>203</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2012/30/EU, annettu 25 päivänä lokakuuta 2012, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 54 artiklan toisessa kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa (EUVL L 315, 14.11.2012, s. 74–97).

<sup>204</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/1132, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (EUVL L 169, 30.6.2017, s. 46–127).



myös tiettyjä eroavaisuuksia. Yksityiset osakeyhtiöt voivat esimerkiksi poiketa osakkeenomistajan etuoikeudesta yhtiöjärjestyksessään, kun taas julkisten osakeyhtiöiden osalta tämä on mahdollista vain rajoitetusti.<sup>205</sup> Lisäksi osakeyhtiölain osakeanteja koskevaan sääntelyyn sisältyy tiettyjä kansallisia erityispiirteitä, joilla ei ole vastinetta vanhassa pääomadirektiivissä tai sitä seuranneissa direktiiveissä. Tutkielman kannalta keskeinen esimerkki tästä on painavan taloudellisen syyn vaatimus.

Osakeannin määritelmästä on säädetty OYL 9:1:ssä. Osakeyhtiölaissa osakeannilla tarkoitetaan tilannetta, jossa yhtiö antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan. Jos osakkeita annetaan merkittäväksi maksua vastaan, kyseessä on maksullinen osakeanti ja jos osakkeita annetaan maksutta, kyse on maksuttomasta osakeannista. Tyypillisesti osakeannissa on kyse ensin mainitusta eli maksullisesta osakeannista, sillä osakeyhtiön rahoituksessa tavanomainen tapa kerätä pääomaa on juuri osakkeiden antaminen merkittäväksi maksua vastaan<sup>206</sup>. Osakkeita voidaan kuitenkin antaa myös muussa tarkoituksessa, kuten esimerkiksi yhtiön henkilöstön kannustamista tai yhteistyösuhteen edistämistä varten.<sup>207</sup> Kokonaan maksuttoman osakeannin tarkoitus voi liittyä esimerkiksi juuri henkilöstön kannustamiseen mutta toisaalta sen tosiasiallisena tarkoituksena voi olla myös yhtiön toiminnan rahoittaminen. Yhtiö voi nimittäin valmistautua maksulliseen osakeantiin päättämällä ensin maksuttomasta osakeannista itselleen (OYL 9:20) yhtiön omien eli niin sanottujen treasury-osakkeiden luomiseksi.<sup>208</sup> Tämä helpottaa myöhemmin järjestettävän maksullisen osakeannin toteuttamista, sillä kokonaan uusien osakkeiden antaminen edellyttää sekä osakeantipäätöksen rekisteröimistä (OYL 9:7, 9:18) että osakkeiden rekisteröimistä (OYL 9:14, 9:18.2).<sup>209</sup> Osakkeenomistajien aseman kannalta yhtiön omistamalla osakkeilla ei ole merkitystä sillä osake, joka kuuluu yhtiölle itselleen, ei tuota oikeuksia yhtiössä (OYL 3:2.3).

## 4.2. Osakkeenomistajan etuoikeus

Osakeyhtiölain lähtökohtana on, että osakkeenomistajilla on etuoikeus<sup>210</sup> osakeannissa annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita (OYL 9:3.1). Osakkeen-

---

<sup>205</sup> Ks. luku 4.2.

<sup>206</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 277.

<sup>207</sup> Ks. luku 5.3.

<sup>208</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 112.

<sup>209</sup> Pönkä 2012 s. 352.

<sup>210</sup> Kuten Laine on todennut, OYL 9:3:ssa käytetty legaalitermi on nimenomaan etuoikeus ja tämä etuoikeus kattaa niin maksullisen kuin maksuttomankin osakeannin. OYL 9:1.2:n mukaisesti vain maksua vastaan annettavia osakkeita *merkitään*, siinä missä maksuttomia osakkeita vain *annetaan*. Maksuttomien osakkeiden

omistajan etuoikeus on eurooppalainen pääsääntö, josta säädettiin vanhan pääomadirektiivin 29 artiklassa ja joka ilmenee nykyisin kodifikaatiodirektiivin 72 artiklasta.<sup>211</sup> Etuoikeus on merkityksellinen oikeus, sillä se suo osakkeenomistajalle mahdollisuuden säilyttää suhteellinen asemansa yhtiössä muuttumattomana siitä huolimatta, että yhtiön ulkona eli liikkeessä olevien osakkeiden määrä muuttuu<sup>212</sup>. Etuoikeus kattaa niin maksulliset kuin maksuttomatkin osakeannit ja maksullisessa osakeannissa etuoikeus on voimassa siitä riippumatta, maksetaanko osake rahassa vai OYL 9:12:ssa tarkoitettulla apporttiomaisuudella.<sup>213</sup> Erikseen on säädetty, että jos yhtiössä on erilaisia osakkeita, etuoikeus on toteutettava antamalla kaikkien osakelajien osakkeita lajien suhteessa ja tarjoamalla kunkin osakelajin osakkeita osakkeenomistajille samassa suhteessa kuin heillä ennestään on senlaisia osakkeita (OYL 9:3.2). Voidaan sanoa, että etuoikeus turvaa tällöin suhteellisen aseman lisäksi myös osakkeenomistajan laadullisen aseman säilymistä.<sup>214</sup>

Etuoikeudesta voidaan yksityisten osakeyhtiöiden osalta poiketa yhtiöjärjestyksessä, kuten OYL 9:3.3:n 1. virkkeestä käy ilmi. Yksityisen osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan siis esimerkiksi määrätä, että osakkeenomistajilla ei ole lainkaan etuoikeutta osakeannissa tai että etuoikeus määräytyy muuten kuin laissa säädetyllä tavalla.<sup>215</sup> Mahdollisuus poiketa osakkeenomistajien etuoikeudesta yhtiöjärjestyksen määräyksellä ilmentää osaltaan osakeyhtiölain tavoitteena olleen tahdonvaltaisuu- den korostamista. Taustalla on ollut käsitys siitä, etteivät etuoikeussäännökset ole aina kaikkien yhtiöiden osalta tarkoituksenmukaisia, jolloin niistä tulisi voida myös poiketa.<sup>216</sup> Julkisten osakeyhtiöiden osalta etuoikeudesta poikkeaminen on kuitenkin rajoitetumpaa, mikä seuraa osaltaan jo vanhan pääomadirektiivin sääntelystä.<sup>217</sup> Etuoikeudesta poikkeaminen ei kuitenkaan siis ole tällaistenkaan

---

vastaanottaminen ei Laineen mukaan välttämättä edellytä osakkeisiin oikeutetuilta mitään erityisiä toimia. Ks. Laine 2016 s. 169 alaviite 155 ja s. 231.

<sup>211</sup> Etuoikeuden taustalla on ilmeisesti ennen kaikkea Saksan yhtiöoikeus. Ks. KM 1992:32 s. 90–91.

<sup>212</sup> HE 109/2005 s. 101 ja Villa 2018 s. 723.

<sup>213</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 661. Etuoikeuden ulottaminen myös muihin kuin rahassa maksettaviin osakeanteihin merkitsi kansallista poikkeusta vanhaan pääomadirektiiviin, jonka 29 artiklan mukaan etuoikeus koski vain niitä tilanteita, joissa pääomaa korotettiin ”vastiketta vastaan” (”by consideration in cash”).

<sup>214</sup> Samansuuntaisesti Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017b s. 768.

<sup>215</sup> HE 109/2005 s. 102. Etuoikeuden rajoittamista ei oltu vielä hallituksen esityksessä mainittu yhtenä OYL 5:29:n sääntelemistä tilanteista, joiden osalta on saatava osakkeenomistajan suostumus yhtiöjärjestyksen muuttamiseen. Ks. HE 109/2005 s. 239. Lain lopulliseen versioon tällainen säännös kuitenkin otettiin (OYL 5:29.1:n 4 kohta). Etuoikeudesta poikkeaminen yhtiöjärjestyksessä ei siis ole mahdollista ilman osakkeenomistajan suostumusta. Talousvaliokunta perusteli muutosta ”lain selkeyttämisellä”. Ks. TaVM 7/2006 s. 10. Nähtävästi taustalla oli tarve suojata etuoikeuden asema yhtenä keskeisistä varallisuus oikeuksista. Ks. Raitio 2014 s. 276–281.

<sup>216</sup> Ks. HE 109/2005 s. 102.

<sup>217</sup> HE 109/2005 s. 102.

yhtiöiden osalta täysin poissuljettua. OYL 9:3.3:n 2. virkkeen mukaan julkisen osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osake, joka yhtiöjärjestyksen mukaan ei tuota oikeutta jako-osaan yhtiön varoja jaettaessa, ei tuota etuoikeutta osakeannissa. Tällaisten niin sanottujen taloudellisia residuaalioikeuksia vailla olevien osakkeiden osalta ei ole riskiä siitä, että etuoikeudesta poikkeaminen johtaisi kyseessä olevan osakkeenomistajan taloudellisen aseman heikkenemiseen.<sup>218</sup>

Etuoikeutta noudattavaa osakeantia kutsutaan merkintäetuoikeusanniksi tai kuponkianniksi.<sup>219</sup> Käytännössä osakkeenomistajan etuoikeus toteutuu merkintäetuoikeusannissa niin, että kukin osake tuottaa osakeantipäätöksessä yksilöidyn määrän merkintäoikeuksia, jotka täysimääräisesti käyttämällä osakkeenomistaja voi estää suhteellisen omistuksena laimenemisen. Jos yhtiö kuuluu arvo-osuusjärjestelmään, merkintäoikeus kirjataan merkinnän alkaessa asianomaiselle arvo-osuustilille, jollei osakeantipäätöksessä määrätä toisin (OYL 3:14c.2). Vaihtoehtoisesti yhtiö voi antaa niin sanotun osakeantitodistuksen todistuksena osakkeenomistajan merkintäoikeudesta osakeannissa (OYL 3:12.2). Yleisistä varallisuus oikeudellisista periaatteista seuraa, että osakkeen merkintään oikeutettu voi siirtää merkintäoikeutensa toiselle.<sup>220</sup> Osakkeenomistajalla on siis oikeus käydä kauppaa merkintäoikeuksillaan, jollei osakeantipäätöksessä ole määrätty toisin<sup>221</sup> ja pörssiyhtiöissä merkintäoikeudet ovatkin säännönmukaisesti julkisen kaupankäynnin kohteena<sup>222</sup>. Yksityisissä osakeyhtiöissä merkintäoikeuksille ei kuitenkaan ole vastaavia tehokkaita markkinoita.

Vaikka etuoikeus tarjoaakin osakkeenomistajalle mahdollisuuden suhteellisen aseman säilyttämiseen, ei tämä sellaisenaan tarkoita, etteivätkö yhtiön omistussuhteet voisi muuttua etuoikeutta noudattavan merkintäetuoikeusannin seurauksena huomattavastikin. Osakkeenomistaja voi luonnollisesti katsoa, ettei merkintähinnan maksamisesta koituva haitta vastaa antiin osallistumisesta saavutettavaa hyötyä. Koska merkintäetuoikeuksia ei ole pakko käyttää täysimääräisesti tai ollenkaan ja koska ne voidaan pörssiyhtiöissä tyypillisesti myös myydä eteenpäin, siis myös yhtiön ulkopuolisille tahoille, voi merkintäoikeusanti johtaa merkittäviinkin muutoksiin yhtiön omistussuhteissa. Lisäksi on mahdollista, että merkintäetuoikeusannissa käyttämättä jääneitä merkintäoikeuksia tarjotaan toisijaisesti osakkeenomistajille tai muille tahoille, mikä voi niin ikään johtaa yhtiön omistussuhteiden muuttumiseen.

---

<sup>218</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 667–668.

<sup>219</sup> Talvivaara 2012.

<sup>220</sup> HE 109/2005 s. 104.

<sup>221</sup> Pönkä 2012 s. 356.

<sup>222</sup> Bergström – Samuelsson 2015 s. 186.

Toissijaiset osakeannit ovat pitkälti osakeyhtiölaissa sääntelemätön ilmiö ja yhtiöt voivatkin päättää tällaisten osakeantien toteuttamisesta melko vapaasti. Osakkeenomistajalla ei ole niin sanottua toissijaista merkintäetuoikeutta, joka velvoittaisi yhtiön tarjoamaan tietyn osakkeenomistajan merkitsemättä jättämiä osakkeita toissijaisesti merkittäväksi muille osakkeenomistajille.<sup>223</sup> Osakeyhtiölain lähtökohtana on, ettei merkitsemättä jääneitä osakkeita tarjota toissijaisesti merkittäväksi kenelläkään, jolloin osakkeet jäävät yhtiölle tai ne jätetään rekisteröimättä.<sup>224</sup> Osakeantipäätöksessä voidaan kuitenkin erikseen määrätä, että merkitsemättä jääneet osakkeet tarjotaan toisten osakkeenomistajien tai – ilman että päätökseen sovelletaan suunnattua osakeantia koskevia säännöksiä – muiden henkilöiden merkittäväksi. Osakeantipäätöksessä voidaan myös määrätä, että hallituksella tai yhtiökokouksella on oikeus päättää, kenelle merkitsemättä jääneitä osakkeita tarjotaan. Toissijaisia osakeanteja koskevaa päätöksentekoaikin rajoittaa yhdenvertaisuusperiaate, minkä lisäksi hallituksen on myös otettava huomioon yhtiön etu OYL 1:8:n mukaisesti.<sup>225</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun huomioimisen merkitys korostuu ainakin silloin, kun toissijainen osakeanti toteutetaan, kuten merkintäoikeusannit yleensä, alihintaisena.<sup>226</sup>

Kirjallisuudessa on usein korostettu osakkeenomistajan etuoikeuden merkitystä. Etuoikeutta on esimerkiksi kuvattu yhdeksi eurooppalaisen yhtiöoikeuden kivijaloista.<sup>227</sup> Etuoikeuden on myös katsottu täsmentävän yhdenvertaisuusperiaatetta.<sup>228</sup> Etuoikeuden tärkeydestä kertoo sekin, että sen on jo vanhastaan katsottu olevan voimassa ilman lain nimenomaista säännöstäkin.<sup>229</sup> Osakkeenomistajan etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin ei toisaalta ole mikään yleismaailmallinen yhtiöoikeudellinen sääntö. Yhdysvalloissa lähtökohtana on, että osake ei tuota etuoikeutta uusiin osakkeisiin, ellei tällaisesta oikeudesta ole erikseen määrätty yhtiöjärjestyksessä.<sup>230</sup> Suomenkin osalta on selvää, että etuoikeudesta voidaan ensinnäkin OYL 5:29.1:n 4 kohdan mukaisesti poiketa yhtiöjärjestyksessä kaikkien sellaisten osakkeenomistajien suostumuksella, joiden etuoikeutta yhtiöjärjestyksen muuttamisella on tarkoitus rajoittaa. Selvää on myös, että etuoikeudesta voidaan poiketa tapauskohtaisesti toteuttamalla suunnattu osakeanti, mikäli laissa säädetyt edellytykset täyttyvät. Mahdollisuus

---

<sup>223</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 665.

<sup>224</sup> Pönkä 2012 s. 361.

<sup>225</sup> Ks. toissijaisten osakeantien sääntelystä HE 109/2005 s. 101–102.

<sup>226</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 665.

<sup>227</sup> Ventoruzzo 2013 s. 542. Samansuuntaisesti Mäntysaari 2010 s. 174. Ks. myös esim. Mähönen – Villa 2012 s. 286, jonka mukaan osakkeenomistajan etuoikeus on ”osakeyhtiöoikeuden keskeinen asia”.

<sup>228</sup> Raitio 2014 s. 202.

<sup>229</sup> Ks. HE 27/1977 s. 36: ”Voimassa olevassa oikeudessa ei ole [etuoikeutta] koskevia säännöksiä. Yleensä lähdetään toisaalta siitä, että osakkeenomistajilla on etuoikeus uusiin osakkeisiin samassa suhteessa, kuin he ennestään omistavat yhtiön osakkeita”.

<sup>230</sup> Armour ym. 2017d s. 182. Ks. vertailevasta näkökulmasta Ventoruzzo 2013.

toteuttaa osakeanti suunnattuna ja myös vastoin vähemmistön tahtoa merkitsee sitä, ettei osakeyhtiölain voida katsoa lopulta suojaavan osakkeenomistajien omistus- tai ääniosuuden säilymistä yhtiössä<sup>231</sup>. Onkin selvää, että etuoikeus on lopulta joustava oikeus.

### 4.3. Etuoikeudesta poikkeamisen vaikutukset

Kuten edellä on todettu, suunnatulla osakeannilla tarkoitetaan OYL 9:4:n mukaisesti kaikkia sellaisia osakeanteja, joissa osakkeita annetaan muuten kuin OYL 9:3:ssa tarkoitettua etuoikeutta noudattaen. Osakeanti voidaan suunnata vain tietyille osakkeenomistajille, kaikille osakkeenomistajille keskenään erilaisin etuoikeuksin tai yhtiön ulkopuolisille tahoille, jotka eivät ole aikaisemmin omistaneet yhtiön osakkeita.<sup>232</sup> Oleellista on, että toisin kuin merkintäetuoikeusanti, suunnattu osakeanti vaikuttaa väistämättä yhtiön omistussuhteisiin. Annin ulkopuolelle jäävän osakkeenomistajan näkökulmasta omistussuhteiden muutos tarkoittaa suhteellisen omistuksen laimenemista, millä voi olla huomattava vaikutus osakkeenomistaja asemaan yhtiössä.

