

**VÄHEMMISTÖOSAKKEEN LUNASTUSHINNAN MÄÄRÄYTYMINEN
SUOMALAISESSA PÖRSSIYHTIÖSSÄ**

Pro gradu -tutkielma
Helsingin yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta
Kauppa-oikeus, syventävät opinnot sl 2006–kl 2007
Projektin johtaja prof. Heikki Toiviainen
Tutkielman kirjoittaja Essi Rimali

SISÄLLYS

| | |
|---|--------------|
| SISÄLLYS | I |
| LÄHTEET | IV |
| LYHENTEET | XXIII |
| 1 JOHDANTO | 1 |
| 1.1 Tutkimuksen lähtökohtia..... | 1 |
| 1.1.1 Taustaksi..... | 1 |
| 1.1.2 Historiaa..... | 3 |
| 1.1.3 Tutkimuksen tarpeellisuus..... | 6 |
| 1.2 Tutkimustehtävä..... | 7 |
| 1.2.1 Tutkimuksen kohde ja tavoitteet..... | 7 |
| 1.2.2 Tutkimustehtävän rajaaminen..... | 9 |
| 1.3 Tutkimuksen toteuttaminen..... | 11 |
| 1.3.1 Metodi..... | 11 |
| 1.3.2 Tutkimuksen lähdemateriaali..... | 13 |
| 1.3.3 Työn rakenne..... | 14 |
| 2 LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTELYKONTEKSTI | 16 |
| 2.1 Keskeiset lunastushinnan määrittämistä ohjaavat periaatteet..... | 16 |
| 2.1.1 Vähemmistöosakkeiden lunastuksen perusoikeuslottuvuus..... | 16 |
| 2.1.2 Yhdenvertaisuusperiaate merkittävänä oikeusohjeena..... | 18 |
| 2.2 OYL:n ja AML:n mukainen ostotarjous- ja lunastusnormisto..... | 23 |
| 2.2.1 Ostotarjousmenettely ja määräysvaltakäytännöt pakkolunastuksen taustalla..... | 23 |
| 2.2.2 Hinnanmääritysnormistot..... | 25 |
| 3 LUNASTUSHINNAN MÄÄRÄYTYMISEN LÄHTÖKOHDAT | 31 |
| 3.1 OYL 18:7.1:n yleissäännön suhde OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisiin pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen hinnanmääritysolettamiin..... | 32 |
| 3.1.1 OYL 18:7.1:n yleissääntö yleisohjeena ja vertailutekijänä..... | 32 |
| 3.1.2 Pörssiyhtiön osakkeen lunastushinnan määräytyminen yleissäännön perusteella..... | 37 |
| 3.2 OYL 18:7.1:n yleissäännön ilmentämät hinnanmääritysohjeet..... | 39 |
| 3.2.1 Hinnanmäärityksen lähtökohtia..... | 39 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 3.2.2 | <i>Käyvän hinnan määrittely</i> | 42 |
| 3.2.2.1 | Lähtökohtana markkinahinta..... | 43 |
| 3.2.2.2 | Markkinahinnan luotettavuus ja markkinoiden tehokkuusongelmat..... | 47 |
| 3.2.2.3 | Vaihtoehtoiset arvonmäärittäytävät (tuottoarvo ja substanssiarvo)..... | 48 |
| 3.2.2.4 | Markkinahinnan ja vaihtoehtoisten arvonmäärittäytävöjen keskinäinen suhde..... | 50 |
| 3.2.3 | <i>Lunastushinnalle maksettava korko</i> | 53 |
| 3.3 | OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännökset käyvän hinnan määräytymisen lähtökohtina .. | 55 |
| 3.3.1 | <i>OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärittäytksen yhtenäistäminen</i> | 57 |
| 3.3.1.1 | OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännösten perustelut..... | 57 |
| 3.3.1.2 | Yhdenvertaisuusperiaate olettamasäännösten perusteluna..... | 59 |
| 3.3.1.3 | Olettamasäännösten kritiikki..... | 61 |
| 3.3.2 | <i>Pakollisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana</i> | 63 |
| 3.3.2.1 | Kuuden kuukauden korkein hinta..... | 63 |
| 3.3.2.2 | Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo..... | 67 |
| 3.3.3 | <i>Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana</i> | 70 |
| 3.3.4 | <i>Korotus- ja hyvitysvelvollisuus</i> | 72 |
| 4 | KÄYVÄN HINNAN MÄÄRÄYTYMISEN LÄHTÖKOHDISTA | |
| | POIKKEAMISEEN OIKEUTTAVAT ERITYISET SYYT | 73 |
| 4.1 | OYL:n ilmentämät erityiset syyt..... | 75 |
| 4.1.1 | <i>Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika</i> | 75 |
| 4.1.2 | <i>Hyväksymisen ja ostotarjouksen kattavuuden merkitys</i> | 76 |
| 4.2 | AML:n ilmentämät erityiset syyt..... | 79 |
| 4.2.1 | <i>Erityiset etuudet</i> | 81 |
| 4.2.2 | <i>Yritys kiertää lain määräaikoja</i> | 84 |
| 4.2.3 | <i>Kohdeyhtiössä tai markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset</i> | 86 |
| 4.3 | Markkinoihin liittyvät muut erityiset syyt ja lunastajan toimet..... | 87 |
| 4.3.1 | <i>Kurssikehitys poikkeamisen indikaattorina</i> | 87 |
| 4.3.1.1 | Ostotarjousta korkeampi pörssikurssi..... | 87 |
| 4.3.1.2 | Ostotarjouksen julkitulon vaikutusten huomioon ottaminen..... | 89 |
| 4.3.1.3 | Vertailu indekseihin..... | 90 |
| 4.3.1.4 | Vertailu toimialan yleiseen ja vertailuryhmän yritysten kurssikehitykseen..... | 91 |

| | | |
|----------|---|------------|
| 4.3.1.5 | Kurssin kehitys lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeen | 92 |
| 4.3.2 | <i>Osakkeen markkinahinnan luotettavuuteen vaikuttavat erityiset syyt</i> | 93 |
| 4.3.2.1 | Likviditeetin puute | 94 |
| 4.3.2.2 | Kohdeyhtiön omistusrakenne | 95 |
| 4.3.2.3 | Kurssimanipulaatio | 96 |
| 4.3.3 | <i>Muut lunastajan tai kohdeyhtiön toimet</i> | 98 |
| 5 | YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET | 100 |