Suhteellisen omistuksen laimeneminen vaikuttaa kaikkiin niihin osakkeiden tuottamiin oikeuksiin, joiden käyttö riippuu osakeomistuksen jakautumisesta yhtiössä.<sup>233</sup> Osakkeiden tuottamat oikeudet on perinteisesti jaettu hallinnoimis- ja varallisuuspitoisiin oikeuksiin ja laimenemisvaikutus kohdistuu siis näistä molempiin.<sup>234</sup> Hallinnoimisoikeuksien laimeneminen merkitsee osakkeenomistajan määräysvalta-aseman heikkenemistä.<sup>235</sup> Määräysvalta-aseman heikkeneminen johtuu ensinnäkin siitä, että suunnatun osakeannin myötä osakkeenomistajan suhteellinen äänivalta yhtiössä supistuu. Lisäksi määräysvalta-asemaan vaikuttaa sekin, että suunnattu osakeanti saattaa johtaa niin sanottujen varsinaisten vähemmistöoikeuksien menettämiseen. Varsinaisissa vähemmistöoikeuksissa on kyse hallinnoimisoikeuksista, joihin voivat vedota sellaiset osakkeenomistajat, joilla on tietty murto-osa yhtiön kaikista osakkeista tai yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista.<sup>236</sup> Esimerkkinä voidaan mainita oikeus vaatia vähemmistöosingon jakamista (OYL 13:7), johon voivat vedota osakkeenomistajat, jotka omistavat vähintään yhden kymmenesosa kaikista yhtiön osakkeista. Suunnatun osakeannin seurauksena osakkeenomistajan suhteellinen omistus voi laimentua niin, ettei kyseessä olevaan vähemmistöoikeuteen vetoaminen ole enää mahdollista.

---

<sup>231</sup> Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017a s. 17.

<sup>232</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 292.

<sup>233</sup> Ks. suunnatun osakeannin vaikutuksista KM 1987:44 s. 220–222.

<sup>234</sup> Ks. jaottelusta hallinnoimis- ja varallisuuspitoisiin oikeuksiin esim. Havansi 1979 s. 6–13. Ks. listauksena osakkeiden tuottamista oikeuksista esim. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017a s. 145–147.

<sup>235</sup> Pönkä 2012 s. 362.

<sup>236</sup> Ks. varsinaisista vähemmistöoikeuksista esim. Pönkä 2012 s. 139–141.

Varallisuuspitoisten oikeuksien laimeneminen merkitsee puolestaan ensinnäkin sitä, että osakkeenomistajan etuoikeus tulevissa osakeanneissa annettaviin osakkeisiin vähenee.<sup>237</sup> Lisäksi varallisuuspitoisten oikeuksien laimeneminen tarkoittaa, että annin ulkopuolelle jääneen osakkeenomistajan osakekohtainen osuus eri varojenjakotilanteiden yhteydessä jaettavista varoista supistuu.<sup>238</sup> Etuoikeutta lukuun ottamatta varallisuuspitoisiin oikeuksiin kohdistuvat vaikutukset riippuvat kuitenkin osakkeiden merkintähinnasta<sup>239</sup>: jos osakkeet merkitään käyvästä hinnasta, annin ulkopuolelle jääneen osakkeenomistajan suhteellinen omistus yhtiössä laimenee mutta osuus yhtiön nettovarallisuudesta säilyy muuttumattomana. Onkin esitetty, että mikäli osakkeista maksetaan käypä hinta, osakkeenomistajan taloudellinen asema ei muutu, vaikka suhteellinen omistus yhtiössä laimenee.<sup>240</sup> Voidaan sanoa, että tällöin omistuksen laimeneminen kohdistuu osakkeenomistajan hallinnolliseen asemaan.<sup>241</sup> Alle käyvän hinnan toteutettaviin suunnattuihin osakeanteihin voidaan sen sijaan suhtautua torjuvasti, sillä tällaisen osakeannin on katsottava merkitsevän annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien osalta sekä hallinnollisen aseman että taloudellisen aseman heikkenemistä.<sup>242</sup>

#### 4.4. Osakeanneista päättäminen

Osakeanneista päätetään yhtiökokouksessa (OYL 9:2.1). Koska osakeanti vaikuttaa osakkeenomistajien välisiin suhteisiin, voidaan pitää perusteltuna, että osakkeiden antaminen on nimenomaan osakkeenomistajien päätösvallassa riippuvainen asia.<sup>243</sup> Yhtiökokous voi kuitenkin myös päättää valtuuttaa hallituksen päättämään osakeannista kokonaan tai joiltakin osin (OYL 9:2.2). Osakeyhtiölaissa säädettyä vähimmäisvaatimuksena on, että valtuutus päätöksessä on määrätty annettavien osakkeiden enimmäismäärästä osakelajeittain. Muuten valtuutus päätös antaa hallitukselle lähtökohtaisesti vapaat kädet päättää joko merkintäetuoikeusannista tai myös suunnatusta osakeannista, ellei tällaista oikeutta suljeta erikseen pois.<sup>244</sup> Yhtiökäytännössä ja erityisesti pörssiyhtiöissä osakeanti valtuutukset ovat olleet tavanomaisia ja usein melko väljästi rajattuja, antaen hallitukselle mahdollisuuden päättää

---

<sup>237</sup> KM 1987:44 s. 221.

<sup>238</sup> Ks. Pönkä 2012 s. 363.

<sup>239</sup> Ks. KM 1987:44 s. 221–222.

<sup>240</sup> Ks. KKO 2018:19 kohta 34: ”Osakkeista on maksettu käyvän arvon mukainen vastike, joten osakkeenomistajien taloudellinen asema ei ole heikentynyt.” Samoin Mähönen – Villa 2015 s. 437: ”Käyvän hinnan vaatimukseen liittyy käsitys siitä, että osakkeenomistajan omistuksen arvo ei kokonaisuutena muutu, vaikka hänen omistuksensa määrä yhtiössä laimenee.”

<sup>241</sup> Raitio 2014 s. 238.

<sup>242</sup> Ks. alihinnoittelun vaikutuksista tarkemmin luku 5.4.3.

<sup>243</sup> Mähönen ja Villa pitävät tätä yleisenä yhtiöoikeudellisena periaatteena. Mähönen – Villa 2012 s. 278. Toisaalta vastaavaa periaatetta ei siis ole omaksuttu esimerkiksi Yhdysvalloissa, joista osakeanneista päättää lähtökohtaisesti hallitus. Ks. esim. Ventoruzzo 2013 s. 519–520.

<sup>244</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 653

myös suunnatusta osakeannista sekä hyvin laajan harkintavallan osakkeiden merkintähinnan suhteen.<sup>245</sup>

Merkintäetuoikeusannista voidaan tehdä päätös normaalina OYL 5:26:n mukaisena enemmistöpäätöksenä. Koska merkintäetuoikeusannissa osakkeenomistajalla on mahdollisuus säilyttää suhteellinen omistuksensa muuttumattomana, ei siihen ole tarvinnut liittää erityisiä päätöksentekovaatimuksia. Kirjallisuudessa merkintäetuoikeusantia koskevan päätöksen onkin katsottu rinnastuvan tavanomaiseen liiketoimintapäätökseen.<sup>246</sup> Suunnattua osakeantia koskeva päätös on sen sijaan tehtävä OYL 5:27:n mukaisena määräenemmistöpäätöksenä (OYL 5:27.2:n 2. kohta) ja sama edellytys koskee myös sellaisesta osakeantivaltuutuksesta päättämistä, jossa ei suljeta pois hallituksen oikeutta päättää suunnatusta osakeannista (OYL 9:4.2). Määräenemmistövaatimus muodostaa suunnatun osakeannin muodollisen päätöksentekoodellytyksen.<sup>247</sup> Yhtiökokouksen määräenemmistöpäätös edellyttää, että sitä on kannattanut vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Määräenemmistövaatimus ilmentää luonnollisesti suunnattujen osakeantien merkityksellisyttä osakkeenomistajille ja se korostaa osaltaan etuoikeutta noudattaen toteutettujen osakeantien ensisijaisuutta. Kuitenkin jos yhtiökokous on päättänyt sellaisen osakeantivaltuutuksen myöntämisestä, jossa ei suljeta pois hallituksen oikeutta päättää suunnatusta osakeannista, ei tällaisiin osakeantivaltuutuksen nojalla tehtäviin päätöksiin enää liity erityisiä määräenemmistövaatimuksia.<sup>248</sup> Hallitus tekee siis osakeantivaltuutukseen perustuvat päätöksensä tavallisina enemmistöpäätöksinä, jollei yhtiöjärjestyksestä muuta johdu (OYL 6:3.1).

Osakkeenomistajat voivat myös yhtiökokousta pitämättä yksimielisinä päättää yhtiökokoukselle kuuluvasta asiasta (OYL 5:1.2). Kaikki osakkeenomistajat voivat siis yksimielisinä päättää myös suunnatusta osakeannista tai osakeantivaltuutuksesta. Osakassopimuksissa on myös ollut tavanomaista edellyttää, että osakeannista päätetään yksimielisesti.<sup>249</sup> Jos osakkeenomistajat ovat päättäneet suunnatusta osakeannista yksimielisesti, jäljempänä käsitelty painavan taloudellisen syyn vaatimus me-

---

<sup>245</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 295.

<sup>246</sup> Vahtera 2011 s. 243.

<sup>247</sup> Lisäksi jos hallitus ehdottaa, että yhtiökokous päättää suunnatusta osakeannista tai sellaisesta osakeantivaltuutuksesta, jossa ei suljeta pois hallituksen oikeutta päättää suunnatusta osakeannista, asiasta on myös mainittava yhtiökokouskutsussa (OYL 9:4.2). Kirjallisuudessa vastaavan edellytyksen on katsottu koskevan myös niitä tilanteita, joissa ehdotuksen tekee jokin muu taho kuin hallitus. Laine 2016 s. 198, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 675 alaviite 70, Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017b s. 773. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 676, joiden mukaan suunnatusta osakeannista päättämiseen ei osakeyhtiölain mukaan yleensä liity muita yksinomaan suunnattuja osakeantia koskevia muodollisuuksia.

<sup>248</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017b s. 774.

<sup>249</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 279.

nettää merkityksenä. Toisin sanoen tällaisissa tilanteissa osakkeenomistajien yksimielinen tahto muodostaa painavan taloudellisen syyn etuoikeudesta poikkeamiselle.<sup>250</sup> Kuten OYL 5:29.3:sta käy ilmi, myöskään yhdenvertaisuusperiaate ei voi tulla sovellettavaksi, mikäli päätökselle on kaikkien osakkeenomistajien suostumus.

#### **4.5. Valinta merkintäetuoikeusannin ja suunnatun osakeannin välillä**

Ennen suunnatun osakeannin painavan taloudellisen syyn tarkastelua voidaan vielä tämän luvun loppuun arvioida niitä tekijöitä, jotka ohjaavat valintaa merkintäetuoikeusannin ja suunnatun osakeannin välillä. Sekä merkintäetuoikeusanti että suunnattu osakeanti edustavat keskenään vaihtoehtoisia tapoja kerätä rahoitusta yhtiölle.<sup>251</sup> Lähtökohtaisesti on hallituksen tehtävä varmistaa, että yhtiön rahoitus on asianmukaisesti järjestetty.<sup>252</sup> Rahoituspäätösten tekemistä ohjaa ensisijaisesti OYL 1:8, jonka mukaisesti yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Tässä tapauksessa hallituksen on pyrittävä löytämään yhtiön eli kaikkien osakkeenomistajien edun kannalta toimivin tapa rahoittaa yhtiön toiminta. Mikäli hallitus pitää lisöpääoman hankkimista osakeannin kautta yhtiön edun mukaisena ratkaisuna, sen on seuraavana kysymyksenä ratkaistava, ehdottaako se yhtiökokoukselle osakeannin toteuttamista merkintäetuoikeusantina vai suunnattuna osakeantina. Hallitus voi luonnollisesti tehdä tämän ratkaisun myös itsenäisesti, mikäli yhtiökokous on aikaisemmin myöntänyt hallitukselle tällaisen päätöksen mahdollistavan osakeantivaltuutuksen. Hallituksen on päätöksenteossaan joka tapauksessa otettava huomioon toisaalta merkintäetuoikeusantiin ja toisaalta suunnattuun osakeantiin liittyvät hyödyt ja haitat ja ratkaistava näiden tekijöiden perusteella, millaista osakeantia voidaan pitää kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisena. Kaikkien osakkeenomistajien yhteinen etu muodostaa pohjan jäljempänä tarkemmin käsitellyn painavan taloudellisen syyn vaatimuksen arvioinnille.

Rahoituksen järjestämiseen liittyvät kysymykset ovat erottamaton osa kaikenlaisten yritysten toimintaa, mikä johtuu ensinnäkin niin sanotusta reaali-prosessin viiveestä eli siitä, että yrityksille syntyy yleensä menoja enne kuin ne saavat tuloa.<sup>253</sup> Lisäksi yhtiö tarvitsee pääomaa erilaisten investointien rahoittamista varten. Rahoitusteorian näkökulmasta investoinnit ovat välttämättömiä, sillä jos yritys ei pysty tekemään kannattavia investointeja, sen olemassaolo ei ole perusteltavissa. Tällainen yritys ei

---

<sup>250</sup> Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 671.

<sup>251</sup> Suunnatulla osakeannilla voi olla myös muita kuin suoraan yhtiön rahoitukseen liittyviä tavoitteita, joita on käsitelty tarkemmin jäljempänä. Ks. luku 5.3.

<sup>252</sup> OYL 6:2.1:n mukaisesti hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Yhtiön rahoituksen asianmukainen järjestäminen on luonnollisesti välttämätöntä, jotta yhtiön toiminta olisi ylipäänsä mahdollista.

<sup>253</sup> Ks. rahoituksen tarpeesta yrityksissä esim. Mähönen – Villa 2012 s. 66–69.



tuota lisäarvoa vaan tuhoaa omistajiensa varallisuutta.<sup>254</sup> Reaaliprosessin viive – yhtiön liiketoiminnan rahoittaminen – sekä tarve tehdä investointeja yhdessä selittävät sen, että kaikenlaisilla yrityksillä on organisaatiomuodosta riippumaton tarve saada rahoitusta.<sup>255</sup>

Arvioitaessa merkintäetuoikeusantien ja suunnattujen osakeantien välisiä hyötyjä ja haittoja voidaan suunnattujen osakeantien puolesta katsoa puhuvan sen, että suunnatut osakeannit ovat erityisesti pörssi-yhtiöissä usein merkintäetuoikeusanteja yksinkertaisempi ja vähemmän kustannuksia aiheuttava tapa hankkia lisää pääomaa yhtiölle.<sup>256</sup> Siinä missä pörssi-yhtiön merkintäetuoikeusanteihin liittyvien oheiskulujen on todettu olevan noin 5 prosentin luokkaa kerätystä pääomasta, suunnatussa osakeannissa kustannusten on esitetty olevan noin 1-2 prosentin luokkaa.<sup>257</sup> Pörssi-yhtiöille kustannuksia koituu muun muassa siitä, että merkintäetuoikeusanti edellyttää tyypillisesti arvopaperimarkkinalain 4 luvussa tarkoitetun esitteen laatimista. Esitesääntelyyn sisältyvien poikkeusten johdosta velvollisuus esitteen laatimiseen voidaan kuitenkin usein välttää suunnatuissa osakeanneissa. Näin on esimerkiksi silloin, kun osakkeita tarjotaan yksinomaan AML 4:3.1:ssä tarkoitetuille kokeneille sijoittajille.<sup>258</sup> Yksityisissä yhtiöissä ei toisaalta ole vastaavaa velvollisuutta laatia esitettä, jolloin suunnattu osakeanti ei tarjoa tässä suhteessa kustannus- ja tehokkuusetuja merkintäetuoikeusantiin nähden.

Merkintäetuoikeusannin puolesta puhuu luonnollisesti se, ettei siihen liity suunnatuille osakeanneille ominaista laimenemisvaikutusta. Kuten edellä on käynyt ilmi, suhteellisen omistuksen laimenemisella voi olla huomattava vaikutus osakkeenomistajan asemaan, mistä syystä merkintäetuoikeusanti saattaa ainakin yksittäisen osakkeenomistajan näkökulmasta näyttäytyä ensisijaisena keinona hankkia lisää pääomaa yhtiölle. Merkintäetuoikeusannin eduksi voidaan myös erityisesti pörssi-yhtiöiden osalta lukea se, että tällainen anti voidaan ainakin tyypillisesti toteuttaa ongelmitta huomattavaankin alihintaan, mikä puolestaan lisää kannustimia osallistua antiin ja siis edistää annin onnistumista. Suunnatussa osakeannissa annin alihinnoitteluun on suhtauduttava torjuvammin, sillä alihinnoittelu merkitsee lähtökohtaisesti yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen taloudellisen edun antamista antiin

---

<sup>254</sup> Knüpfner – Puttonen 2014 s. 16.

<sup>255</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 66.

<sup>256</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 671.

<sup>257</sup> Talvivaara 2012.

<sup>258</sup> Ks. osakeanteihin liittyvistä arvopaperimarkkinaoikeudellisista tiedonantovelvoitteista esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018 s. 709–712.

osallistuville tahoille.<sup>259</sup> Merkintäetuoikeusannissa merkintähinnan määrääminen osakkeen käypää hintaa alhaisemmaksi sen sijaan vain siirtää osakkeeseen liittyvää taloudellista arvoa merkintäoikeuksille.<sup>260</sup> Koska alihinnoittelu heijastuu merkintäoikeuksien arvoon, osakkeenomistaja voi pitää taloudellisen asemansa muuttumattomana merkintäoikeutensa käyttämällä tai merkintäoikeutensa myymällä.<sup>261</sup> Myyntimahdollisuus takaa sen, että osakkeenomistaja voi turvata taloudellisen asemansa myös siitä riippumatta, onko hänellä itsellään varaa osallistua antiin. Kun merkintäoikeudet voidaan myydä eteenpäin, osakkeenomistajalla on täysi suoja taloudellisen aseman heikkenemistä vastaan riippumatta annin merkintähinnasta.<sup>262</sup> Tällöin alihinnoittelua voidaan siis käyttää melko vapaasti. Toisaalta jos merkintäoikeuksien myynti tehokkailla markkinoilla ei ole mahdollista, pitänee merkintäetuoikeusannin alihinnoitteluunkin suhtautua torjuvammin.<sup>263</sup> Tästä syystä merkintäetuoikeusannin alihinnoittelu ei välttämättä ole yksityisissä osakeyhtiöissä yhtä ongelmallista kuin pörssi-yhtiöissä.

## **5. YHTIÖN ETU JA YHDENVERTAISUUSPERIAATE OSANA SUUNNATUN OSAKEANNIN PAINAVAN TALOUDELLISEN SYYN TULKINTAA**

Tässä luvussa voidaan siirtyä tarkastelemaan tutkielman keskiössä olevaa kysymystä suunnatun osakeannin aineellisena edellytyksenä olevan painavan taloudellisen syyn täyttymisestä. Suunnatun osakeannin muodollisena edellytyksenä on edellä todetulla tavalla katsottu olevan sen, että suunnattua osakeantia koskeva päätös on tehty OYL 5:27:n mukaisena määränemmistöpäätöksenä. OYL 9:4:n sanamuodon mukaisesti suunnatulle osakeannille on lisäksi oltava yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Painavan taloudellisen syyn vaatimus ja siihen kiinteästi liittyvät yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate muodostavat suunnatun osakeannin aineelliset edellytykset. Tässä luvussa painavan taloudellisen syyn vaatimuksen arviointia on lähestytty tarkastelemalla ensin painavan taloudellisen syyn vaatimuksen säännöshistoriaa sekä sen yhteyttä yhtiön etuun. Lisäksi on käsitelty niitä tyyppitapauksia, joissa suunnatulle osakeannille saattaa esitöiden perusteella olla painava taloudellinen syy.

---

<sup>259</sup> Pörssi-yhtiöissä jonkinlainen alihinnoittelu suhteessa osakkeen markkinahintaan lienee usein välttämätöntä annin onnistumisen kannalta. Jos merkintähinta vastaa osakkeen markkinahintaa, ei antiin osallistuvilla tahoilla ole juurikaan kannustimia merkitä osakkeita, sillä osakkeita voitaisiin yhtä lailla hankkia myös markkinoilta.

<sup>260</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 287.

<sup>261</sup> Bergström – Samuelsson 2015 s. 186.

<sup>262</sup> Davies 2008 s. 836.

<sup>263</sup> Ks. esim Pönkä 2012 s. 360, jonka mukaan alikurssiin toteutettu merkintäetuoikeusanti voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta ongelmallinen, jos annin tarkoituksena on painostaa osakkeenomistajia tekemään lisäsuorituksia yhtiölle. Ks. samoin myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 661–663, jotka korostavat merkintäoikeuden realisointimahdollisuuden tärkeyttä, jottei annista muodostuisi keinoa pakottaa osakkeenomistaja lisäsuorituksiin osakkeenomistajan taloudellisen aseman heikkenemisen uhalla.

Tämän jälkeen on käsitelty kootusti painavan taloudellisen syyn täyttymisen arviointia. Lopuksi on pyritty yhteenvetomaisesti esittämään, milloin suunnatulle osakeannille voidaan katsoa olevan painava taloudellinen syy.

### 5.1. Painavan taloudellisen syyn säännöshistoriasta

Kuten edellä on jo käynyt ilmi, painavan taloudellisen syyn vaatimus ei sisältynyt vanhaan pääomadirektiiviin tai sitä seuranneisiin direktiiveihin vaan kyse on suomalaisen sääntelyn erityispiirteestä. Myöskään muissa Pohjoismaissa lakiin ei ole otettu vastaavaa säännöstä suunnatun osakeannin aineellisista perusteista.<sup>264</sup> Esimerkiksi Ruotsin osakeyhtiölain (Aktiebolagslag 551/2005, SABL) mukaan merkintäetuoikeudesta voidaan poiketa yhtiökokouksen määränemmistö päätöksellä (SABL 13:2) ja suunnatun osakeannin aineellisia edellytyksiä sääntelee lähinnä yleislauseke (SABL 7:47).<sup>265</sup> Suomessa omaksuttu painavan taloudellisen syyn vaatimus kirjattiin vuoden 1978 osakeyhtiölakiin vuoden 1992 säännösmuutoksen<sup>266</sup> yhteydessä. Säännösmuutosta edeltävänä käsityksenä vaikuttaa olleen, että suunnattua osakeantia rajoittivat yhdenvertaisuusperiaate<sup>267</sup> ja yleislauseke mutta toisaalta suuntaaminen oli mahdollista näiden estämättä, jos anti oli yhtiön edun mukainen. Tämä käy ilmi alla olevasta vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöihin sisältyneestä lausumasta:

*”Yhdenvertaisuusperiaate – kaikkia osakkeenomistajia on kohdeltava samalla tavoin, jollei toisin ole erityisesti säädetty tai yhtiöjärjestyksessä määrätty — on erityisen tärkeä, kun on kysymys etuoikeudesta poikkeamisesta. Sanottu periaate ei kuitenkaan estä tekemästä poikkeusta tietyn henkilön eduksi, vaikka tämä samalla on osakkeenomistaja, mikäli poikkeaminen on yhtiön edun mukainen. Niin ikään voi yleislauseke (9: 16) tulla sovellettavaksi.”<sup>268</sup>*

Vuoden 1992 säännösmuutoksen esitöistä ilmenee, ettei yhdenvertaisuusperiaatetta tai yleislauseketta pidetty riittävänä tapana säädellä suunnattuja osakeanteja. Esitöiden mukaan suunnattuja osakeanteja oli käytetty väärin – toisin sanoen yhtiön edulle vieraalla tavalla – toteuttamalla anti pelkäämään yhtiön omistus- tai äänivaltasuhteissa ennakoitavissa olevien muutosten ehkäisemiseksi, ”ilman,

---

<sup>264</sup> Laine 2016 s. 178.

<sup>265</sup> Lisäksi Ruotsin arvopaperimarkkinalautakunta on antanut pörssiyhtiöitä koskevia lausuntoja suunnattuihin osakeanteihin liittyen. Ks. suunnatuista osakeanneista Ruotsissa esim. Bergström – Samuelsson 2015 s. 187–193.

<sup>266</sup> Laki osakeyhtiölain muuttamisesta (504/1992).

<sup>267</sup> Tässä yhteydessä yhdenvertaisuusperiaatteella viitataan siis yleiseen yhtiöoikeudelliseen yhdenvertaisuusperiaatteeseen. Ks. luku 2.2.

<sup>268</sup> HE 27/1977 s. 36.

että on voitu osoittaa toimenpiteen tuottavan yhtiölle varsinaista taloudellista etua”.<sup>269</sup> Nähtävästi esitöissä kuvatuilla väärinkäytöksillä viitattiin 1980-luvun osakebuumin aikana toteutettuihin suunnattuihin anteihin.<sup>270</sup> Esitöiden mukaan ”epäselvyyksien korjaamiseksi” oli joka tapauksessa aiheellista tarkentaa suunnatun annin aineellisia edellytyksiä, minkä seurauksena lakiin lisättiin painavan taloudellisen syyn vaatimus.<sup>271</sup> Esitöiden perusteella jää tosin jokseenkin epäselväksi, oliko painavan taloudellisen syyn lakiin kirjaamisella asiallisesti tarkoitus muuttaa oikeustilaa vai ei. Esitöiden mukaan muutoksen tarkoituksena oli korostaa, ettei yhtiön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden vähäinen taloudellinen etu oikeuta yhtiötä poikkeamaan osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta. Toisaalta esitöissä todettiin myös, ettei painavan taloudellisen syyn vaatimuksella haluttu puuttua sellaisiin tapauksiin, joissa merkintäetuoikeudesta poikkeaminen oli ollut yleisesti hyväksyttyä.<sup>272</sup> Nähtävästi painavan taloudellisen syyn vaatimuksella ei siis kuitenkaan haluttu muuttaa sitä edellä kuvattua lähtökohtaa, että suunnattu osakeanti on lähtökohtaisesti hyväksyttävissä silloin, kun se on yhtiön edun mukainen. Yhtiölle koituvalta edulta edellytetään kuitenkin tiettyä ”painavuutta”.

Nykyisessä osakeyhtiölaissa painavan taloudellisen syyn edellytys säilytettiin asiallisesti muuttumattomana.<sup>273</sup> Lakiin otettiin kuitenkin nimenomainen maininta annin merkintähintaan liittyen, jonka mukaan suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen.<sup>274</sup> Mitä ilmeisemmin kyseisellä lisäyksellä haluttiin korostaa sitä, että alle käyvän hinnan toteutettujen suunnattujen osakeantien voidaan usein katsoa loukkaavan yhdenvertaisuusperiaatetta. Lakiin lisättiin myös erityinen täysin maksuttomia suunnattuja osakeanteja koskeva aineellinen edellytys eli erityisen painavan taloudellisen syyn vaatimus. Osakeyhtiölain mukaan suunnattu osakeanti voi olla maksuton vain, jos siihen on yhtiön kannalta ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy. Esitöiden mukaan tällainen anti voi tulla kyseeseen vain tietyissä melko poikkeuksellisissa tilanteissa<sup>275</sup>, mikä osaltaan korostaa edelleen osakkeen merkintähinnan merkitystä suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa.<sup>276</sup>

---

<sup>269</sup> HE 11/1992 s. 8.

<sup>270</sup> Ks. af Schultén 2006 s. 314.

<sup>271</sup> HE 11/1992 s. 8.

<sup>272</sup> HE 11/1992 s. 8.

<sup>273</sup> Ks. HE 109/2005 s. 102.

<sup>274</sup> Samansuuntaisesti jo tätä ennen HE 11/1992 s. 14: ”harkitessaan suhtautumistaan hallituksen suunnattua antia koskevaan päätösehdotukseen huolellinen osakas kiinnittää huomiota muun muassa osakkeen merkintähinnan ja arvioimansa käyvän arvon suhteeseen.”

<sup>275</sup> HE 109/2005 s. 103.

<sup>276</sup> Vielä vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana oltiin kuitenkin katsottu, että suunnattua maksutonta osakeantia vastannut suunnattu rahastoanti olisi yleislausekkeen vastaisena pääsääntöisesti kielletty. Ks. Raitio 2014 s. 240 alaviite 457 ja siinä viitattu Kyläkallio 1989 s. 193, jonka mukaan ”lähes poikkeuksetta korotuspäätös

## 5.2. Painava taloudellinen syy ja yhtiön etu

Kuten edellä on jo käynyt ilmi, painavan taloudellisen syyn vaatimus kytkeytyy selvästi yhtiön etuun, mikä ilmenee osin jo siitä, että painavaa taloudellista syytä on arvioitava ”yhtiön kannalta”. Esitöissäkin painavan taloudellisen syyn vaatimus palautuu yhtiön etuun, sillä esitöiden mukaan tapauskohtaisesti on arvioitava, onko suunnattu osakeanti kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen – eli yhtiön edun – mukainen.<sup>277</sup> Kirjallisuudessa painavan taloudellisen syyn vaatimus on niin ikään liitetty yhtiön etuun.<sup>278</sup> Voidaan myös pitää jossain määrin itsestään selvänä, ettei osakkeenomistajien etuoikeudesta poikkeamista voida pitää hyväksyttävänä millään muulla perusteella kuin sillä, että etuoikeuden syrjäyttämisen voidaan katsoa jollain tavalla edistävän yhtiön eli kaikkien osakkeenomistajien etua.

Edellä on käsitelty yhtiön edun käsitettä yleisellä tasolla. Arvioitaessa yhtiön edun merkitystä suunnattujen osakeantien kontekstissa yhtiön edun tulee katsoa sisältävän vaatimuksen siitä, että suunnattu osakeanti johtaa yhtiön taloudellisen aseman tai toimintaedellytysten paranemiseen.<sup>279</sup> Edellä esitetyn yhtiön edun määritelmän mukaisesti on katsottava, että suunnatun osakeannin tulee edistää yhtiön voitontuottamiskyvyn paranemista vähintäänkin pitkällä aikavälillä. Tämä voi sinänsä ilmetä monin eri tavoin. Voitontuottamiskyvyn voidaan ajatella kasvavan esimerkiksi silloin, kun suunnattua osakeantia käytetään yhtiölle tärkeän investoinnin rahoittamiseen tai kun henkilöstölle suunnattu osakeanti johtaa yhtiön henkilöstön tuottavuuden kasvuun. Näitä suunnatun osakeannin eri käyttötilanteita on käsitelty tarkemmin jäljempänä.

Yhtiön etu pitää edelleen sisällään sen, että suunnatun osakeannin on edistettävä koko osakkeenomistajakollektiivin etua. Suunnatun osakeannin ei tarvitse olla kaikkien yksittäisten osakkeenomistajien etujen tai intressien mukainen mutta selvää on, ettei suunnattuja osakeanteja voida käyttää yksinomaan esimerkiksi enemmistöosakkeenomistajan etujen edistämiseen. Tätä ajatusta ilmentävät myös esitöissä mainitut esimerkit suunnatun osakeannin kielleyistä käyttötilanteista. Esitöiden mukaan

---

antaa sille/niille, joka/jotka päätöksen mukaan on oikeutettu maksutta saamaan uusia osakkeita, epäoikeutettua etua muiden osakkeenomistajien kustannuksella.” Maksuttoman suunnatun osakeannin salliminen ilmentää siten osaltaan yhtiöiden toimintavapauden lisääntymistä, mikä on ollut yksi osakeyhtiölain uudistamisen tavoitteista. Ks. HE 109/2005 s. 17.

<sup>277</sup> HE 109/2005 s. 102.

<sup>278</sup> Esim. Huttunen vaikuttaa suoraan rinnastavan painavan taloudellisen syyn vaatimuksen ja yhtiön edun. Ks. Huttunen 2005 s. 146–147.

<sup>279</sup> Ks. esim. KM 1990:44 s. 33: ”yhtiön taloudellisen aseman tai toimintaedellytysten parantamiseksi yhtiöllä voi [...] olla hyväksyttävä syy poiketa osakkeenomistajan etuoikeudesta.”

painavana taloudellisena syynä ei voida koskaan pitää esimerkiksi osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista eli niin sanottua omistuksen betonoimista.<sup>280</sup> Nimenomaisesti kiellettyä on esimerkiksi optiokauppoja seuraavan ja määräysvallan säilyttämiseen tähtäävien suunnattujen osakeantien järjestäminen.<sup>281</sup> Näitä järjestelyjä voidaan pitää kiellettynä juuri siitä syystä, ettei niiden tarkoituksena ole yhtiön edun vaan lähinnä osakkeita merkitsevien tahojen edun edistäminen. Samaa voidaan lähtökohtaisesti sanoa myös niiden tilanteiden osalta, jossa suunnattua osakeantia käytetään yritysvaltausten eli johdon tai vanhojen omistajien kannalta ei-toivottavien ostotarjousten torjumiseen. Tällaisten tilanteiden ei voida tyypillisesti katsoa täyttävän painavan taloudellisen syyn vaatimusta, mikäli kyse on vain johdon tai enemmistön intressien suojaamisesta.<sup>282</sup>

Kuten todettu, toimiminen yhtiön edun mukaisesti merkitsee toimimista tavalla, joka edistää yhtiön toiminnan tarkoitusta. Kirjallisuudessa on käyty tähän liittyen keskustelua siitä, miten suunnattuja osakeanteja tulisi arvioida sellaisten yhtiöiden osalta, joiden toiminnan tarkoituksena on jokin muu kuin voiton tuottaminen. Yhtiön toiminnan tarkoituksena voi olla esimerkiksi tietyn yleishyödyllisen tarkoituksen edistäminen.<sup>283</sup> Mikäli yhtiön tavoitteena ei ole taloudellisen edun tuottaminen osakkeenomistajille voidaan kysyä, tulisiko suunnatun osakeannin edellytyksenäkään olla nimenomaan painava *taloudellinen* syy. Ainakaan *Huttusen* mukaan tällaista tulkintaa ei pitäisi omaksua vaan sen sijaan tulisi katsoa, että jos yhtiön toiminnan tarkoitus on ”aatteellinen” myös suunnatun osakeannin edellytyksenä tulisi olla painava *aatteellinen* syy. *Huttusen* mukaan painavassa taloudellisessa syyssä on pohjimmiltaan kyse juuri yhtiön edusta, jolloin myös suunnatun osakeannin tulisi olla mahdollinen myös muiden kuin taloudellisten syiden perusteella, mikäli tätä vain voidaan pitää yhtiön edun mukaisena.<sup>284</sup> Päinvastaista kantaa *Huttuseen* nähden edustaa *Laine*, joka on osaltaan korostanut lain sanamuotoa ja katsonut, että suunnatun osakeannin perusteena täytyy pitää nimenomaan taloudellista etua eikä yhtiön etuun muutoin liittyviä syitä. Kantansa tueksi *Laine* viittaa asunto-osakeyhtiöitä ja osuuskuntia koskevaan sääntelyyn, jossa on niin ikään omaksuttu painavan taloudellisen syyn vaatimus suuntaamisen edellytykseksi, vaikkei edellä mainittujen yhteisömuotojen tarkoituksena olekaan

---

<sup>280</sup> HE 109/2005 s. 102–103 ja HE 32/2012 s. 146. Painavan taloudellisen syyn kirjaamista lakiin perusteltiin niin ikään aikoinaan sillä, että suunnattuja osakeanteja oli käytetty väärin toteuttamalla anti pelkästään yhtiön omistus- tai äänivaltasuhteissa ennakoitavissa olevien muutosten ehkäisemiseksi ilman, että suunnatun osakeannin voitiin osoittaa tuottavan yhtiölle varsinaista taloudellista etua. Ks. HE 11/1992 s. 8.

<sup>281</sup> HE 11/1992 s. 14.

<sup>282</sup> Immonen – Lindgren 2017 s. 231, Immonen 2015 s. 39.

<sup>283</sup> Ks. Mähönen – Villa 2015 s. 353.