LÄHTEET

Aarnio, Aulis: Lainopin perinteisestä tehtävästä. Juva 1989 (Aarnio 1989)

Aarnio, Aulis: Mitä lainoppi on? Helsinki 1978 (Aarnio 1978)

Aarnio, Aulis: Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta. Teoksessa *Häyhä, Juha* (toim.): Minun metodini. Porvoo 1997, s. 35–56 (Aarnio 1997)

Aarnio, Aulis: Tulkinnan taito. Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Vantaa 2006 (Aarnio 2006)

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölaki. Porvoo 1997 (Airaksinen – Jauhiainen 1997)

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Suomen yhtiöoikeus. Vantaa 2000 (Airaksinen – Jauhiainen 2000)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. Helsinki 2007 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007)

Andersson, Sten – Johansson, Svante – Skog, Rolf: Aktiebolagslagen. En kommentar. Del II. Visby 2006 (Andersson – Johansson – Skog 2006)

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Jyväskylä 1990 (Astola 1990)

Bebchuk, Lucian Arye – Kahan, Marcel: Adverse selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. Teoksessa *Morck, Randall K. (Ed.)*: Concentrated Corporate Ownership. Chicago 2000, s. 247–259 (Bebchuk – Kahan 2000)

Bergström, Clas – Samuelsson, Per: Aktiebolagets grundproblem. Andra upplagan. Göteborg 2001 (Bergström – Samuelsson 2001)

Blommé Nils: Due Diligence -prosessi. Teoksessa *Blomquist, Lars – Blummé, Nils – Simola, Anna-Maija*: Due diligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa. Jyväskylä 1997, s. 9–52 (Blommé 1997)

Blomquist, Lars: Yrityksen arvonmääritys. Teoksessa *Blomquist, Lars – Blummé, Nils – Simola, Anna-Maija*: Due diligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa. Jyväskylä 1997, s. 87–124 (Blomquist 1997)

Brealey, Richard A. – Myers, Stewart, C. – Marcus, Alan J.: Fundamentals of Corporate Finance. Fourth Edition. New York 2004 (Brealey – Myers – Marcus 2004)

Cederberg, Lauri: Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistönsuojaa silmälläpitäen. Lakimies 1934, s. 1–51 (Cederberg, LM 1934)

Christensen, Rudi M.: Krav til et fungerende marked ved tvangsinnløsning av aksjer. Nordiska Tidskrift vid Selskabsrett 3/2002, s. 298–307 (Christensen, NTS 2002)

Clausen, Nis Jul – Sørensen, Karsten Engsig: Takeover bids. The Danish, Norwegian and Swedish Regulation to be challenged by the 13th Company Law Directive. Copenhagen 1998 (Clausen – Sørensen 1998)

Commission of the European Union: Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels, 4 November 2002.

Osoite:http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf.

Viittauspäivä 27.10.2006 (Final Report of the High Level Group 2002)

Commission of the European Union: Proposal for a directive of the European parliament and the council on takeover bids. COM (2002) 534 Final. Brussels, 2 October 2002.

Osoite:http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fi/com./2002/com2002_0534fi01.pdf.

Viittauspäivä 27.10.2006 (COM (2002) 534 Final)

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

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

Viittauspäivä 27.10.2006 (High Level Group Report on Takeover Bids 2002)

Davies, Paul L.: The Notion of Equality in European Takeover Regulation. Teoksessa *Payne, Jennifer* (Ed.): Takeovers in English and German Law. Oxford 2002, s. 9–31 (Davies 2002)

Dine, Janet: Company Law. Fourth Edition. Ebbw Vale 2001 (Dine 2001)

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge 1991 (Easterbrook – Fischel 1991)

Ellsworth, Richard: Leading with Purpose. The New Corporate Realities. Stanford 2002 (Ellsworth 2002)

Francis, Julian: The Takeover Directive. Teoksessa *Button, Maurice* (Ed.): A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2006/2007. King's Lynn 2006, s. 138–164 (Francis 2006)

Hager, Richard: Värdering av minoritets aktier – finns det en korrekt metod? Del III. Teoksessa *Skog, Rolf* (Red.): Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Uppsala 2003, s. 79–83 (Hager 2003)

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

Hallituksen esitys n:o 318 (1992 vp.) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi (HE 318/1992)

Hallituksen esitys n:o 89 (1996 vp.) Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 89/1996)

Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp.) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölaiksi (HE 109/2005)

Hallituksen esitys n:o 6 (2006 vp.) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetuin lain muuttamisesta (HE 6/2006)

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier: Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa *Kraakman Reinier – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward: The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach.* Oxford 2004, s. 21–29 (Hansmann – Kraakman 2004)

Hansmann, Henry – Kraakman Reinier: The End of History for Corporate Law. Georgetown Law Journal. Vol. 89, 2001, s. 439–469 (Hansmann – Kraakman, GLJ 2001)