<sup>284</sup> *Huttunen* 2005 s. 146–147.

voiton tuottaminen.<sup>285</sup> Toisaalta painavan taloudellisen syyn vaatimusta koskevan säännöshistorian perusteella voitaisiin myös esittää, ettei viittauksella taloudelliseen syyhyn välttämättä tarkoitettu, että suunnatulla osakeannille saavutettavien etujen olisi aina oltava luonteeltaan nimenomaan taloudellisia. Painavan taloudellisen syyn kirjaamisella lakiin tavoiteltiin ennen kaikkea sitä, ettei suunnattuja osakeanteja käytettäisi yhtiön edulle vieraisiin tarkoituksiin, kuten esimerkiksi yksinomaan tiettyjen osakkeenomistajien etujen edistämiseen.

Vaikka yhtiön etu ja painavan taloudellisen syyn vaatimus ovat eittämättä läheisessä yhteydessä toisiinsa, ei painava taloudellinen syy ilmeisesti kuitenkaan tarkoita täsmälleen samaa asiaa kuin yhtiön etu. Kuten edellä on käynyt ilmi, OYL 9:4:n sanamuodon perusteella painavan taloudellisen syyn täyttymistä on arvioitava suhteessa osakkeenomistajan etuoikeudesta poikkeamiseen. Kyse on sen arvioinnista, onko osakeannin toteuttamiselle nimenomaan suunnattuna osakeantina ollut painava taloudellinen syy.<sup>286</sup> Näin ollen *pelkkä* yhtiölle suunnatusta osakeannista koituvaa etu ei vielä voi tarkoittaa, että anti täyttää painavan taloudellisen syyn vaatimuksen vaan *lisäksi* edellytetään, että annilla tavoiteltuun päämäärään ei voitaisi päästä merkintäetuoikeusannin toteuttamisen kautta. Painavan taloudellisen syyn vaatimuksen voitaisiin siis katsoa sisältävän eräänlaisen välttämättömyysedellytyksen.<sup>287</sup> Näin ollen voidaankin katsoa, ettei painava taloudellinen syy voida katsoa tarkoittavan puhtaasti samaa asiaa kuin yhtiön etuun rinnastuva liiketaloudellisesti perusteltu syy tai yhtiön toiminnan tarkoitus.<sup>288</sup> Liiketaloudellisten perusteiden lisäksi painavan taloudellisen syyn vaatimus edellyttää, että suunnatun osakeannin arvioinnissa otetaan huomioon myös mahdollisuudet toteuttaa anti osakkeenomistajien etuoikeutta noudattaen.

### 5.3. Painavan taloudellisen syyn tyyppitapaukset

Käytännössä keskeisen lähtökohdan painavan taloudellisen syyn täyttymiselle muodostanevat ne esitöissä mainitut tyyppitapaukset, joiden osalta suunnatun osakeannin toteuttamista on pidetty mahdollisena. Voidaan puhua suunnatun osakeannin hyväksyttävistä perusteista. Tältä osin esitöissä on viitattu yhtiön rahoitukseen, erilaisiin yritysjärjestelyihin, yhtiön toteuttamiin hankintoihin, johdon ja

---

<sup>285</sup> Laine 2016 s. 273–274.

<sup>286</sup> Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017b s. 774.

<sup>287</sup> Samansuuntaisesti Pönkä 2012 s. 366–367, Laine 2016 s. 268–269.

<sup>288</sup> Näin myös Raitio 2014 s. 224–225, Mähönen – Villa 2012 s. 295, af Schultén 2003 s. 275.

työntekijöiden kannustamiseen sekä yhteistyösuhteen aloittamiseen tai syventämiseen liittyviin perusteisiin. Raitio on kuvannut esitöissä mainittuja esimerkkitalanteita suuntaamisen rahoitus, kumppanuus ja palkitsemisfunktiona.<sup>289</sup>

Selvää on, että painavan taloudellisen syyn vaatimus voi täytyä silloin, kun suunnatun osakeannin taustalla on yhtiön rahoitustarpeen turvaaminen.<sup>290</sup> Näin on lähtökohtaisesti ainakin silloin, kun yhtiön tarvitsemaa rahoitusta ei voida hankkia yksinomaan vanhoilta osakkeenomistajilta. Kuitenkin jos lisärahoituksen hankkiminen yhtiön osakkeenomistajilta on sinänsä mahdollista, tulee tilannetta arvioida tarkemmin. Kuten todettu, yhtiöllä tulee olla painava taloudellinen syy nimenomaan etuoikeudesta poikkeamiselle. Täten jos annilla tavoiteltuun lopputulokseen voidaan päästä myös merkintäetuoikeusannin kautta, ei suunnatulle osakeannille ole laissa edellytettyä painavaa taloudellista syytä. Näin ollen suunnatun osakeannin toteuttaminen lisärahoituksen hankkimiseksi lienee mahdollista vain silloin, kun omistuksen suhteessa järjestettävällä merkintäetuoikeusannilla ei kyetä hankkimaan riittävästi pääomaa tai jos suunnatulla annilla pääomaa on saatavissa selvästi paremmilla ehdoilla.<sup>291</sup> Nuolimaa on osaltaan katsonut, ettei uuden riskipääoman saaminen riitä perusteeksi suunnatulle osakeannille, ellei ensin ole selvitetty mahdollisuuksia saada rahoitusta osakkeenomistajilta tai ellei yhtiö ole selvittänyt mahdollisuuksia saada kohtuullista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.<sup>292</sup> Kovin yksityiskohtaisia selvityksiä tosin tuskin voidaan edellyttää, sillä muuten suunnatusta osakeannista muodostuisi kohtuuttoman raskas tapa kerätä rahoitusta yhtiölle. Edeltävän tarkastelun perusteella voidaan esittää, että ainakin pörssiyhtiöiden osalta suunnattu osakeanti lienee usein kustannustehokkaampi tapa hankkia yhtiön tarvitsemaa lisärahoitusta. Jos suunnatulla osakeannilla voidaan esimerkiksi välttää arvopaperimarkkinalain 4 luvussa tarkoitettun esitteen laatiminen, puhuu tämä jo melko vahvasti painavan taloudellisen syyn täyttymisen puolesta. Voidaan myös ajatella, että annin suuntaaminen nimenomaan tietyille sijoittajalle voi toisinaan olla yhtiön edun mukaista. Näin voi olla esimerkiksi silloin, kun sijoittaja on valmis tarjoamaan tietotaitonsa yhtiön käyttöön.<sup>293</sup>

Yhtiön oman toiminnan rahoittamisen ohella esitöissä on tuotu esiin, että suunnatun osakeannin hyväksyttävä peruste saattaa liittyä myös erinäisiin yritysjärjestelyihin ja niiden rahoittamiseen.<sup>294</sup> Tämä

---

<sup>289</sup> Ks. Raitio 2014 s. 77–127.

<sup>290</sup> Ks. HE 109/2005 s. 102.

<sup>291</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 295.

<sup>292</sup> Nuolimaa 1989 s. 188.

<sup>293</sup> Raitio 2014 s. 228.

<sup>294</sup> HE 109/2005 s. 102.



lienee hyvin yleinen suunnattujen osakeantien käyttötapa.<sup>295</sup> Yhtenä esimerkkinä yritysjärjestelytilanteesta on mainittu osakevaihto, jossa yhtiö hankkii toisen yhtiön osakekannan tarjoamalla vastikkeeksi omia osakkeitaan. Osakkeita käytetään siis tällöin maksuvälineenä. Yhtiön kannalta tällainen oman pääoman ehtoinen yrityskaupan rahoittaminen voi olla tarkoituksenmukaisempaa, kuin turvautuminen luottokelpoisuutta alentavan vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Esitöissä on myös nimenomaisesti tuotu esille, että vaikka järjestely sinänsä voitaisiin rahoittaa myös osakkeenomistajilta saatavalla pääomalla, saattaa kauppahinnan maksaminen yhtiön osakkeilla olla kuitenkin yhtiön kannalta paras vaihtoehto, sillä tällöin voidaan saada uusi taho jakamaan yrityskauppaan liittyvää riskiä.<sup>296</sup> Yrityskauppojen ohella suunnattuja osakeanteja voidaan esitöiden perusteella muutenkin käyttää vastikkeena esimerkiksi yhtiölle tärkeän kiinteistön, patentin tai muun omaisuuden hankkimiseksi.<sup>297</sup> Ainakin tilanteessa, jossa yhtiölle tärkeän kiinteistön, patentin tai muun omaisuuden omistaja ei suostu luovuttamaan kyseistä omaisuuttaan muuten kuin osakevastiketta vastaan, voidaan nähdä melko vahvoja perusteita painavan taloudellisen syyn olemassaololle.

Suunnatun osakeannin ei välttämättä tarvitse liittyä yhtiön toiminnan tai yhtiön tekemien hankintojen rahoittamiseen, vaan kuten todettu suunnattuja osakeanteja voidaan käyttää myös osana erilaisia yhtiön johdolle tai työntekijöille tarkoitettuja kannustinjärjestelmiä.<sup>298</sup> Henkilöstölle suunnatut osakeannit voivat olla perusteltuja silloin, kun ne parantavat henkilöstön pysyvyyttä ja työmotivaatiota saattamalla osakeantiin oikeutetut osallisiksi yhtiön tuloksellisuudesta.<sup>299</sup> Kyse on siis suunnatulla osakeannilla saavutettavista kannustinhyödyistä. Taustalla voi olla myös se, ettei yhtiölle tärkeän henkilön houkuttelu yhtiön palvelukseen ole mahdollista, ellei kyseiselle henkilölle varata osakkeenomistajana mahdollisuutta saada taloudellista etua yhtiön menestymisestä.<sup>300</sup> Lisäksi kyse voi olla myös siitä, ettei yhtiöllä ole varaa maksaa työntekijöilleen muuta kuin osakepohjaisia palkkioita.<sup>301</sup> Vaikka henkilöstölle suunnatuille osakeanneille voidaan löytää perusteltuja syitä, tulee painavan taloudellisen syyn täyttymisen arvioinnissa ottaa kuitenkin huomioon yhtiökohtaiset tekijät sekä näiden vaikutus osakkeiden suuntaamisella saavutettuihin hyötyihin. Tapauskohtaisesti on siis esimerkiksi

---

<sup>295</sup> Ks. KM 1987:44 s. 219.

<sup>296</sup> HE 11/1992 s. 13.

<sup>297</sup> Ks. HE 27/1977 s. 36 ja HE 11/1992 s. 13.

<sup>298</sup> HE 109/2005 s. 102.

<sup>299</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017b s. 775.

<sup>300</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017b s. 775.

<sup>301</sup> Raitio 2014 s. 126.

arvioitava, millaista kannustinjärjestelmää voidaan pitää yhtiön edun mukaisena ja milloin kannustinjärjestelmällä saavutettavat hyödyt ovat tarpeeksi merkittäviä.<sup>302</sup> Esimerkiksi asiantuntijaorganisaatioissa voi olla perusteltua, että kannustinjärjestelmä kattaa koko henkilökunnan, sillä tällaisille organisaatioille on tyypillistä, että yksittäisellä työntekijällä on huomattava vaikutus yhtiön menestykseen. Toisaalta mikäli työntekijällä on vain hyvin rajalliset mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön menestykseen, tulisi osakkeen suuntaamiseen suhtautua pidättyvämmiin.<sup>303</sup>

Esitöiden mukaan suunnattu osakeanti voi olla perusteltu myös silloin, kun taustalla ovat toisen yhtiön kanssa tehtävän yhteistyön aloittamiseen tai tällaisen yhteistyön edistämiseen liittyvät syyt.<sup>304</sup> Yhteistyökumppaneille suunnattuihin anteihin voidaan ajatella liittyvän samanlaisia kannustinvaikutuksia kuin johdolle ja työntekijöille kohdistettuihin anteihinkin. Kun yhteistyökumppani pääsee osalliseksi yhtiön menestyksestä osakeomistuksen välityksellä, on kyseisellä taholla myös suurempi kannustin huolehtia siitä, että yhteistyön tavoitteet saavutetaan. Toisinaan osakeomistuksen voidaan myös ajatella olevan edellytyksenä sille, että vastapuoli suostuu yhteistyön aloittamiseen tai jatkamiseen. Vastaavasti kuin edellä, jos suunnattu osakeanti yhtiön yhteistyökumppanille edistää yhtiön eli koko osakkeenomistajakollektiivin etua, voidaan sen lähtökohtaisesti katsoa täyttävän painavan taloudellisen syyn vaatimuksen.

#### **5.4. Painavan taloudellisen syyn täyttymisen arviointi**

##### *5.4.1. Arvioinnin lähtökohdista*

Esitöiden perusteella painavan taloudellisen syyn vaatimus edellyttää tapauskohtaista arviota siitä, onko suunnattu osakeanti kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun – eli yhtiön edun – mukainen. Samalla esitöissä on korostettu yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä.<sup>305</sup> Painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tulkinnassa on siis otettava huomioon sekä yhtiölle eli kaikille osakkeenomistajille koituvat edut että yhdenvertaisuusperiaatetta rasittavat tekijät.

Kirjallisuudessa on yleisesti korostettu painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä yhteyttä osana suunnatun osakeannin aineellisten edellytysten arviointia. Kirjalli-

---

<sup>302</sup> Kuten edellä on todettu, yhtiön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden vähäinen taloudellinen etu ei oikeuta yhtiötä poikkeamaan osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta. HE 11/1992 s. 8.

<sup>303</sup> Ks. Raitio 2014 s. 123–124, viitaten Mäntysaari 2002 s. 806.

<sup>304</sup> HE 11/1992 s. 12–15.

<sup>305</sup> Ks. HE 109/2005 s. 102–103.

suudessa esitetyt näkemykset tosin eroavat sen suhteen, tulisiko yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä tarkastella osana painavan taloudellisen syyn täyttymistä vai onko kyse painavasta taloudellisesta syystä erillisestä edellytyksestä suunnatulle osakeannille. Jälkimmäistä kantaa edustavat esimerkiksi *Kyläkallio, Irola* ja *Kyläkallio*, joiden mukaan tapauskohtaisesti on arvioitava, tuleeko suunnatun osakeannin arvioinnissa antaa etusija painavalle taloudelliselle syyllle vai yhdenvertaisuusperiaatteelle.<sup>306</sup> *Airaksinen, Pulkkinen* ja *Rasinaho* vaikuttavat katsovan, että jos suunnatulle osakeannille on painava taloudellinen syy, se täyttää samalla myös yhdenvertaisuusperiaatteen vaatimukset. Toisaalta jos anti on yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, ei sille nähtävästi voitaisi katsoa olevan myöskään painavaa taloudellista syytä.<sup>307</sup> *Vahtera* on samansuuntaisesti katsonut, että painavan taloudellisen syyn vaatimus pitää sisällään yhtiön toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen ja että painavana taloudellisena syynä on täten pidettävä syytä, joka täyttää sekä toiminnan tarkoituksen että yhdenvertaisuusperiaatteen kriteerit.<sup>308</sup> *Laine* on vastaavasti esittänyt, että suunnatun osakeannin aineellinen peruste pitää sisällään yhtiön edun ja sen punninnan suhteessa osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimukseen.<sup>309</sup> *Raitio* mukaan osakkeen suuntaaminen on sen sijaan aina jossain määrin yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia. Suunnatut osakeannit ovat tästä huolimatta mahdollisia, mikäli annille on painava taloudellinen syy.<sup>310</sup> Kysymys siitä, onko yhdenvertaisuusperiaate osa painavan taloudellisen syyn vaatimusta vai tästä erillinen edellytys suunnatulle osakeannille, vaikuttaa lopulta pitkälti semanttiselta.<sup>311</sup>

Riippumatta siitä kuinka painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen suhde hahmotetaan, on suunnatun osakeannin aineellisten edellytysten arvioinnissa kyse joka tapauksessa yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen keskinäisestä punninnasta. Ensimmäisen vaiheen aineellisten edellytysten arvioinnissa muodostaa suunnatun osakeannin perusteen arviointi. Selvää on, että tämän perusteen on oltava yhtiön edun mukainen. Kuten todettu, nämä yhtiön edun mukaiset perusteet voivat liittyä esimerkiksi yhtiön rahoittamiseen, yritysjärjestelyihin tai erilaisiin hankintoihin, henkilöstön kannustinjärjestelmiin tai yhteistyösuhteen edistämiseen tai syventämiseen. Sen lisäksi, että suunnatun osakeannin perusteen on oltava yhtiön edun mukainen, edellyttää suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä myös sitä, ettei annilla tavoiteltuun lopputulokseen voitaisi päästä

---

<sup>306</sup> *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2017b s. 776.

<sup>307</sup> *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2010a s. 670–671, alaviite 64.

<sup>308</sup> *Vahtera* 2011 s. 247. Samoin *Pönkä* 2012 s. 371.

<sup>309</sup> *Ks. Laine* 2016 s. 191–194.

<sup>310</sup> *Raitio* 2014 s. 218.

<sup>311</sup> *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2010a s. 670–671, alaviite 64.

etuoikeutta noudattaen. Jos suunnattu osakeanti täyttää nämä alustavat edellytykset, voidaan arvioinnissa siirtyä yhdenvertaisuusperiaatteen merkityksen tarkasteluun. Tältä osin keskeiseen rooliin nousevat annin laimenemisvaikutus sekä annin mahdollinen alihintaisuus.