Havansi, Erkki: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Vammala 1979 (Havansi 1979)

Helminen, Sakari: Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Hämeenlinna 2006 (Helminen 2006)

Huvudstadsbladet 19.1.2006. Pohjolas småägare anser sig ha blivit ojämligt behandlade av OKO. Ilmarinen och Suomi fick en väldig fördel. Lehtiartikkeli. Stefan Holmström (HBL 19.1.2006)

Häyrinen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Yliopistollinen väitöskirja. Helsinki 2006 (Häyrinen 2006)

Immonen, Raimo: Yritysjärjestelyt. 3., uudistettu painos. Jyväskylä 2006 (Immonen 2006)

Immonen, Raimo: Yritysmuodot ja liiketoiminta. Jyväskylä 2002 (Immonen 2002)

Jennergren, Peter: Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet 1996–97, s. 59–88 (Jennergren, JT 1996–97)

Kadelburger, John – Mellqvist, Ulf: Fråga om särregelns tillämpning i tvångsinlösenförfaranden vid förekomsten av omvärldsfaktorer. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet 2002–03, s. 438–446 (Kadelburger – Mellqvist, JT 2002–03)

Kaisanlahti, Timo: Hinnoittelu julkisessa ostotarjouksessa. Kansainväliset yrityskaupat. Business Law Forum -seminaarimateriaali. Helsinki 3.11.2005 (Kaisanlahti, BLF-seminaari 3.11.2005)

Kaisanlahti, Timo: Käypä hinta ja sijoittajien intressien yhdenmukaisuus. Tilintarkastus 5/2003, s. 39–43 (Kaisanlahti, TT 2003)

Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999 (Kaisanlahti 1999)

Kaisanlahti, Timo: Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. Teoksessa: Oikeustiede – Jurisprudentia. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja 1995. Jyväskylä 1995 (Kaisanlahti 1995)

Kaiser-Stockmann, Thomas: Squeeze-Out of Minority Shareholders. New German Rules and the Experience of the Nordic Countries. International Business Lawyer, December 2002, s. 495–498 (Kaiser-Stockmann, IBL 2002)

Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko: Yrityksen uusi arvonmäärittäminen. Jyväskylä 2004 (Kallunki – Niemelä 2004)

Kariola, Raija – Niemelä, Jaakko – Angervuo, Hannu: Yritys sijoittajamarkkinoilla – sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet. Helsinki 2004 (Kariola – Niemelä – Angervuo 2004)

Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. 3., uudistettu painos. Jyväskylä 2005 (Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005)

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta: Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista 15.12.2006 (Yrityskauppalautakunnan suositus 2006)

Komiteanmietintö 1969:A20: Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi. Osakeyhtiölakikomitean mietintö ja pohjoismaiset rinnakkaisehdotukset. Helsinki 1969 (KM 1969:A20)

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

Komiteanmietintö 1991:48. Yhdentyvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö. Helsinki 1991 (KM 1991:48)

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

Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölaki selityksin II. 4., uudistettu painos. Jyväskylä 2000 (Koski – af Schultén 2000)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. 3., uudistettu painos. Helsinki 2002 (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. 4., uudistettu painos. Julkaisematon. (Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio, julkaisematon 4. painos)

Kågerman, Pontus: Företagsvärde eller börsvärde. *Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet* 1996–97, s. 119–125 (Kågerman, JT 1996–97)

Laitasalo, Jukka: Vähemmistöosakkeiden lunastaminen uuden osakeyhtiölain mukaan. Keskuskauppakamarin välimiespäivä 28.11.2006 (Laitasalo, KKK:n välimiespäivä 28.11.2006)

La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Schleifer, Andrei – Vishny, Robert: Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*. Vol. 57, No 3, 2002, s. 1147–1170 (La Porta – Lopez-de-Silanes – Schleifer – Vishny, *The Journal of Finance* 2002)

Leppiniemi, Jarmo: Omaisuuden arvo. Arvonmäärittäminen, tilinpäätös, verotus. Helsinki 1999 (Leppiniemi 1999)

Länsineva, Pekka: Omaisuuden suoja (PL 15§). Teoksessa *Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeudet. Juva 1999, s. 473–509 (Länsineva 1999)

Mahoney, Paul G.: Comment. Kommentti artikkeliin *Bebchuk, Lucian Arye – Kahan, Marcel*: Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. Teoksessa *Morck, Randall K. (Ed.)*: Concentrated Corporate Ownership. Chicago 2000, s. 259–261 (Mahoney 2000)

Meixner, Rüdiger: Das Übernahmegerichtlinie – Umsetzungsgesetz. *Zeitschrift für die Anwalt Praxis* 2006, Fach 8, s. 417–422 (Meixner, ZAP 2006)

Miles, Lilian – Zagelmeyer, Stefan: German Takeover Legislation: Implications for the Future. *International Company and Commercial Law Review* 2004, 15(7), s. 221–230 (Miles – Zagelmeyer, I.C.C.L.R 2004)

Mähönen, Jukka: Taloustiede lain tulkinassa. Lakimies 1/2004, s. 49–64 (Mähönen, LM 2004)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I. Yleiset periaatteet. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006a)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006b)

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo: Osakeyhtiölaki käytännössä. Juva 2006 (Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006)

Mäntysaari, Petri: Arvopaperimarkkinalain mukainen käypä hinta (1). Defensor Legis 7–8/1995, s. 616–627 (Mäntysaari, DL 1995)

Mäntysaari, Petri: Arvopaperimarkkinalain mukainen käypä hinta (2). Defensor Legis 5/1997, s. 707–716 (Mäntysaari, DL 1997)

Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana. Porvoo 2002 (Mäntysaari 2002)

Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen perusteet. Helsinki 2006 (Määttä 2006)

Niskanen, Jyrki – Niskanen, Mervi: Yritysrahoitus. Helsinki 2000 (Niskanen – Niskanen 2000)

Nuolimaa, Risto: Välimiesmenettelystä vähemmistöosakkeita pakkolunastettaessa. Teoksessa juhlijulkaisu Pekka Hallberg 1944 – 12/6 – 2004. Jyväskylä 2004, s. 248–263 (Nuolimaa 2004)

Näringslivets Börskommitté: Offentliga erbjudanden om aktieförvärv (Takeover-reglerna). Stockholm 1.6.2003. Osoite: www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover20061A.pdf. Viittauspäivä 10.11.2006 (NBK:s Takeover-reglerna 2003)

Oikeusministeriö: Pulkkinen Pekka: Lausuntotiivistelmä osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä 2003:39. Helsinki 22.12.2003. Osoite: www.om.fi/1146647429908. Viittauspäivä 12.11.2006 (OM:n lausuntotiivistelmä 2003:39)

Oikeusministeriön asiantuntijaselvitys 25.2.2002: Kaisanlahti, Timo: Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Helsinki 25.2.2002. Osoite: www.om.fi/uploads/x32792g4ml3d.pdf. Viittauspäivä 17.10.2006 (Kaisanlahti, OM 2002)

Oikeusministeriön lainvalmisteluosasto: Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölain uudistaminen - Tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Helsinki 7.7.2000 (OYL-uudistus, OM 2000)

Oikeusministeriön muistio 3.3.2002: Timonen, Pekka – Kaisanlahti, Timo: Yhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädännön leikkauspisteistä de lege ferenda. Helsinki 3.3.2002 (Timonen – Kaisanlahti, OM 2002)

Oikeusministeriön työryhmämietintöjä 2003:4: Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Helsinki 2003 (OM 2003:4)

Osakesäästäjien keskusliitto ry: Jarmo Leppiniemi: Lausunto oikeusministeriölle osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä 26.9.2003 (OSKL:n lausunto, OM 2003)

Palepu, Krishna, G. – Healy, Paul M. – Bernard, Victor L.: Business Analysis & Valuation. Using Financial Statements. Third Edition. Dubuque 2004 (Palepu – Healy – Bernard 2004)

Palm, Jukka: Yritysosotot ja määräysvaltamarkkinat. Tutkimus kilpailuoikeudellista yrityskauppa- ja arvopaperimarkkinaoikeudellista julkista ostotarjousta koskevan sääntelyn ja sen soveltamisen kehittämistarpeista. Helsinki 2005 (Palm 2005)

Perustuslakivaliokunnan mietintö n:o 25 (1994 vp.) hallituksen esityksestä perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta.

Osoite:<http://217.71.145.20/TRIPviewer/show.asp?tunniste=PeVM+25/1994&base=erml&palvelin=www.eduskunta.fi&f=WP>. Viittauspäivä 21.1.2007 (PeVM 25/1994)

The Panel on Takeovers and Mergers: The City Code on Takeovers and Mergers. Osoite: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf>. Viittauspäivä 15.11.2006 (The City Code 2006)

Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c. Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. Määräykset ja ohjeet. Annettu 19.10.2004, muutospäivä 19.12.2006, diaarinro 8/120/2004. Muutoksen voimaantulopäivä 1.2.2007. Osoite: www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/88A81541-8272-4E3B-8897-FE0616310F94/0/52cstd2.pdf. Viittauspäivä 2.2.2007 (Ratan standardi 5.2c)

Ramberg, Göran: Värdering av minoritetsaktier – finns det en korrekt metod? Del II. Teoksessa *Skog, Rolf* (Red.): *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?* Uppsala 2003, s. 69–78 (Ramberg, Göran 2003)

Ramberg, Göran – Ramberg, Magnus: Värderingsprinciper vid tvångsinlösen av aktier, de lege ferenda. *Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet* 1996, s. 235–238 (Ramberg – Ramberg, JT 1996)

Ramberg, Magnus: Några kommentarer till frågan om tillämpning av den s.k. särregeln vid tvångsinlösen av aktier. *Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet* 2002–03, s. 931–93. (Ramberg, Magnus, JT 2002–03)

Regeringens proposition 1975:103: Aktiebolagslag (Reg. Prop. 1975:103)

Regeringens proposition 2004/05:85: Nya aktiebolagslag (Reg. Prop. 2004/05:85)

Rissanen, Kirsti: Osuus osakeyhtiöstä. Teoksessa juhlaulkaisu Matti Ylöstalo 1917 – 4/2 – 1987. Helsinki 1987, s. 317–334 (Rissanen 1987)

Rodhe, Knut: Kan minoritetsskyddet i aktiebolagen göras effektivare? Teoksessa *Abitz, E.A. – Luul, Stig – Boas, Vilhelm – Lund, Torben – Kruse, Vinding A.* (Red.): Festskrift til professor, dr. juris O.A. Borum 30. juli 1964. København 1964, s. 431–443 (Rodhe 1964)

Saarelainen, Jukka: Osakkeiden lunastushinta on välimiehen käsissä. Talouselämän liikejuridiikkanumero 1/2006, s. 8 (Saarelainen, TE 2006)

Saario, Seppo: Pisteet kotiin. Saarion liigaosaaminen rahastoksi. Meklari. eQ Pankin asiakaslehti 4/2006, s. 12–15 (Saario, Meklari 2006)