#### 5.4.2. Laimenemisvaikutuksen arviointi

Suunnatulle osakeannille on leimallista annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien suhteellisen omistuksen laimeneminen. Annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien suhteellisen omistuksen laimenemisen ja antiin osallistuvien tahojen suhteellisen omistuksen vahvistumisen voidaan katsoa olevan jännitteisessä suhteessa yleislausekkeeseen, joka kieltää epäoikeutettujen etujen hankkimisen yhtiön tai osakkeenomistajien kustannuksella.<sup>312</sup> Laimenemisvaikutuksen merkitystä arvioitaessa voidaan kiinnittää huomiota ainakin annin laimenemisvaikutuksen suuruuteen ja siitä seuraaviin määräysvalta-asemien muutoksiin sekä siihen, onko anti johtanut vähemmistöoikeuksien menettämiseen. Suhteellisen omistuksen merkittävän laimenemisen ja siitä seuraavan määräysvalta-asemien muuttumisen sekä vähemmistöoikeuksien menettämisen voidaan lähtökohtaisesti ajatella puoltavan käsitystä siitä, että anti loukkaa yhdenvertaisuusperiaatteen yleislauseketta.<sup>313</sup> Mitään tarkkaa rajaa hyväksyttävälle laimenemisvaikutukselle tuskin kuitenkaan voidaan asettaa. Kirjallisuudessa on esimerkiksi katsottu, että ”olennaisia” suhteellisten omistusosuuksien muutoksia voidaan pitää kiellettyinä.<sup>314</sup> On tosin myös katsottu, ettei esimerkiksi tietyn vähemmistöoikeuden menettäminen voi automaattisesti tarkoittaa, että suunnattu osakeanti olisi yleislausekkeen vastainen.<sup>315</sup> Toisaalta jos vähemmistöosakkeenomistajat ovat myös konkreettisesti joutuneet toistuvasti vetoamaan vähemmistöoikeuksiinsa, voitaneen tällaisten oikeuksien menetykseenkin suhtautua kriittisemmin. Tällöin voi nimittäin herätä epäily siitä, että suunnattua osakeantia on käytetty nimenomaan kyseisen vähemmistöoikeuden poistamiseksi.<sup>316</sup>

---

<sup>312</sup> Ks. samansuuntaisesti esim. Mähönen – Villa 2012 s. 292: ”koska suunnattu osakeanti vaikuttaa yleensä osakkeenomistajien välisiin suhteisiin, painavan taloudellisen syyn vaatimus kytkeytyy yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7) soveltamiseen.”

<sup>313</sup> Ks. esim. Nuolimaa 1989 s. 188, jonka mukaan mitä enemmän suunnatulla osakeannilla annetaan osakkeita, sitä todennäköisemmin loukataan yleislauseketta.

<sup>314</sup> Näin osakelajien yhdistämiseen liittyvien maksuttomien osakeantien osalta Kärkkäinen – Vahtera 2009 s. 12. Kirjoittajien mukaan osakelajien yhdistäminen ei useinkaan yksinään muodosta sellaista painavaa tai erittäin painavaa taloudellista syytä, joka oikeuttaisi sellaiset suunnatut osakeannit, joissa osakkeenomistajien suhteelliset osuudet muuttuisivat olennaisesti.

<sup>315</sup> Ks. esim. Nerep 2003 s. 283, jonka mukaan suunnattu osakeanti ei ole epäoikeutettu yksinomaan siitä syystä, että osakkeenomistaja menettää sen seurauksena 10 prosentin määrävähemmistönsä.

<sup>316</sup> Esim. Vahtera 2011 s. 252–253 ja Pönkä 2012 s. 363–364.

Lähtökohtaisesti suunnatun osakeannin laimenemisvaikutuksella ei voitane antaa kovin suurta merkitystä, ellei anti johda huomattavan radikaaleihin muutoksiin annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien asemassa. Esimerkiksi *Mähönen* ja *Villa* ovat osaltaan katsoneet, että yhtiön tarve käyttää suunnattua osakeantia yhtiön edun mukaisten tavoitteiden saavuttamiseen on tärkeämpi edellytys kuin yksittäisille osakkeenomistajille suunnatusta osakeannista mahdollisesti aiheutuva subjektiivinen haitta, eikä tietyn osakkeenomistajan osuuden aleneminen estä suunnattua antia, jos suunnatulle osakeannille on ”objektiiviset liiketoiminnalliset perusteet”.<sup>317</sup> On selvää, että mahdollisuus suunnatun osakeannin toteuttamiseen merkitsee jo itsessään sitä, ettei osakeyhtiölain suhteelliselle omistusasemalle tarjoama suoja voi olla absoluuttista tai välttämättä erityisen vahvaakaan.

Kirjallisuudessa on tyypillisesti korostettu, että laimenemisvaikutuksen merkittävyys vaihtelee usein huomattavasti riippuen siitä, onko kyse yksityisestä yhtiöstä vai pörssiyhtiöstä.<sup>318</sup> *Raitio* on tutkielmassaan lähestynyt tätä asetelmaa erottamalla toisistaan sijoituksellisen ja valtakuisen omistuksen, joista ensimmäinen kiinnittyy pörssiyhtiöihin ja jälkimmäinen yksityisiin osakeyhtiöihin. *Raitio* toteaa pörssiyhtiöihin liittyvien piirteiden kuten osakkeen helpon luovutettavuuden korostavan osakeomistuksen sijoituksellista luonnetta. Pienen omistajapiirin yksityisissä osakeyhtiöissä kuten perheyhtyksissä sen sijaan korostuu omistuksen valtakuisuus.<sup>319</sup> Tällaisissa yhtiöissä suhteelliset omistusosuudet ovat usein huomattavia, jolloin niissä tapahtuvat muutoksetkin voivat helpommin johtaa dramaattisiin seurauksiin.<sup>320</sup> Pörssiyhtiöissä omistus on sen sijaan tyypillisesti hajautuneempaa. Kun yhtiön omistus on jo valmiiksi hajautunutta, ei yksittäisen osakkeenomistajan suhteellisen aseman laimenemisella ole juurikaan merkitystä, koska yksittäisillä osakkeenomistajilla ei ennestäänkään ole ollut merkittävää asemaa yhtiössä.<sup>321</sup> Esitöiden mukaan ”asian luonteesta” johtuikin, että painavan taloudellisen syyn vaatimus täyttyy useammin suurissa julkisissa yhtiöissä kuin pienissä yhtiöissä.<sup>322</sup> Toisaalta kyse on vain yleistyksistä. Myös pörssiyhtiöissä voi olla esimerkiksi merkittäviä institutionaalisia osakkeenomistajia, joille suhteellisen aseman säilyttäminen on keskeistä.<sup>323</sup>

Laimenemisvaikutuksen arvioinnissa on syytä kiinnittää huomiota myös siihen, kenelle osakeanti on suunnattu. Jos osakeanti on suunnattu esimerkiksi yhtiön merkittävälle osakkeenomistajille tai tällai-

---

<sup>317</sup> *Mähönen – Villa* 2015 s. 440.

<sup>318</sup> Ks. *pienyhtiönäkökulmasta* esim. *Pönkä* 2012 s. 373–374.

<sup>319</sup> *Raitio* 2014 s. 134–142.

<sup>320</sup> *Pönkä* 2012 s. 373.

<sup>321</sup> *Raitio* 2014 s. 141–142.

<sup>322</sup> HE 109/2005 s. 102.

<sup>323</sup> *Pönkä* 2012 s. 364 alaviite 1345.

sen osakkeenomistajan lähipiiriläiselle, voidaan vähemmistöosakkeenomistajan suhteellisen omistuksen laimenemiselle antaa lähtökohtaisesti korostuneempi merkitys. Annin suuntaaminen tietyille osakkeenomistajille tai näiden lähipiiriläisille voi nimittäin olla osoitus siitä, että annilla pyritään opportunistisesti ja yleislausekkeen vastaisesti parantamaan määrätyn osakkeenomistajan asemaa yhtiössä.<sup>324</sup> Kirjallisuudessa onkin katsottu, että tällaisten tilanteiden osalta olisi kiinnitettävä erityistä huomiota suunnatun osakeannin perusteisiin<sup>325</sup> sekä esitetty, että tällaiset tilanteet korostavat yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä<sup>326</sup>. Kuitenkin kuten jo edellä viitatussa esitöiden lausumasta on käynyt ilmi, yhdenvertaisuusperiaate ei estä ”tekemästä poikkeusta tietyn henkilön eduksi, vaikka tämä samalla on osakkeenomistaja, mikäli poikkeaminen on yhtiön edun mukainen.”<sup>327</sup> Näin voi olla esimerkiksi silloin, kun yhtiön uhkaava maksukyvyttömyys edellyttää nopeaa ja varmaa varallisuuden hankintaa. Tällaisissa tilanteissa varallisuudenhankinta ei välttämättä ole mahdollista muuten kuin suuntaamalla anti valikoiduille osakkeenomistajille.<sup>328</sup> Myöskään silloin, kun anti on suunnattu esimerkiksi institutionaalisille sijoittajille ei liene perusteltua sulkea tiettyjä sijoittajia osakeannin ulkopuolelle yksinomaan siitä syystä, että nämä ovat jo yhtiön osakkeenomistajia, mikäli anti vain on kokonaisuutena muuten yhtiön edun mukainen.<sup>329</sup>

#### 5.4.3. Alihinnoittelun arviointi

Kuten edellä on käynyt ilmi, laimenemisvaikutuksen ohella yhdenvertaisuusperiaate kytkeytyy ennen kaikkea suunnatun osakeannin hinnoitteluun. OYL 9:4.1:n 2. virkkeessä onkin nimenomaisesti säädetty, että suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Merkintähinnalla on keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, koska alihintaisen suunnatun osakeannin voidaan lähtökohtaisesti katsoa merkitsevän yhdenvertaisuusperiaatteen kieltämää varallisuuden siirtämistä annin ulkopuolelle jääviltä osakkeenomistajilta osakkeita merkitseville tahoille.<sup>330</sup>

---

<sup>324</sup> Ks. Pönkä 2012 s. 371–372 ja Vahtera 2011 s. 253.

<sup>325</sup> Laine 2016 s. 295.

<sup>326</sup> Vahtera 2011 s. 253.

<sup>327</sup> HE 27/1977 s. 36. Vrt. ruotsalaisen lainavamistelun osalta Prop 1973:93 s. 129: ”det torde vara synnerligen ovanligt att godtagbara skäl kan åberopas för att endast vissa aktieägare skall ha företrädesrätt att teckna aktier i en kontantemission.”

<sup>328</sup> Airaksinen – Rasinaho – Pulkkinen 2010a s. 672.

<sup>329</sup> Airaksinen – Rasinaho – Pulkkinen 2010a s. 672.

<sup>330</sup> Mähönen – Villa 2012 s. 294, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 672. Vastaavasti HE 109/2005 s. 103, jonka mukaan suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan.

*Laine* on kuvannut suunnatun maksuttoman osakeannin vaikutuksia esimerkkitilanteella, jossa yhtiössä on kaksi osakkeenomistajaa A ja B. Yhtiön nettovarallisuus on 1 000 000 euroa ja yhtiön osakekanta muodostuu sadasta osakkeesta niin, että A:lla on 75 osaketta eli  $\frac{3}{4}$  yhtiön osakekannasta ja B:llä 25 osaketta eli  $\frac{1}{4}$  yhtiön osakekannasta. A:n suhteellinen osuus yhtiön nettovaroista on siten 750 000 euroa ja B:n 250 000 euroa. Jos A:lle annetaan 50 maksutonta osaketta, A omistaa annin jälkeen 125 osaketta eli  $\frac{5}{6}$  yhtiön osakekannasta. Tällöin A:n suhteellinen osuus yhtiön nettovaroista on noussut 833 333,33 euroon siinä missä B:n 25 osaketta edustavat enää  $\frac{1}{6}$  yhtiön osakekannasta ja 166 666,67 euroa nettovarallisuudesta. Kuvainnollisesti rahaa on tällöin siirtynyt B:ltä A:lle.<sup>331</sup> Laineen esittämässä esimerkkitilanteessa suunnatun osakeannin taloudelliset vaikutukset ovat huomattavia, sillä annettujen osakkeiden määrä on suuri ja merkintähintaa ei ole maksettu lainkaan. Alihintaisessa mutta kuitenkin maksullisessa suunnatussa osakeannissa vaikutukset jäävät pienemmiksi mutta ”alennuksen” suuruudesta riippumatta on kuitenkin selvää, että alihintainen maksullinen suunnattu osakeanti johtaa lähtökohtaisesti annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien taloudellisen aseman heikkenemiseen. Käyvän hinnan ja alihintaisen merkintähinnan välinen erotus jää osakkeen merkitsijän voitoksi ja muiden osakkeenomistajien tappioksi.<sup>332</sup>

Edellä todettu ei tarkoita, etteikö anti voisi alihintaisenakin olla yhdenvertaisuusperiaatteen estämättä hyväksyttävissä. Esitöiden perusteella suunnattu osakeanti voi olla alihintainen esimerkiksi silloin, kun kyse on henkilöstön kannustinjärjestelmään liittyvästä osakeannista ja annilla tavoitellaan ”henkilöstöpoliittisia etuja”<sup>333</sup>, siis yhtiön toimintakyvyn parantamista henkilöstöön panostamalla. Yhtiökäytännössä onkin saatettu antaa osakkeita huomattavaan alihintaan henkilöstön motivaation ja uskollisuuden edistämiseksi.<sup>334</sup> Tällaiset niin sanotut henkilöstöannit ovat kuitenkin ilmeisesti olleet harvinaisempia viime vuosina.<sup>335</sup> Usein osakkeita annetaan työntekijöille tiettyjen, esimerkiksi yhtiön tuloksen tai pörssikurssin kehitykseen liittyvien, ennalta määriteltyjen edellytysten täytyessä. Jos nämä edellytykset on saavutettu, on osakkeita voitu antaa täysin vastikkeettakin.<sup>336</sup> On selvää, että mitä alhaisempi osakkeen merkintähinta on suhteessa osakkeen käypään hintaan, sitä enemmän tällaisen osakeannin voidaan ajatella rasittavan yhdenvertaisuusperiaatetta. Esitöissä onkin todettu, että mitä enemmän merkintähinta alittaa osakkeen käyvän hinnan, sitä enemmän painavan taloudellisen syyn vaatimus korostuu.<sup>337</sup> Merkintähinnan keskeisyyttä ilmentää se, että jos suunnattu osakeanti on kokonaan maksuton, on sen täytettävä OYL 9:4.1:n 3. virkkeessä säädetyt suunnattu maksuttomia

---

<sup>331</sup> Laine 2017 s. 77.

<sup>332</sup> Raitio 2014 s. 223.

<sup>333</sup> HE 11/1992 s. 14–15.

<sup>334</sup> KM 1987:44.

<sup>335</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 646.

<sup>336</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 646.

<sup>337</sup> HE 109/2005 s. 103.

osakeanteja koskevat edellytykset. Kyseisen lainkohdan mukaan suunnattu osakeanti voi olla maksuton vain, jos siihen on yhtiön kannalta ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy. Painavan taloudellisen syyn vaatimusta voidaan siis pitää dynaamisena käsitteenä. Mitä lähemmäs maksuttomuutta maksullinen suunnattu osakeanti lähenee, sitä ”painavammaksi” painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tulisi muodostua.<sup>338</sup>

Esitöiden perusteella maksuttomat suunnatut osakeannit ovat hyväksyttävissä silloin, kun ne ovat näennäisestä vastikkeettomuudestaan huolimatta kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisia. Edellä mainittujen työntekijöille suunnattujen osakeantien ohella suunnattu maksuton osakeanti voi tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, kun ”osakelajeja yhdistettäessä osakkeiden yhdenvertainen kohtelu toteutetaan antamalla kalliimman osakelajin omistajille hyvitystä maksuttomien osakkeiden muodossa.”<sup>339</sup> Lisäksi on todettu, että yhtiökäytännössä voi tulla esille muitakin mahdollisia käyttötilanteita, joskin samalla todetaan myös, että mahdollisuus maksuttoman osakeannin suuntaamiseen rajoittuu lopulta hyvin poikkeuksellisiin tilanteisiin.<sup>340</sup> Kirjallisuudessa on tältä osin mainittu ainakin yrityskauppasopimuksen ehtoihin liittyvän lisäkauppahinnan maksamista koskevat tilanteet sekä muihin aikaisempiin järjestelyihin liittyvien virheiden korjaaminen.<sup>341</sup>

Tyypillisenä esimerkkinä osakelajien yhdistämisestä voidaan mainita tilanne, jossa paremmat äänioikeudet tuottava osakelaji yhdistetään tavalliset äänioikeudet tuottavaan osakelajiin.<sup>342</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteesta lähtökohtaisesti johtuu, ettei tällainen osakelajin oikeuksien heikentäminen liene mahdollista ilman, että oikeuksien heikentäminen kompensoidaan kyseisen lajin osakkeiden omistajille.<sup>343</sup> Esitöiden perusteella maksuttomia osakeanteja voidaan käyttää tällaisen kompensaation maksamiseen, mikäli osakelajien yhdistämistä voidaan pitää yhtiön edun mukaisena. Kirjallisuudessa osakelajien yhdistämisen on katsottu voivan edesauttaa esimerkiksi erilaisten yritysjärjestelyjen toteuttamista, minkä ohella eri osakelajeista luopumisen on katsottu joustavoittavan yhtiön päätöksentekoa, sillä osakelajien yhdistämisen seurauksena yhtiössä ei enää tarvitse järjestää osakelajikohtaisia äänestyksiä.<sup>344</sup>

#### 5.4.4. *Kompensaatiovaatimus*

---

<sup>338</sup> Raitio 2014 s. 240–241.

<sup>339</sup> HE 109/2005 s. 103.

<sup>340</sup> HE 109/2005 s. 103.

<sup>341</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 674.

<sup>342</sup> Laine 2016 s. 288–300.

<sup>343</sup> Ks. HE 109/2005 s. 77.

<sup>344</sup> Ks. osakelajien yhdistämisellä saavutettavista hyödyistä tarkemmin Laine 2016 s. 299–308.