Savela, Ari: Asiantuntijaryhmän ehdotuksesta julkisia ostotarjouksia koskevaksi yhtiöoikeusdirektiiviksi. Helsinki 2002. Osoite: www.edilex.fi. Viittauspäivä 12.10.2006 (Savela 2002)

Savela, Ari: Suomen kansainvälinen yhtiöoikeus. Helsinki 2003 (Savela 2003)

af Sandeberg, Catarina: Regeringens förslag till ny aktiebolagslag – särskilt om minoritetsskyddet. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet 2004–05, s. 269–296 (af Sandberg, JT 2004–05)

af Schultén, Gerhard: Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 3/2006, s. 309–318 (af Schultén, JFT 2006)

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

Siikarla, Pertti J.: Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Jyväskylä 2006 (Siikarla 2006)

Silaskivi, Vesa: Osakkeen hinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistön lunastusmenettelyssä: viimeaikaista välimieskäytäntöä. Defensor Legis 6/2004, s. 1048–1062 (Silaskivi, DL 2004)

Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1994 (Sillanpää 1994)

Sillanpää, Matti J.: Skiljemannapraxis vid inlösen av minoritetsaktier i Finland. Nordiska Tidskrift vid Selskabsrätt 1/2002, s. 33–45 (Sillanpää, NTS 2002)

Skog, Rolf: Aktiebolagskommitténs förslag i ett historiskt och internationellt perspektiv. Teoksessa *Skog, Rolf* (Red.): Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Uppsala 2003, s. 10–22 (Skog 2003)

Skog, Rolf: Rodhes Aktiebolagsrätt. Tjugoförsta upplaga. Visby 2006 (Skog 2006)

Statens offentliga utredningar 1997:22. Aktiebolagets kapital. Stockholm 1997 (SOU 1997:22)

Subramanian, Guhan: Fixing freezeouts. 115 Yale Law Journal 2, 2005, s. 5–69 (Subramanian, Yale L.J. 2005)

Svensson, Bo – Danelius, Johan: Nya aktiebolagslagen. Reglerna från den 1 januari 2006. Göteborg 2005 (Svensson – Danelius 2005)

Taloussanomat 13.6.2006. Pohjolan vähemmistö vaatii OKO:lta kovia korvauksia. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto (TS 13.6.2006)

Taloussanomat 17.8.2006. Välimiehet setvivät Ilmarisen ja Suomen Pohjola-kauppoja. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto (TS 17.8.2006)

Taloussanomat 26.9.2006. Salainen kauppakirja tukee Pohjola-vähemmistöä. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto (TS 26.9.2006)

Taloussanomat 24.10.2006. Pelissä satoja miljoonia euroja. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto (TS 24.10.2006)

Taloussanomat 1.12.2006. Fagemäs: OKO uhkaili Pohjolan pienosakkaita. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto (TS 1.12.2006)

Timonen, Pekka: Johdatus lainopin metodiin ja lainopilliseen kirjoittamiseen. Helsinki 1998 (Timonen 1998)

Timonen, Pekka: Lunastushinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä. Teoksessa *Koulu, Risto – Lappalainen, Juha – Lohi, Tapani* (toim.): Velka, vakuus ja prosessi. Juhlajulkaisu Erkki Havansi 1941 - 11/7 - 2001. Jyväskylä 2001, s. 351–370 (Timonen 2001)

Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Jyväskylä 1997 (Timonen 1997)

Timonen, Pekka: Uusi OYL ja vähemmistöosuuden lunastusjärjestelmä. Hinnottelu ja käytäntö. Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006 (Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006)

Toiviainen, Heikki: Suomen osakeyhtiölaki: Kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä?. Teoksessa *Tepora, Jarno – Sisula-Tulokas, Lena – Hemmo, Mika – Lohi, Tapani – Kolehmainen, Esa* (toimituskunta); vastaava toimittaja *Kolehmainen, Esa:* Business Law Forum 2006. Helsinki 2006, s. 25–67 (Toiviainen, BLF 2006)

Toiviainen, Heikki: Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Ajatuksia oikeustaloustieteestä yksityisoikeudellisia yhteisöjä ja säätiöitä koskevassa oikeudessa. Jyväskylä 2002 (Toiviainen 2002)

Toiviainen, Heikki: Uusi osakeyhtiölaki – tavoitteet ja niiden toteutus. Teoksessa *Pöykkä, Panu* (toim.): Osakeyhtiölaki ja muuta yhtiölainsäädäntöä. Helsinki 2006, s. VII–XX (Toiviainen 2006)

Tolonen, Hannu: Oikeuslähdeoppi. Helsinki 2003 (Tolonen 2003)

UK Parliament: Explanatory notes on the Company Act 2006. Osoite: http://www.opsi.gov.uk/acts/en2006/ukpgaen_20060046_en.pdf. Viittauspäivä 12.1.2006 (Explanatory Notes on the Companies Act 2006)

Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 5/2005: Yritystodirektiivin täytäntöönpano. Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti. Helsinki 2005. Osoite: http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/03_tyoryhmamuistiot/94077/94076_fi.pdf. Viittauspäivä 7.11.2006 (Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005)

Villa, Seppo: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki 2006 (Villa 2006)

Wilkman, Nina – Doepel, Andreas: How legal reform affects M&A deal structures. *International Financial Law Review. A Special IFLR Supplement, The 2006 Guide to Mergers and Acquisitions*, s. 59–61 (Wilkman – Doepel, IFLR 2006)

Wist, Tarja – Waselius, Charlotta: Finnish shareholders need better squeeze-out guidelines. *International Financial Law Review. A Special IFLR Supplement, Nordic Region 2005*, s. 13–15 (Wist – Waselius, IFLR 2005)