Edeltävä tarkastelu osoittaa, ettei yhdenvertaisuusperiaatetta rasittavien yksittäisen tekijöiden voitane sellaisenaan katsoa merkitsevän, että suunnattua osakeantia tulisi pitää kiellettyinä. Sen sijaan tällaisia tekijöitä on arvioitava suhteessa yhtiölle suunnatusta osakeannista koituviin etuihin. Yleisenä lähtökohtana kirjallisuudessa esitettyjen näkemysten taustalla on usein ollut, että suunnatusta osakeannista koituvien hyötyjen on kompensoitava annin ulkopuolelle jääneille osakkeenomistajille koituvat haitat, kuten jäljempänä käy tarkemmin ilmi. Tältä osin voidaan puhua eräänlaisen suunnattuja osakeanteja koskevan kompensatiovaatimuksen omaksumisesta. Tätä kompensatiovaatimusta voidaan pitää omanlaisenaan edellytyksenä suunnatulle osakeannille, tai ainakin muiden edellytysten taustalla vaikuttavana keskeisenä tekijänä.

Kompensatiovaatimus on selvästi esimerkiksi *Vahteran* ajattelun lähtökohtana. *Vahteran* mukaan suunnatun osakeannin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuus on ”pitkälti sen arvioimista, vastaako yhtiön toimintaedellytysten paraneminen kaikkien osakkeenomistajien näkökulmasta suunnatun annin laimennusvaikutusta tavalla, joka on objektiivisesti arvioiden perusteltu.” *Vahteran* mukaan suunnatun osakeannin kautta yhtiölle tulevan toimintaedellytysten paranemisen on vastattava osakkeenomistajan omistusosuuden pienenemistä, mikä tarkoittaa, että yhtiön kyvyn tuottaa voittoa yksittäiselle osakkeelle voidaan edellyttää paranevan suunnatun osakeannin myötä. Jos toimintakyvyn lisäys ei ole ainoastaan rahamääräinen, eli jos suunnattua osakeantia käytetään muussa tarkoituksessa kuin rahoituksen hankkimista varten, tulee näin hankittava hyöty ottaa niin ikään huomioon suunnatun osakeannin ja laimennusvaikutuksen keskinäisen suhteen määrittämisessä. Tällöin on tarkasteltava esimerkiksi sitä, kuinka suuri kannustinvaikutus suunnatun osakeannin myötä voidaan saavuttaa tai kuinka esimerkiksi yhtiölle tärkeän patentin hankkiminen tulee vaikuttamaan yhtiön tuleviin kassavirtoihin. Suunnatun osakeannin käyttötarkoituksesta riippumatta lähtökohtana on, että suunnatusta osakeannista koituvien hyötyjen on kompensoitava omistuksen laimentumisesta osakkeenomistajalle syntyvä haitta. *Vahtera* katsoo myös, että jos kyse on yhdenvertaisuuden loukkaamisen kannalta herkästä tilanteesta, korostuu tarkastelussa toimintaedellytysten paranemisen ja osakkeenomistajien omistusosuuden laimentumisen keskinäinen suhde. Mikäli antiin liittyy osakkeenomistajien loukkamista ilmentäviä piirteitä, sitä selvemmin todennettavissa suunnatulla annilla saavutettavien toimintaedellytysten paranemisen tulisi yleensä olla.<sup>345</sup>

*Vahteran* kanssa vastaavaa näkemystä on kannattanut myös *Pönkä*, joka niin ikään katsoo, että suunnatusta osakeannista päättäminen on mahdollista vain silloin, kun annin ulkopuolelle jääville osakkeenomistajille aiheutuva välitön menetys kompensoituu voitontuottamiskyvyn parantumisena.

---

<sup>345</sup> *Vahtera* 2011 s. 250–252. Pitkälti vastaavasti myös *Mähönen* – *Villa* 2015 s. 439–440.

Pönkä on osaltaan korostanut, että kyse on voitontuottamiskyvyn paranemisesta nimenomaan pitkällä tähtäyksellä. Myös Pöngän mukaan suunnattu osakeanti edellyttää yksittäiselle osakkeenomistajalle aiheutuvan haitan ja yhtiön voitontuottamiskyvyn parantumisen vertailua, joskin tällaisen arvion tekeminen ennen annin vaikutusten realisoitumista voikin luonnollisesti olla vaikeaa. Pöngän mukaan merkityksellistä ei kuitenkaan ole niinkään se, tuleeko voitontuottamiskyvyn parantuminen todellisuudessa kompensoimaan annin ulkopuolelle jääneille osakkeenomistajille aiheutuneet lyhyen aikavälin menetykset vaan ennemminkin se, oliko päätöstä tehtäessä perusteltua syytä olettaa, että annilla tulisi olemaan kaikkia osakkeenomistajia pitkällä tähtäyksellä hyödyttävää vaikutusta.<sup>346</sup>

*Laine* on tarkastellut kompensatiovaatimusta erityisesti suunnattujen maksuttomien osakeantien osalta, joita Laine lähestyy ennen kaikkea taloudellisen yhdenvertaisuuden käsitteen kautta. Taloudellinen yhdenvertaisuus toteutuu Laineen mukaan suunnatuissa maksullisissa osakeanneissa ensisijaisesti käypään hintaan asetetun merkintähinnan kautta. Maksuttoman osakeannin hyväksyttävyyden puolestaan edellyttää osaltaan sitä, että tällaisesta annista koituu yhtiölle muuta kuin suoraan merkintähinnasta ilmenevää taloudellista etua, joka puolestaan kompensoi osakkeenomistajan oikeudellisessa asemassa tapahtuvan menetyksen. Tällainen taloudellinen etu rinnastuu osakkeista maksettavaan rahamääräiseen sijoitukseen ja se tekee myös suunnatusta maksuttomasta osakeannista taloudellisen yhdenvertaisuuden kannalta perustellun ja siten hyväksyttävän.<sup>347</sup> Käytännössä Laineen ajattelu vaikuttaa vastaavan pitkälti sitä, miten esimerkiksi Pönkä ja Vahtera ovat suhtautuneet alihintaisiin henkilöstölle suunnattuihin osakeanteihin ja niistä seuraaviin kannustinhyötyihin.<sup>348</sup>

Kompensatiovaatimus sitoo osaltaan yhteen yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen. Kun annin ulkopuolelle jäävälle osakkeenomistajalle koituvat haitat kompensoituvat yhtiön voitontuottamiskyvyn parantumisenä voidaan vastaavasti katsoa, ettei anti ole omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua antiin osallistuville tahoille annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien kustannuksella. Samalla kompensatiovaatimukseen liittyy luonnollisesti huomattavaa tulkinnanvaraisuutta ja käytännössä lieneekin melko vaikeaa määritellä, milloin esimerkiksi alihintaisen henkilöstöannin kannustinvaikutukset ja niihin perustuva yhtiön toimintakyvyn paraneminen ovat tarpeeksi merkittäviä kompensoimaan annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien suhteellisen omistuksen laimenemiseen ja taloudellisen aseman ainakin näennäiseen heikkenemiseen liittyvät menetykset.

---

<sup>346</sup> Pönkä 2012 s. 367.

<sup>347</sup> Laine s. 280–282, 362–364.

<sup>348</sup> Ks. Vahtera 2011 s. 252, Pönkä 2011 s. 369–370,

## 5.5. Milloin suunnattu osakeanti täyttää painavan taloudellisen syyn vaatimuksen?

Edellä todetun perusteella voidaan yleisellä tasolla esittää, että suunnatun osakeannille on olemassa painava taloudellinen syy eikä sen voida katsoa loukkaavan yhdenvertaisuusperiaatetta, mikäli (1) suunnatun osakeannin peruste on yhtiön edun mukainen, (2) annilla tavoiteltuun lopputulokseen ei voida päästä osakkeenomistajien etuoikeutta noudattaen ja (3) osakkeista on maksettu käypä hinta tai annista voidaan perustellusti olettaa koituvan yhtiölle muuta taloudellista etua, joka kompensoi käyvän hinnan ja merkintähinnan välisen erotuksen. Lisäksi yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena lähtökohtana lienee se, että (4) annin ulkopuolelle jääneille yksittäisille osakkeenomistajille koituvien haittojen täytyy olla asianmukaisessa suhteessa annista yhtiölle koituviin etuihin.

Painavan taloudellisen syyn vaatimuksen täytyminen edellyttää lopulta tapauskohtaista kokonaisarviota suunnatun osakeannin hyväksyttävyydestä. Ei liene tarkoituksenmukaista, että laissa pyrittäisiin juurikaan edellä kuvattua tarkemmin määrittelemään, milloin suunnatun osakeannin toteuttaminen on mahdollista. Kuten edellä on käynyt ilmi, yhtiöillä voi olla monia perusteltuja syitä suunnatun osakeannin toteuttamiselle, eikä suunnattujen osakeantien käyttöalaa tulisi rajata *ex ante* yksinomaan siitä syystä, että niihin liittyy myös vähemmistönsuojaan kohdistuvia riskejä. Tällaisia riskejä voidaan säädellä *ex post* yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun kaltaisin joustavin normein, jotka suojaavat vähemmistöä mutta mahdollistavat silti riittävän toimintavapauden yhtiöille.

Osakeyhtiölain päätöksentekojärjestelmän johdonmukaisuuden on lopulta katsottava edellyttävän, että OYL 5:27:ssä edellytetyllä määräenemmistöllä – tai sen valtuuttamalla hallituksella – on melko pitkälti oikeus määritellä, milloin suunnattu osakeanti on esitöissä edellytetyllä tavalla ”kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen”<sup>349</sup>. Vaikka samalla on otettava huomioon myös yhdenvertaisuusperiaatteen asettamat vaatimukset, lienee siltikin melko pitkälti määräenemmistön päätettävissä, milloin suunnatulle osakeannille on painava taloudellinen syy. Kuten *Mähönen* ja *Villa* ovat todenneet, ”toiminnan tarkoituksen kriteeri sekä yhtiön etu on yhtenevä osakkeenomistajien enemmistön kannattaman liiketoiminnallisen perusteen eli yhtiön toiminnan tarkoituksen toteuttamistavan kanssa, koska osakeyhtiöinstituution sääntöihin sisältyy periaate, että enemmistöllä on oikeus päättää osakeyhtiön harjoittaman liiketoiminnan sisällöstä ja riskistä [...] osakeyhtiön toiminnan tarkoitus kattaa hyvin erilaiset ja moninaiset liiketaloudelliset syyt, joiden täytyessä suunnattu osakeanti on perusteltu”.<sup>350</sup> Arvioitaessa yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä tässä

---

<sup>349</sup> HE 109/2005 s. 102.

<sup>350</sup> Mähönen – Villa 2015 s. 439.

yhteydessä on jälleen korostettava, että yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on väärinkäytösten estäminen, ei enemmistöperiaatteen vesittäminen.<sup>351</sup> Osakeyhtiölaissa omaksuttu enemmistöperiaate ilmentää ajatusta siitä, että enemmistö *Raitio* sanoin ”ikään kuin tietää vähemmistöön jääneitä paremmin, mikä on heidän edun mukaista.”<sup>352</sup> Osakeyhtiön luonteeseen kuuluu, että enemmistön näkemykset ovat tältä osin vähemmistön näkemyksiä merkityksellisempiä. Selvää on ainakin se, ettei yhtiökokouksen tai hallituksen suunnattua osakeantia koskevaa päätöstä voida pitää yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena yksinomaan siitä syystä, etteivät päätöksellä tavoiteltavat edut vastaa vähemmistöön jääneiden osakkeenomistajien subjektiivista käsitystä siitä, mikä kulloinkin on yhtiön eli kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista.

## **6. KKO 2018:19 JA PAINAVA TALOUDELLINEN SYY**

Tässä tutkielman viimeisessä pääluvussa on tarkasteltu korkeimman oikeuden suunnattua osakeantia koskevaa ratkaisua KKO 2018:19. Tarkoituksena on arvioida, vastaako kyseinen ratkaisu aikaisempaa käsitystä suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä. Tapausta on lähestytty selostamalla ensin siihen liittyvää tosiseikastoa, minkä jälkeen ratkaisun perusteluja on arvioitu suhteessa edellä esitettyihin näkemyksiin.

### **6.1. Tapauksen tosiseikasto**

Korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 2018:19 koski B Oy Ab:n eli B:n toteuttaman suunnatun osakeannin hyväksyttävyyden arviointia. Ratkaisussa oli B:n osakkeenomistaja A Ky:n eli A:n valituksen johdosta kyse pääosin siitä, oliko B:n hallituksen päätös suunnatusta osakeannista ollut OYL 21:2.1:n 3:ssa kohdassa tarkoitettulla tavalla selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen ja siten OYL 21:3:n nojalla mitätön. Lisäksi tapauksessa oli kyse myös siitä, oliko A:n mitättömyyttä koskeva moitekanne nostettu kohtuullisessa ajassa. Tutkielman aihe huomioiden en kuitenkaan käsittele tätä jälkimmäistä kysymystä tässä yhteydessä tarkemmin. Tutkielman kannalta mielenkiintoista on se, kuinka korkein oikeus on tapauksessaan hahmottanut painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välisen suhteen.

B oli pääosin toimialueensa kuntien omistama jätehuolto-yhtiö, joka yhtiöjärjestyksensä mukaisesti huolehti erilaisista omistajakuntiensa jätehuoltoon liittyvistä palvelutehtävistä. B:n yhtiöjärjestyk-

---

<sup>351</sup> Ks. HE 109/2005 s. 39.

<sup>352</sup> Raitio 2014 s. 198.

sessä B:n toimialaksi oli määrätty jätehuolto oheistoimintoinen. B oli suunnitellut ja selvittänyt yhdistymistä D Oy:n eli D:n kanssa, joka oli niin ikään jätehuolto-yhtiö ja jonka kanssa B oli jo aikaisemmin tehnyt yhteistyötä erään jätevoimalan käyttöön liittyen. B ja D laativat sulautumisselvityksen, jossa yhtiöiden sulautumista pidettiin kannattavana. Tapauksen kannalta oleellista oli B:n omistusrakenne ja sen merkitys B:n ja D:n sulautumiselle. B:n osakkeista 99,62 prosenttia kuului kaupungeille ja kunnille ja loput 0,38 prosenttia yksityisille yrityksille, kun taas D oli kokonaan julkisomisteinen. B:n ja D:n laatimassa sulautumisselvityksessä yhtiöiden sulautumisen ehdoksi asetettiin se, että B:n yksityinen omistus poistettaisiin ennen sulautumisen toteuttamista. Kuten *Villan* antamasta asiantuntijalausunnosta käy tarkemmin ilmi, yksityisomistuksen poistamista pidettiin välttämättömänä, jotta B:n ja D:n muodostama yhtiö voisi saavuttaa hankintalainsäädännössä tarkoitetun sidosyksikköaseman.<sup>353</sup> Hankintalainsäädännöstä ja siihen ehdotetuista muutoksista katsottiin nimittäin seuraavan, ettei B:n ja D:n muodostama yhtiö voisi toimia kaupungin ja kuntien omistamana sidosyksikkönä eli niin sanottuna in house -yhtiönä, mikäli yhtiössä säilytettäisiin vähäinenkin yksityisomistus. Sidosyksikköaseman saavuttamista puolestaan pidettiin tärkeänä B:n ja D:n muodostaman yhtiön toiminnan kannalta, sillä tällöin yhtiön asiakaskunnat saattoivat luovuttaa sille tehtäviä noudattamatta hankintalainsäädäntöön sisältyviä kilpailutussäännöksiä.<sup>354</sup> Sidosyksikköasema siis poisti hankintalainsäädännössä tarkoitetun kilpailuttamisvelvollisuuden, mikä oli eittämättä omiaan helpottamaan asiakaskuntien tarvitsemien jätehuoltopalvelujen hankkimista.

B:n yksityisomistusta ei saatu poistettua vapaaehtoisin kaupun, eikä B:ssä ollut sellaista yksittäistä osakkeenomistajaa, joka olisi OYL 18:1:n edellyttämällä tavalla omistanut yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä ja joka olisi siten pystynyt lunastamaan vähemmistön osakkeet itselleen.<sup>355</sup> Lunastusoikeus hankittiin lopulta osin suunnatun osakeannin kautta eli niin, että B:n ylimääräinen yhtiökokous valtuutti ensin B:n hallituksen päättämään suunnatusta osakeannista, minkä jälkeen hallitus päätti suunnatusta osakeannista D:n tytäryhtiölle C Oy:lle eli C:lle, joka sai merkittäväkseen kymmenen B:n osaketta 10 000 euron merkintähintaa vastaan. Merkinnän jälkeen julkisoikeudelliset omistajat toteuttivat keskenään osakevaihdon, jonka myötä C sai omistukseensa yli 99 prosenttia B:n osakkeista ja julkisoikeudelliset omistajat vastaavasti C:n osakkeita. Tällöin julkisomisteiselle C:lle syntyi osakeomistuksen riittävän keskittymisen myötä oikeus lunastaa B:n

---

<sup>353</sup> Ks. Professori Seppo Villan asiantuntijalausunto 2012 s. 5.

<sup>354</sup> Länsi-Uudenmaan käräjäoikeuden ratkaisu 11.9.2013 L 13/4894 s. 14–15.

<sup>355</sup> OYL 18:1.1:n mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (lunastaja), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa (vähemmistöosakkeenomistaja), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista.

yksityisten osakkeenomistajien osakkeet. Järjestelyn lopuksi B:n ylimääräinen yhtiökokous hyväksyi B:n ja D:n yhdistymisen. Kuten korkein oikeuskin nimenomaisesti totesi, anti oli siten ”osa kokonaisjärjestelyä, jossa tarkoituksena oli vähemmistöosakkeenomistajien lunastaminen yhtiöstä.”<sup>356</sup>

B:n mukaan osakeannille oli yhtiöiden suunnittelemaan sulautumiseen liittyvä painava taloudellinen syy. B:n mukaan yhdistymisestä seurasi toiminnan laajuus- ja tehokkuushyötyjä sekä liiketoiminnan riskienhallinta- ja investointihyötyjä. Tämän ohella suunnattua osakeantia perusteltiin sillä, että B:n ja D:n välisen yhteistyön syventäminen ja siihen liittyvä tietojenvaihto edellyttivät D:n omistusoikeutta B:ssä. B:n hallituksen suunnattua osakeantia koskenutta päätöstä moittineen A:n näkemyksen mukaan suunnatulle osakeannille ei ollut painavaa taloudellista syytä ja päätös loukkasi osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. A katsoi, että järjestelyn tarkoituksena oli yksityisen osakeomistuksen poistaminen B Oy Ab:stä eikä päätös ollut siten kaikkien osakkeenomistajien vaan yksinomaan kuntaomistajien edun mukainen.