OIKEUSTAPAUKSET

Korkein oikeus

KKO 1993:31

Ruotsin Högsta Domstolen

NJA 1957 s. 1 (HD 1957:1) (Gimo-målet)

NJA 1992 s. 872 (HD 1992:133) (Balken-målet)

NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44) (Balken-målet)

Välitystuomiot

Kesko Oyj vs. Hämeenkyllän Kauppa Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Heikki Niskakangas. Välitystuomio 21.12.1998 (Hämeenkyllän Kauppa Oy, välitystuomio 21.12.1998)

Nordic Baltic Holding Ab vs. Merita Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Risto Nuolimaa, Reijo Ruuhela ja Pekka Timonen. Välitystuomio 19.4.2000 (Merita Oyj, välitystuomio 19.4.2000)

Rakentajain Konevuokraamo Oy vs. Tilamarkkinat-Yhtiöt Oyj:n muut osakkeenomistajat. Välimiehenä Juhani Erma. Välitystuomio 6.7.2000 (Tilamarkkinat-Yhtiöt Oyj, välitystuomio 6.7.2000)

Talentum Oyj vs. Kauppakaari Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Eero Routamo. Välitystuomio 4.12.2000 (Kauppakaari Oyj, välitystuomio 4.12.2000)

Elisa Communications vs. Oy Radiolinja Ab:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Heikki Niskakangas, Juhani Erma ja Matti Myrsky. Välitystuomio 29.5.2001 (Radiolinja Oy, välitystuomio 29.5.2001)

Sponda Oyj vs. Castrum Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Raimo Wahlberg. Välitystuomio 15.1.2002 (Castrum Oyj, välitystuomio 15.1.2002)

Pool Acquisition Helsinki Oy vs. Sanitec Oyj Ab:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Pekka Timonen ja Jyrki Tähtinen. Välitystuomio 31.1.2002 (Sanitec Oyj Ab, välitystuomio 31.1.2002)

Pohjois-Suomen Media Oy vs. Pohjolan Sanomat Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Jouko Huhtala ja Seppo Villa. Välitystuomio 14.1.2003 (Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003)

Scottish Courage Limited ja Scottish Courage Oy vs. Hartwall Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Matti Nenonen, Juha Kurkinen ja Pekka Timonen. Välitystuomio 7.3.2003 (Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003)

Kone Finance Oy vs. Partek Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Christer Ekman. Välitystuomio 2.4.2003 (Partek Oyj, välitystuomio 2.4.2003)

Outokumpu Oyj vs. AvestaPolarit Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Matti J. Sillanpää. Välitystuomio 9.6.2003 (AvestaPolarit Oyj, välitystuomio 9.6.2003)

TeliaSonera Ab vs. Sonera Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Eero Routamo ja Seppo Villa. Välitystuomio 26.6.2003 (Sonera Oyj, välitystuomio 26.6.2003)

Silja Holdings Limited vs. Silja Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Markus Troberg. Välitystuomio 3.7.2003 (Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003)

Instrumentarium Oyj vs. Oy Dentalpot Ab:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Pekka Timonen, Juha Kurkinen ja Kalervo Virtanen. Välitystuomio 11.7.2003 (Dentaldepot Oy, välitystuomio 11.7.2003)

Elisa Oyj vs. Riihimäen Puhelin Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Juha Kurkinen. Välitystuomio 6.10.2003 (Riihimäen Puhelin Oy, välitystuomio 6.10.2003)

General Electric Finland Oy vs. Instrumentarium Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Pekka Timonen, Juha Kurkinen ja Kalervo Virtanen. Välitystuomio 30.3.2004 (Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004)

Oy Loma-Boss Ab vs. Keskinäinen Kiinteistö Oy Tervakosken Suruttomat –nimisen yhtiön muut osakkeenomistajat. Välimiehenä Seppo Villa. Välitystuomio 5.4.2004 (Keskinäinen Kiinteistö Oy Tervakosken suruttomat, välitystuomio 5.4.2004)

Foxconn Finland Invest Oy vs. Eimo Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Risto Nuolimaa, Raimo Immonen ja Matti J. Sillanpää. Välitystuomio 20.4.2004 (Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004)

Ounastähti kehittämiskuntayhtymä vs. Rovakairan Tuotanto Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Juha Kiiha. Välitystuomio 30.4.2004 (Rovakairan Tuotanto Oy, välitystuomio 30.4.2004)

Phoenix International Beteiligungs GmbH vs. Tamro Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Antero Molander. Välitystuomio 7.7.2004 (Tamro Oyj, välitystuomio 7.7.2004)

WM-data AB/Ari Neuvonen vs. WM-data/WM-data Novo Oyj:n muut osakkeenomistajat. Välimiehenä Jukka Luoma. Välitystuomio 15.7.2004 (WM-data Oyj, välitystuomio 15.7.2004)

IVG Immobilière SAS vs. Polar Kiinteistöt Oy:n (ent. Polar Kiinteistöt Oyj:n) vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Raimo Immonen. Välitystuomio 26.11.2004 (Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004)

Vähemmistöosakkeenomistajat (entisen Yomi Oyj:n) vs. Elisa Oyj (vastaajana ollut Yomi Oyj sulautunut 31.12.2004 Elisa Oyj:öön). Välimiehenä Juha Kurkinen. Välitystuomio 19.4.2005 (Elisa Oyj (Yomi Oyj), välitystuomio 19.4.2005)

Saunalahti Group Oyj vs. Supertel Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Jukka Mähönen. Välitystuomio 22.4.2005 (Supertel Oy, välitystuomio 22.4.2005)

Nordea Pankki Suomi Oyj vs. Turun Arvokiinteistöt Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Seppo Villa. Välitystuomio 2.5.2005 (Turun Arvokiinteistöt Oyj, välitystuomio 2.5.2005)

Orkla ASA vs. Chips Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Jouko Huhtala. Välitystuomio 1.11.2005 (Chips Oyj, välitystuomio 1.11.2005)

Planmeca Oyj vs. Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Matti J. Sillanpää. Välitystuomio 31.1.2006 (Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006)

Elisa Oyj vs. Saunalahti Group Oyj:n muut osakkeenomistajat. Välimiehinä Antero Molander, Juha Kurkinen ja Pekka Timonen. Välitystuomio 16.5.2006 (Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006)

Suomen Osuuskauppojen Keskuskunta vs. Suomen Spar Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Jukka Luoma. Välitystuomio 28.9.2006 (Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006)

HAASTATTELUT

Asianajaja, varatuomari Juhani Erma, Asianajotoimisto Borenius & Kemppinen Oy. Haastattelu 13.12.2006 (Erma, haastattelu 13.12.2006)

Asianajaja, varatuomari Jouko Huhtala, Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy. Haastattelu 5.12.2006 (Huhtala, haastattelu 5.12.2006)

Asianajaja Kai Kotiranta, Asianajotoimisto Borenius & Kemppinen Oy. Haastattelu 7.12.2006 (Kotiranta, haastattelu 7.12.2006)

Asianajaja, varatuomari Jukka Laitasalo, Asianajotoimisto Merilampi Marttila Laitasalo Oy. Puhelinhaastattelu 11.12.2006 (Laitasalo, haastattelu 11.12.2006)

Ari Neuvonen, Osakesäästäjien keskusliitto ry. Sähköpostihaastattelu 21.12.2006 (Neuvonen, haastattelu 21.12.2006)

OTK Antti Säiläkivi, Asianajotoimisto Borenius & Kemppinen Oy. Haastattelu 30.11.2006 (Säiläkivi, haastattelu 30.11.2006)

Analyytikko Vesa Välinen, Finnish Venture Capital Association, FVCA. Sähköpostihaastattelu 14.12.2006 (Välinen, haastattelu 14.12.2006)

Sijoitusrahastonhoitaja Ben Wolfram, FIM Pankkiiriliike. Haastattelu 13.12.2006 (Wolfram, haastattelu 13.12.2006)

Asianajaja, varatuomari Matti Ylä-Mononen ja OTK Satu Sistonen, Asianajotoimisto Fennica Oy. Haastattelu 29.11.2006 (Ylä-Mononen ja Sistonen, haastattelu 29.11.2006)

LYHENTEET

| | |
|-----------------------|--|
| ABL | Aktiebolagslagen 2005/551 (Ruotsi) |
| AML | Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495 |
| BLF | Business Law Forum |
| COM | Commission |
| DL | Defensor Legis |
| ETA | Euroopan talousalue |
| EU | Euroopan Unioni |
| EY | Euroopan Yhteisöt |
| GLJ | Georgetown Law Journal |
| HBL | Huvudstadsbladet |
| HD | Högsta Domstolen (Ruotsi) |
| HE | Hallituksen esitys |
| IBL | International Business Lawyer |
| I.C.C.L.R. | International Company and Commercial Law Review |
| IFLR | International Financial Law Review |
| JFT | Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland |
| JT | Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet |
| KKK | Keskuskauppakamari |
| KKO | Korkein oikeus |
| KL | Kauppalehti |
| KM | Komiteanmietintö |
| LM | Lakimies: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen aikakauskirja |
| NBK | Näringslivets Börskommitté (Ruotsi) |
| NJA | Nytt Juridiskt Arkiv (Ruotsi) |
| NTS | Nordiska Tidskrift vid Selskabsrätt |
| OM | Oikeusministeriö |
| OSKL | Osakesäästäjien keskusliitto ry |
| ostotarjousdirektiivi | Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista |

| | |
|----------------------|--|
| Oyj | Julkinen osakeyhtiö |
| OYL | Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624 |
| OYLvpL | Laki osakeyhtiölain voimaantulosta 21.7.2006/625 |
| PeVM | Perustuslakivaliokunnan mietintö |
| PL | Suomen perustuslaki 11.6.1999/731 |
| pääomadirektiivi | 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. |
| Rata | Rahoitustarkastus |
| Reg. Prop. | Regeringens proposition (Ruotsi) |
| Sec. | Section |
| SOU | Statens offentliga utredningar (Ruotsi) |
| sulautumisdirektiivi | Kolmas neuvoston direktiivi 78/855/ETY, annettu 9 päivänä lokakuuta 1978, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla osakeyhtiöiden sulautumisesta. |
| TE | Talouselämä |
| TS | Taloussanomien |
| TT | Tilintarkastus |
| VOYL | Osakeyhtiölaki 29.9.1978/734 |
| vp. | valtiopäivät |
| Yale L.J. | Yale Law Journal |
| ZAP | Zeitschrift für die Anwalt Praxis |

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen lähtökohtia

1.1.1 Taustaksi

OYL 18:1:n mukaan osakkeenomistajalla, jolla on yli yhdeksän kymmenesosaa osakeyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on oikeus *käyvästä hinnasta* lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Vastaavasti vähemmistöosakkeenomistajalla on oikeus vaatia enemmistöosakkeenomistajalta osakkeidensa lunastamista.¹ Käypä hinta on kuitenkin varsin abstrakti ja tulkinnanvarainen käsite, ja sen määrittely onkin usein vähemmistöosakkeiden lunastusprosessin keskeinen kiistanaihe. Kysymys on voimakkaasta ristiriidasta vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien taloudellisten etujen välillä, ja osapuolilla on luonnollisesti eri näkemys osakkeen käyvästä hinnasta. Lunastajan intressinä on mahdollisimman alhainen lunastushinta, kun puolestaan vähemmistöosakkaat odottavat osakkeistaan mahdollisimman hyvää kompensatiota.² Lähtökohtaisesti lunastaja ja vähemmistöosakkeenomistaja voivat sopia lunastushinnasta³. Mikäli osakkeenomistajat eivät pääse yksimielisyyteen osakkeen käyvän arvon määrittelystä, lunastushintaa koskevat erimielisyydet ratkaistaan Keskuskauppakamarin lunastuslautakunnan määräämien välimiesten päätöksellä erityisessä legaaliossa välimiesmenettelyssä⁴.