Käräjäoikeus hylkäsi A:n kanteen eikä hovioikeus muuttanut käräjäoikeuden ratkaisua. Korkeimman oikeuden ratkaisu oli äänestysratkaisu (3–2, esittelijän ollessa vähemmistön kannalla). Korkeimman oikeuden vähemmistö olisi hyväksynyt A:n moitekanteen ja katsonut, että hallituksen päätös oli selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen ja siten mitätön. Enemmistö päätyi kuitenkin alempien oikeusasteiden tapaan hylkäämään A:n kanteen. Korkeimman oikeuden mukaan (1) annista oli päätetty osakeyhtiölain mukaisesti, (2) osakkeista oli maksettu käypä hinta ja (3) B:n ja D:n välinen yhteistyö ja sen syventäminen sekä yhtiöiden suunniteltu yhdistyminen muodostivat suunnatulle osakeannille painavan taloudellisen syyn. Punnittuaan eri suuntaan vaikuttavia tekijöitä korkein oikeus katsoi myös, (4) ettei anti loukannut yhdenvertaisuusperiaatetta.

## **6.2. Ratkaisun arviointi**

### *6.2.1. Painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen suhde*

Alustavan huomiona korkeimman oikeuden ratkaisusta KKO 2018:19 voidaan todeta, että korkein oikeus vaikuttaa hahmottaneen painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen kahtena erillisenä edellytyksenä suunnatulle osakeannille.<sup>357</sup> Korkein oikeus totesi nimittäin jo perustelujensa

---

<sup>356</sup> Ks. KKO 2018:19 kohdat 4 ja 37–38.

<sup>357</sup> Ks. samoin Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018 s. 741 alaviite 73.

alkupuolella, että suunnatulle osakeannille oli ollut painava taloudellinen syy.<sup>358</sup> Tämän jälkeen korkein oikeus siirtyi tarkastelemaan yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä, katsoen lopulta, ettei suunnattua osakeantia koskenut hallituksen päätös ollut myöskään yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.<sup>359</sup> Korkeimman oikeuden ratkaisu mukailee tältä osin käräjäoikeuden käsitystä painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen välisestä suhteesta. Käräjäoikeus totesi ratkaisussaan nimenomaisesti, ettei painavan taloudellisen syyn vaatimus ”tarkkaan ottaen ole sama asia kuin yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen, vaikka nämä kaksi kysymystä käsillä olevassa tapauksessa kietoutuvatkin toisiinsa. Osakeanti voinee samalla olla yhtiön kannalta edullinen ja täyttää painavan taloudellisen syyn vaatimuksen, mutta tuottaa silti jollekin epäoikeutettua etua toisen kustannuksella.”<sup>360</sup>

Korkeimman oikeuden omaksuma lähestymistapa vaikuttaa eroavan kirjallisuudessa usein esitetystä tulkinnasta, jonka mukaan painavan taloudellisen syyn vaatimus pitäisi sisällään myös yhdenvertaisuusperiaatteen.<sup>361</sup> Kirjallisuudessa puollettu näkemys on nähdäkseni yhdenmukaisempi osakeyhtiölain systematiikan kanssa, jonka lähtökohtana on, että suunnattu osakeanti voidaan toteuttaa, jos sille on painava taloudellinen syy (OYL 9:4), joskin samalla painavan taloudellisen syyn tulkinnassa on luonnollisesti otettava huomioon myös yhdenvertaisuusperiaatteen asettamat vaatimukset. Korkeimman oikeuden omaksuma lähestymistapa selittyy pitkälti sillä, että tapauksessa oli kyse hallituksen päätöksen moittimisesta sillä perusteella, että päätöksen esitettiin olevan OYL 21:2.1:n 3 kohdassa tarkoitettulla tavalla selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Täten oli ehkä luontevampaa hahmottaa yhdenvertaisuusperiaate painavasta taloudellisesta syystä erilliseksi edellytykseksi suunnatulle osakeannille, vaikka nähdäkseni olisi ollut yhtä lailla mahdollista tuoda esille yhdenvertaisuusperiaatteen loukkauksen puolesta ja sitä vastaan puhuvia seikkoja myös osana painavan taloudellisen syyn arviointia. Kuten edellä on todettu, erottelua painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen välillä voidaan joka tapauksessa pitää pitkälti semanttisena, eikä sillä liene ollut merkitystä ratkaisun lopputuloksen kannalta.

Korkeimman oikeuden voidaan sanoa yleisesti korostaneen ratkaisussaan painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen läheistä suhdetta. Korkeimman oikeuden mukaan ”jos suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy,

---

<sup>358</sup> Ks. KKO 2018:19 kohta 28.

<sup>359</sup> Ks. KKO 2018:19 kohta 41. Lopputulokseen korkein oikeus totesi, että suunnatulle osakeannille oli painava taloudellinen syy eikä päätös ollut yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. KKO 2018:19 kohta 42.

<sup>360</sup> Länsi-Uudenmaan käräjäoikeuden ratkaisu 11.9.2013 L 13/4894 s. 14–15.

<sup>361</sup> Ks. luku 5.4.1.

lähtökohtana voidaan yleensä pitää, että anti ei loukkaa myöskään yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhtiön edun mukainen toimi on nimittäin lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.”<sup>362</sup> Myöskään yleislauseketta ei tyypillisesti rikota, jos anti on aidosti yhtiön edun mukainen sillä ”etu ei yleensä ole epäoikeutettua, jos osakkeenomistajalle koituu etua pelkästään yhtiön intressissä suoritetuista toimenpiteistä.”<sup>363</sup> Korkeimman oikeuden perustelujen voidaan katsoa vastaavan edellä esitettyä käsitystä siitä, että toimiminen yhtiön edun edellyttämällä tavalla täyttää tyypillisesti myös yhdenvertaisuusperiaatteen vaatimukset.<sup>364</sup> Ratkaisun perusteluista käy myös selvästi ilmi, ettei yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ole tarjota vähemmistölle veto-oikeutta yhtiön edun kannalta perusteltuihin päätöksiin, mikä niin ikään vastaa edellä esitettyä.<sup>365</sup> Kuten korkein oikeus toteaa ”yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei erityisesti ole, että yksittäinen osakkeenomistaja vois pelkästään omassa yhtiön ulkopuolisessa intressissään estää yhtiön kokonaisedun kannalta perustellun toimenpiteen tekemisen.”<sup>366</sup>

Vaikka korkein oikeus on ratkaisussaan edellä esitetyllä tavalla korostanut yhtiön edun merkitystä, on perusteluissa toisaalta painotettu myös yhdenvertaisuusperiaatetta rasittavien tekijöiden tapauskohtaisen arvioinnin tärkeyttä. Korkeimman oikeuden mukaan kysymystä siitä, onko suunnattu osakeanti loukannut osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, on tulkinnanvaraisissa tilanteissa arvioitava viime kädessä eri suuntiin osoittavia seikkoja kokonaisuutena punnitsemalla.<sup>367</sup> Tällainen lähestymistapa vastaa pitkälti edellä esitettyä kompensatioajattelua, jossa yhtiölle koituvia etuja verrataan annin ulkopuolelle jääneille koituviin haittoihin.<sup>368</sup> Tapaukseen ei kuitenkaan liittynyt juurikaan sellaisia edellä kuvattuja tekijöitä, joita on perinteisesti pidetty yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta erityisen ongelmallisina – yhdenvertaisuusperiaatetta rasitti jäljempänä kuvatulla tavalla ennen kaikkea se, että anti oli osa vähemmistöosakkeenomistajien lunastamiseen tähtäävää kokonaisjärjestelyä. Annin laimenemisvaikutus, 0,05%, oli sen sijaan vähäinen eikä se vaikuttanut vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisuuksiin käyttää hallinnoimisoikeuksia yhtiössä tai muuttanut osakkeenomistajien keskinäisiä päätösvaltasuhteita.<sup>369</sup> Korkeimman oikeuden mukaan osakkeista oli myös maksettu käypä hinta, ”joten osakkeenomistajien taloudellinen asema ei ole heikentynyt”.<sup>370</sup> Erikseen voidaan

---

<sup>362</sup> KKO 2018:19 kohta 30

<sup>363</sup> KKO 2018:19 kohta 31.

<sup>364</sup> Ks. luku 3.5.

<sup>365</sup> Ks. luku 2.5.

<sup>366</sup> KKO 2018:19 kohta 31.

<sup>367</sup> KKO 2018:19 kohta 32.

<sup>368</sup> Ks. luku 5.4.4.

<sup>369</sup> KKO 2018:19 kohta 36.

<sup>370</sup> KKO 2018:19 kohta 32.



mainita, että korkein oikeus korosti ratkaisussaan sitä, että osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja on arvioitava nimenomaan siltä kannalta, mitä ”lähinnä taloudellisia seurauksia” päätöksellä on yhtiön osakkeenomistajille.<sup>371</sup> Kyseinen lausuma vastaa edellä esitettyä käsitystä siitä, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyden arvioinnissa korostuvat annin vaikutukset osakkeenomistajan taloudelliseen, ei niinkään hallinnolliseen asemaan.<sup>372</sup>

### *6.2.2. Painava taloudellinen syy ja vähemmistöosakkeenomistajien lunastamisen merkitys*

Tapauksen olosuhteissa painavan taloudellisen syyn perusteen katsottiin koostuvan kahdesta osasta, joista ensimmäisen muodosti B:n ja D:n välisen yhteistyösuhteen syventäminen. Toisin kuin enemmistö, vähemmistö ei olisi hyväksynyt yhteistyön syventämistä suunnatun osakeannin perusteeksi. Vähemmistön mukaan ei ollut uskottavaa, että ”näin vaatimattomalla annilla [...] olisi tarkoitettu luoda sellaisia edellytyksiä sulautumista edeltävälle yhteistoiminnalle, jota voisi katsoa yhtiön kannalta painavaksi syyksi suunnatulle annille.”<sup>373</sup> Mainittakoon, että myös käräjäoikeus piti antia merkityksettömänä yhteistyön syventämisen kannalta, minkä lisäksi käräjäoikeus huomautti, että tiedonsaantioikeus ja yhteistyö yleisestikin oltaisiin voitu järjestää myös sopimusteitse, kuten aikaisemmin oltiin ilmeisesti tehtykin.<sup>374</sup> Korkeimman oikeuden enemmistö ei kuitenkaan pitänyt tarpeellisena ottaa syvällisemmin kantaa siihen, kuinka välttämätön suunnattu osakeanti todellisuudessa oli yhteistyön syventämisen kannalta. Sen sijaan enemmistö tyytyi viittamaan esitöihin, joiden mukaan yhteistyön syventäminen voi edellä todetulla tavalla muodostaa painavan taloudellisen syyn suunnatulle osakeannille.<sup>375</sup> Tällainen lähestymistapa korostaa osaltaan esitöissä mainittujen tyyppitapausten merkityksellisyyttä suunnatun osakeannin perusteiden arvioinnissa.

Tässä tapauksessa painavan taloudellisen syyn peruste piti yhteistyön syventämisen lisäksi sisällään myös toisen elementin eli B:n ja D:n sulautumissuunnitelmien edistämisen. Korkeimman oikeuden mukaan yhdessä ”yhteistyö ja sen syventäminen sekä yhtiöiden suunniteltu yhdistyminen” muodostivat ”yhtiön toiminnan tarkoitusta edistävän aidon liiketaloudellisen perusteen, joka on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.”<sup>376</sup> Vaikka painava taloudellinen syy piti sisällään molemmat edellä mainituista perusteista lienee selvää, että suunnatun osakeannin tavoitteena oli ennen kaikkea sulau-

---

<sup>371</sup> KKO 2018:19 kohta 32.

<sup>372</sup> Ks. luku 5.4.2.

<sup>373</sup> KKO 2018:19.

<sup>374</sup> Länsi-Uudenmaan käräjäoikeuden ratkaisu 11.9.2013 L 13/4894.

<sup>375</sup> Ks. KKO 2018:19 kohta 28.

<sup>376</sup> KKO 2018:19 kohta 28.

tumisen edistäminen eli käytännössä yksityisten vähemmistöosakkeenomistajien omistuksen poistaminen.<sup>377</sup> Tapauksen eittämättä mielenkiintoisin piirre liittyykin juuri siihen, että annille katsottiin olevan painava taloudellinen syy eikä sitä pidetty yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena siitä huolimatta, että anti oli korkeimman oikeudenkin mukaan edellä todetulla tavalla ”osa kokonaisjärjestelyä, jonka tarkoituksena oli ollut vähemmistöosakkeenomistajien lunastaminen yhtiöstä”.<sup>378</sup>

Sekä enemmistö että vähemmistö katsoivat vähemmistöosakkeenomistajien lunastamisen edistämisen puhuvan sinänsä yhdenvertaisuusperiaatteen loukkauksen puolesta ja vähemmistön mukaan anti olikin pitkälti tästä syystä selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Vähemmistön näkemyksen mukaan suunnatun annin ”ensisijainen tavoite oli olla keino enemmistöä edustavan osakasryhmän kannalta mahdollisimman sujuvasti eliminoida yhtiön kehittämisessä hankalaksi koettujen osakkeenomistajien omistus yhtiössä.” Enemmistö oli tältä osin eri mieltä vähemmistön kanssa ja katsoi, että vaikka järjestely johtikin vähemmistön osakkeiden lunastamiseen, ei tämä kuitenkaan ollut järjestelyn *perimmäinen* tarkoitus. Enemmistön näkemyksenä vaikuttaa olleen, että koska annin lopullinen tavoite eli B:n ja D:n sulautuminen oli sinänsä liiketaloudellisesti perusteltu ja yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen, antia voitiin pitää kokonaisuudessaan hyväksyttävänä siitä huolimatta, että se johtikin vähemmistöosakkeenomistajien lunastamiseen yhtiöstä.<sup>379</sup>

Lähtökohtaisesti on vaikea nähdä, miten vähemmistön omistuksen poistamiseen tähtäävä järjestely voi täyttää painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tai olla yhdenvertaisuusperiaatteen näkökulmasta hyväksyttävissä. Painavan taloudellisen syyn vaatimushan edellyttää, että suunnattu osakeanti on kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>380</sup> Sinänsä vaikuttaa edellä todetun perusteella selvältä, ettei osakkeenomistajien yhteinen etu tarkoita sitä, että suunnatun osakeannin tulisi olla kaikkien osakkeenomistajien subjektiivisten preferenssien mukainen. Annin tulee kuitenkin edistää osakkeenomistajakollektiivin etua eikä sen tarkoituksena voi olla yksinomaan tiettyjen osakkeenomistajien edun edistäminen. Vähimmäisvaatimuksena lienee siten se, että kaikilla osakkeenomistajilla on ainakin mahdollisuus päästä osallisiksi suunnatun osakeannin kautta yhtiölle koituvista eduista. Tässä tapauksessa on kuitenkin katsottava, että vaikka B:n ja D:n sulautumisella

---

<sup>377</sup> Samoin Vahtera 2018 s. 4, jonka mukaan on haasteellista löytää suunnatulle osakeannille muita tosiasiallisia perusteita kuin vähemmistön osakkeiden lunastamisprosessin edistämisen.

<sup>378</sup> KKO 2018:19 kohta 37.

<sup>379</sup> Ks. KKO 2018:19 kohta 38: ”tässä tapauksessa osakkeenomistajien omistussuhteiden muutokset eivät [...] ole olleet järjestelyn perimmäinen tarkoitus. Tarkoituksena on edellä kohdassa 27 todetuina tavoin ollut yhtiön painavan taloudellisen edun vaatima yhteistyön syventäminen toisen yhtiön kanssa ja yhtiöiden sulautuminen. Tämä on puolestaan välivaiheessa edellyttänyt yksityisen omistuksen poistamista yhtiöstä.”

<sup>380</sup> HE 109/2005 s. 102.

saavutettaisiin kuinka merkittäviä ”laajuus- ja tehokkuushyötyjä sekä liiketoiminnan riskienhallinta- ja investointihyötyjä”<sup>381</sup> tahansa, ja vaikka sulautumisen pitäneeekin katsoa edistävän yhtiön toimialan mukaista jätehuoltopalvelujen tuottamista, sulautuminen voi kuitenkin lopulta hyödyttää vain yksinomaan julkisoikeudellisten omistajien muodostamaa enemmistöä. Niillä yksityisillä osakkeenomistajilla, joiden osakkeet on järjestelyn lopputuloksena voitu lunastaa, ei ole minkäänlaista mahdollisuutta päästä osallisiksi järjestelyn kautta saavutettavista eduista. Korkeimman oikeuden ratkaisun lopputulosta voidaankin pitää tältä osin kyseenalaisena.

Korkeimman oikeuden ratkaisuun ovat aihetta koskevassa vähäisessä kirjallisuudessa suhtautuneet kriittisesti ainakin *Vahtera* sekä *Airaksinen, Pulkkinen* ja *Rasinaho*. *Vahteran* mukaan annin tosiasiallisena tarkoituksena oli omistussuhteiden muuttaminen ja enemmistössä olevien kuntaomistajien aseman vahvistaminen. *Vahtera* katsookin, että vähemmistön näkemys siitä, että anti loukkasi vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia, olisi antanut oikeamman kuvan osakeyhtiölain vähemmistönsuojajärjestelmän sisällöstä.<sup>382</sup> *Airaksinen, Pulkkinen* ja *Rasinaho* ovat osaltaan esittäneet, että ratkaisu saattaa johtaa siihen, että suunnattuja osakeanteja yritetään jatkossa käyttää ei-toivottujen vähemmistöosakkeenomistajien poistamiseen yhtiöstä.<sup>383</sup>

*Villa* on käsitellyt ratkaisua kirjoittamassaan artikkelissa ottamatta kuitenkaan juurikaan kantaa vähemmistöosakkeenomistajien lunastamisen merkitykseen. *Villan* mukaan ”ratkaisusta voidaan todeta, että yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei ole eikä sen pidäkään olla yhtiön kokonaisedun taklaaminen yhtiön (vähemmistö)osakkeenomistajan subjektiivisten intressien perusteella.” *Timonen* on samansuuntaisesti tulkinnut tapauksen tarkoittavan, että yhdenvertaisuusperiaate ei ilman painavia syitä estä sellaisten päätösten tekemistä, joissa on kysymys vain vähemmistöosakkaiden ja enemmistöosakkeiden erilaisista intresseistä mutta ei vähemmistöosakkeiden taloudellisten etujen loukkaamisesta.<sup>384</sup> Molempien kantojen voinee katsoa pitävän yleisellä tasolla paikkaansa, kuten edellä on käynyt ilmi. Käsillä olleen tapauksen olosuhteissa yhdenvertaisuusperiaatteen ei nähtävästi kuitenkaan katsottu suojaavan edes vähemmistön omistuksen säilymistä yhtiössä, vaan yhtiön edulla voitiin perustella myös vähemmistön omistuksen poistaminen tai ainakin omistuksen poistamisen edesauttaminen. Tämän voisi ajatella loukkaavan myös vähemmistön taloudellisia etuja, vaikka annetuista osakkeista oltiinkin maksettu käypä hinta. Nähdäkseni onkin edellä todetulla tavalla kyseenalaista,

---

<sup>381</sup> Sulautumista puollettiin muun muassa näillä perusteilla. Ks. KKO 2018:19 kohta 27.

<sup>382</sup> *Vahtera* 2018 s. 5.

<sup>383</sup> *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2018 s. 744.

<sup>384</sup> *Timonen* 2018 s. 158.

voidaanko suunnattua osakeantia pitää näissä olosuhteissa aidosti kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisena.

Vaikka korkeimman oikeuden ratkaisuun voitannekin siis suhtautua kriittisesti, on toisaalta myös syytä korostaa, että julkisoikeudelliset omistajat omistivat jo ennen edellä kuvatun järjestelyn toteuttamista 99,62 prosenttia yhtiön osakkeista. Siten järjestelyä vastaava lopputulos oltaisiin voitu saavuttaa myös esimerkiksi kuntaosakkeenomistajien keskinäisen osakevaihdon avulla. Korkeimman oikeuden enemmistö nostikin tämän esille yhtenä annin hyväksyttävyyden puolesta puhuvana tekijänä.<sup>385</sup> Myös *Vahtera* on osaltaan katsonut, että kun yksityisen omistuksen lunastaminen olisi ollut toteutettavissa tällaisella vaihtoehtoisella tavalla, ei myöskään suunnatun osakeannin käyttämisestä tämän tavoitteen edistämiseksi voida pitää kategorisesti kiellettyä.<sup>386</sup> Koska suunnatun osakeannin arviointi edellyttää eri suuntiin osoittavien seikkojen kokonaisarviointia, on sinänsä perusteltua, että korkein oikeus on nostanut esille myös vaihtoehtoisten järjestelyjen merkityksen. Kuten *Vahtera* nähdäkseni osuvasti toteaa, kriittisesti voidaan kuitenkin suhtautua siihen, että toisen, samanlaiseen lopputulokseen johtavan vaihtoehdon olemassaolo oikeuttaisi sivuuttamaan ”yhdenvertaisuusperiaatteen ja painavan taloudellisen syyn ydinsisällön”.<sup>387</sup>

### 6.2.3. Ratkaisun ennakkotapausarvosta

Korkeimman oikeuden ratkaisun KKO 2018:19 ennakkotapausarvoon voidaan suhtautua jokseenkin kaksijakoisesti. Toisaalta voidaan esittää, että ratkaisun ennakkotapausarvo on jokseenkin rajoittunut. Tätä voidaan perustella ensinnäkin sillä, että koska suunnattujen osakeantien aineellisten edellytysten arviointi edellyttää vastakkaisiin suuntiin puhuvien argumenttien keskinäistä punnintaa ja kokonaisharkintaa, voidaan suunnattuja osakeanteja koskevien tapausten ennakkopäätösarvoa jo lähtökohdaisesti pitää jossain määrin rajallisena.<sup>388</sup> Lisäksi voidaan katsoa, että tapauksen tosiseikasto oli lopulta melko erityislaatuinen. Ensinnäkin tapauksessa ei ollut kyse tavallisesta kaupallisesta osakeyhtiöstä vaan kunnallisesta jätehuoltoyhtiöstä, jonka toimialana oli yhtiöjärjestyksen mukaan jätehuolto oheistoimintoinen.<sup>389</sup> Käräjäoikeuden ratkaisussa viitatus todistajalausunnon mukaan B ei ollut

---

<sup>385</sup> KKO 2018:19 kohta 39.

<sup>386</sup> Vähemmistön mukaan suunnattua osakeantia käytettiin lunastamisen edistämiseen osittain siitä syystä, että näin välttyttäisiin yhtiön yhtiöjärjestyksessä olleen lunastuslausekkeen soveltamiselta, joka olisi saattanut hankaloittaa järjestelyn tavoitteiden saavuttamista. Enemmistö kuitenkin katsoi, ettei lunastuslauseke olisi tullut sovellettavaksi, mikäli järjestely olisi toteutettu esimerkiksi edellä kuvatun kuntaosakkeenomistajien keskinäisen osakevaihdon kautta. Ks. KKO 2018:19 kohta 40.

<sup>387</sup> *Vahtera* 2018 s. 5.

<sup>388</sup> Vastaavasti *Timonen* 2018 s. 158.

<sup>389</sup> KKO 2018:26.

myöskään esimerkiksi koskaan jakanut osinkoa osakkeenomistajilleen.<sup>390</sup> Edelleen erityisesti se, että suunnatun osakeannin peruste liittyi pitkälti hankintalainsäädännöstä johdettaviin vaatimuksiin, tehnee tapauksesta melko ainutlaatuisen. Tällaiset tekijät puoltavat käsitystä siitä, että ratkaisu oli omanlaisensa erityistapaus, jota ei siten tulisi liiallisesti yleistää.<sup>391</sup>

Toisaalta voidaan katsoa, että ratkaisu selkeyttää osaltaan painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä suhdetta ja että erityisesti tältä osin ratkaisun perusteluja voidaan hyödyntää myös muiden tapausten arvioinnissa. Vaikka korkeimman oikeuden perustelut vaikuttavat edellä esitetyllä tavalla olevan tältä osin pitkälti yhteneväisiä kirjallisuudessa jo aikaisemmin esitettyjen näkemysten kanssa, on oikeusvarmuuden kannalta luonnollisesti aina suotavaa, että aiheesta on nyt myös korkeimman oikeuden ratkaisu. Viimeistään ratkaisun antamisen jälkeen on selvää, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioidaan nimenomaan ensisijaisesti yhtiön edun eli koko osakkeenomistajakollektiivin edun näkökulmasta. Samalla on katsottava, että yksittäisille osakkeenomistajille annista koitua haitta on lähtökohtaisesti oikeutettavissa, jos antia voidaan pitää yhtiön edun kannalta perusteltuna. Ratkaisu vahvistaa myös käsitystä siitä, etteivät vähemmistöosakkeenomistajat voi käyttää yhdenvertaisuusperiaatetta puhtaasti itselleen epämieluisien päätösten torjumiseen, mikäli päätöstä voidaan kuitenkin pitää yhtiön edun kannalta perusteltuna. Samalla on kuitenkin todettava, että ratkaisun lopputulosta voidaan pitää jossain määrin kyseenalaisena. Erityisesti tältä osin on syytä huomioida, että ratkaisuun liittyi useita edellä mainittuja erityispiirteitä, mistä johtuen ratkaisun perusteella ei tulisi tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Lähtökohtaisesti pitänee yhä suhtautua hyvin varauksellisesti sellaisiin tilanteisiin, joissa suunnattua osakeantia käytetään vähemmistön osakkeiden lunastamisprosessin edistämiseen tai ylipäänsä yksinomaan enemmistöosakkeenomistajien aseman vahvistamiseen.

## 7. LOPUKSI

Tässä tutkielmassa on tarkasteltu OYL 9:4:ssä tarkoitetun yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tulkintaa. Tämä on myös edellyttänyt painavan taloudellisen syyn vaatimukseen läheisesti kytkeytyvän yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun tulkintaa. Tutkielman tavoitteena on ollut vastata neljään tutkimuskysymykseen: (1) millainen periaate yhdenvertaisuusperiaate on, (2) mitä yhtiöoikeudellisella käsitteellä yhtiön etu varsinaisesta tarkoitetaan, (3) milloin suunnatulle osa-

---

<sup>390</sup> Länsi-Uudenmaan käräjäoikeuden ratkaisu 11.9.2013 L 13/4894 s. 21.

<sup>391</sup> Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018 s. 744 alaviite 76, jotka päätyvät vastaavaan lopputulokseen.

keannille voidaan katsoa olevan painava taloudellinen syy, ottaen huomioon yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate ja (4) vastaako korkeimman oikeuden suunnattuja osakeanteja koskeva ratkaisu KKO 2018:19 aikaisempaa käsitystä suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä.

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen osalta voidaan ensinnäkin todeta, että yhdenvertaisuusperiaate muodostaa keskeisen osan osakeyhtiölain vähemmistönsuojajärjestelmästä. Yhdenvertaisuusperiaate koostuu osakkeiden tuottamien oikeuksien yhtäläisyyttä koskevasta olettamasaännöksestä sekä määräsvallan väärinkäytön kiellon ilmaisevasta yleislausekkeesta. Osakkeiden yhtäläisyys suojaa osakkeenomistajan oikeusaseman ennakoitavuutta ja osakkeen tuottamien oikeuksien pysyvyyttä, mitä voidaan pitää välttämättömänä edellytyksenä yhtiömuotoiselle toiminnalle ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiselle. Yleislausekkeen tarkoituksena on puolestaan nimensä mukaisesti toimia yleisluontoisena keinona puuttua väärinkäytöstilanteisiin. Jos yleislausekkeen kaltaista vähemmistönsuojamekanismia ei olisi ja jos vähemmistöosakkeenomistaja ei siten voisi luottaa siihen, että oikeusjärjestelmä estää enemmistöä väärinkäyttämästä heille kuuluvaa enemmistövaltaa, olisi vähemmistöosakkeenomistaja todennäköisesti valmis maksamaan huomattavasti vähemmän yhtiön tarjoamista osakkeista, jolloin osakkeiden arvostustaso jäisi hyvin alhaiseksi. Tämä olisi omiaan heikentämään lähtökohtaisesti koko yhteiskuntaa hyödyttävän taloudellisen toiminnan kannustimia. Täten on perusteltua, että yhdenvertaisuusperiaatteella voidaan puuttua mitä erilaisempiin väärinkäytöstilanteisiin. Tällaisissa väärinkäytöksissä on tyypillisesti kyse taloudellisesta hyötymisestä vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella. On syytä korostaa, että yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on nimenomaan mahdollistaa väärinkäytöksiin puuttuminen, ei enemmistöperiaatteen toteutumisen estäminen. Yhdenvertaisuusperiaatteen mahdollisten loukkausten arviointi pitäisi aina suhteuttaa siihen lähtökohtaan, että osakeyhtiössä noudatetaan enemmistöperiaatetta, jonka mukaisesti yhtiöoikeudellinen päätösvalta kuuluu äänen enemmistöä hallitseville osakkeenomistajille. Enemmistöperiaatteesta ja siihen läheisesti liittyvästä osake ja ääni -periaatteesta seuraa, että yhtiöoikeudellinen valta jakautuu sijoitetun pääoman ja siihen sitoutuneen riskin suhteessa, mitä voidaan pitää taloudellisesti tehokkaana ratkaisuna. Yhdenvertaisuusperiaatteella ei ole tarkoitus puuttua tähän.

Toisena tutkimuskysymyksenä tarkasteltu yhtiön etu tulee ymmärtää ennen kaikkea kaikkien osakkeenomistajien eduksi sekä toimimiseksi tavalla, joka toteuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta eli lähtökohtaisesti edistää voiton tuottamista kaikille osakkeenomistajille. Osakkeenomistajien eriävistä preferensseistä johtuen kaikkien osakkeenomistajien etu on väistämättä jossain määrin keinotekoinen käsite ja kuvaavammin voidaankin puhua kaikkien osakkeenomistajien oletetusta eli hypoteettisesta

edusta. Osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys asettavat vain verrattain laveat rajat yhtiön edun määrittämiselle. Jos ja kun osakkeenomistajat ovat erimielisiä, kaikkien osakkeenomistajien etu joudutaan jotenkin konstruoimaan. Koska johdolla on velvollisuus edistää yhtiön etua, sen on myös sille kuuluvien tehtävien osalta tapauskohtaisesti ratkaistava, mitä yhtiön edulla eli kaikkien osakkeenomistajien hypoteettisella edulla käytännössä tarkoitetaan. Yhtiön edun määrittävät kuitenkin lopulta osakkeenomistajat valtaoikeuksiaan käyttämällä.

Suunnatun osakeannin aineellisena edellytyksenä olevan painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tulkinnassa voidaan katsoa olevan kyse pitkälti yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun yhteensovittamisesta. Koska suunnatuilla osakeanneilla voi olla huomattavakin vaikutus annin ulkopuolelle jääneen osakkeenomistajan asemaan, ovat suunnatut osakeannit lähtökohtaisesti jännitteisessä suhteessa yhdenvertaisuusperiaatteeseen. Suunnattu osakeanti johtaa tyypillisesti annin ulkopuolelle jääneen osakkeenomistajan määräysvalta-aseman heikkenemiseen, mikä pitää sisällään sekä äänivallan heikkenemisen että mahdollisen vähemmistöoikeuksien menettämisen. Lisäksi alihintainen suunnattu osakeanti merkitsee lähtökohtaisesti myös osakkeenomistajan taloudellisen aseman heikkenemistä. Suunnattua osakeantia voidaan kuitenkin pitää yhtiön edun – eli kaikkien osakkeenomistajien edun – mukaisena sikäli kun se johtaa yhtiön taloudellisen aseman tai toimintaedellytysten paraneamiseen. Erinäisiä yhdenvertaisuusperiaatetta rasittavia tekijöitä onkin aina arvioitava suhteessa annista yhtiölle koituviin etuihin. Lähtökohtana on esitetty olevan, että suunnattu osakeanti täyttää painava taloudellisen syyn vaatimuksen eikä sitä voi pitää yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena, mikäli (1) suunnatun osakeannin peruste on yhtiön edun mukainen, (2) annilla tavoiteltuun lopputulokseen ei voida päästä osakkeenomistajien etuoikeutta noudattaen ja (3) osakkeista on maksettu käypä hinta tai annista voidaan perustellusti olettaa koituvan yhtiölle muuta taloudellista etua, joka kompensoi käyvän hinnan ja merkintähinnan välisen erotuksen. Lisäksi yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena lähtökohtana lienee se, että (4) annin ulkopuolelle jääneille yksittäisille osakkeenomistajille koituvien haittojen täytyy olla asianmukaisessa suhteessa annista yhtiölle koituviin etuihin. Lähtökohtaisesti on edelleen katsottava, että OYL 5:27:ssä tarkoitettulla määräenemmistöllä – tai sen valtuuttamalla hallituksella – on oikeus päättää, milloin suunnattu osakeanti on yhtiön edun mukainen.

Tutkielman viimeisenä tutkimuskysymyksenä on arvioitu, vastaako korkeimman oikeuden suunnattuja osakeanteja koskeva ratkaisu KKO 2018:19 aikaisempaa käsitystä suunnatun osakeannin aineellisista edellytyksistä. Sikäli kun tapauksessa on käsitelty painavan taloudellisen syyn, yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä suhdetta yleisellä tasolla, voinee tapauksen katsoa pitkälti vastaavan kirjallisuudessa jo aikaisemmin esitettyjä näkemyksiä. Tapaus kuitenkin vahvistaa käsitystä siitä,

että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä tulisi arvioida ensisijaisesti yhtiön edun eli osakkeenomistajakollektiivin edun näkökulmasta. Yksittäisille osakkeenomistajille annista koitua haitta on lähtökohtaisesti oikeutettavissa, jos antia voidaan pitää yhtiön edun kannalta perusteltuna. Haittojen arvioinnissa tulisi myös painottaa lähinnä annin taloudellisia seurauksia. Toisaalta korkeimman oikeuden lopputulokseen, jossa annille katsottiin olevan painava taloudellinen syy eikä sen katsottu loukkaavan yhdenvertaisuusperiaatetta siitä huolimatta, että anti oli osa ”osa kokonaisjärjestelyä, jossa tarkoituksena on ollut vähemmistöosakkeenomistajien lunastaminen yhtiöstä”<sup>392</sup>, voidaan suhtautua kriittisesti. Tällainen tulkinta vaikuttaa poikkeavan siitä, mitä yhtiön edulla on yleensä tarkoitettu ja millaista suojaa yhdenvertaisuusperiaatteen on perinteisesti katsottu vähemmistöosakkeenomistajille tarjoavan. Tapaukseen liittyi toisaalta useita melko erityislaatuisia piirteitä, mistä johtuen ratkaisun lopputuloksen perusteella ei tulisi tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä.

---

<sup>392</sup> KKO 2018:19 kohta 37.