¹ Lunastusoikeus- ja velvollisuus tunnetaan kansainvälisesti mm. termein *squeeze out/freeze out* ja *sell out rights*.

² Timonen 2001 s. 354 ja Nuolimaa 2004 s. 251.

³ Sillanpää 1994 s. 291 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 207. Sääntö kävi nimenomaisesti ilmi VOYL 14:20.1:sta.

⁴ Ks. HE 109/2005 s. 169 ja Mähönen – Villa 2006b s. 518–521. Legaaliossa eli lakimääräisellä välimiesmenettelyllä tarkoitetaan vastakohtana sopimusperusteiselle välimiesmenettelylle OYL:in perustuvaa välimiesmenettelyä. Menettelyssä noudatetaan OYL 18:3:n perusteella soveltuvin osin välimiesmenettelystä annettua lakia (967/1992). Lunastusta koskevan vaatimuksen esittävä enemmistö- tai vähemmistöosakkeenomistaja on lunastusasian hakija eli kantaja. Välimieskäytännön mukaan kantajana on useimmiten lunastaja eli enemmistöosakkeenomistaja.

Vähemmistöosakkeiden lunastussäännökset pohjautuvat keskeiseen osakeyhtiöoikeudelliseen perusongelmaan eli vähemmistön ja enemmistön välisten etujen ristiriitaan. Sen mukaan vähemmistöosakkeenomistajan riskinä on, että enemmistöosakkeenomistajat voivat enemmistöperiaatteen tuoman valtansa turvin käyttäytyä opportunistisesti vähemmistöä kohtaan.⁵ OYL 18 luvun vähemmistöosakkeiden lunastussäännöksillä on tarkoitus turvata vähemmistöosakkeenomistajan asemaa takaamalla tehokas irtautumis- eli exit-mahdollisuus ja käypä hinta osakkeista silloin, kun yhdeksän kymmenesosan osakeomistus- ja ääniosuusraja on ylittynyt. Kyseisen rajan ylittyttyä osakkeen markkinoista muodostuu usein epälikvidi, ja lunastusmahdollisuus vähentääkin osakkaiden paineita myydä osakkeensa edeltävässä ostotarjouksessa. Yhdeksän kymmenesosan osakeomistus- ja ääniosuusrajan ylittyttyä vähemmistöosakkeenomistajalla ei ole enää käytettävänään edes kymmenen prosentin ääniosuuden tuomia vähemmistönsuojakeinoja⁶, ja enemmistö voi pakottaa vähemmistön noudattamaan tahtoaan yhtiötä koskevissa asioissa. Toisaalta lunastajalla on katsottu olevan tarve irtautua vähemmistöstä, joka voi eri tavoin hankaloittaa kohdeyhtiön kehittämistä lunastajan haluamalla tavalla ja aiheuttaa tälle kustannuksia. Vähemmistöosakas voi edelleenkin esimerkiksi vaatia yhtiön asettamista selvitystilaan ja moittia yhtiökokouksen päätöksiä. Ilman hinnan määräytymistä koskevia säännöksiä vähemmistö voisi painostaa enemmistöä vaatimalla korkeaa hintaa suostuakseen myymään loput osakkeet. Enemmistö puolestaan voisi vaikuttaa vähemmistöosakkeiden hintaan jopa siinä määrin, että ne menettäisivät kokonaan arvonsa.⁷

Korkea vähemmistönsuojan taso parantaa sijoittajien luottamusta markkinoihin ja on omiaan lisäämään yritysten toimintaedellytyksiä ja tehokkuutta mahdollistamalla pääomarahoituksen hankkimisen sijoitusmarkkinoilta⁸. Sijoittajien luottamus lunastussääntöihin ja siihen, että heillä on tosiasiallisesti mahdollisuus saada osakkeistaan käypä hinta lunastuksen yhteydessä,

⁵ Bergström – Samuelsson 2001 s. 30 ja 146 ss., Dine 2001 s. 4 ja Hansmann – Kraakman 2004 s. 22.

⁶ Näihin kuuluvat esimerkiksi OYL 7:7:n mukainen oikeus vaatia erityistä tarkastusta ja OYL 13:7:n mukainen oikeus vaatia vähimmäisosinkoa.

⁷ Ks. lunastusoikeuden ja -velvollisuuden perusteluista High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 60–62. Ks. myös Bergström – Samuelsson 2001 s. 182–183, Easterbrook – Fischel 1991 s. 134 ja Davies 2002 s. 20–22. Ks. suomalaisten säännösten osalta Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2002 s. 198–199 ja Villa 2006 s. 346–347.

⁸ La Porta – Lopez-de-Silanes – Schleifer – Vishny, The Journal of Finance 2002 s. 1147 ja Hansmann – Kraakman, GLJ 2001 s. 442.

on näin ollen keskeistä toimivien sijoitusmarkkinoiden turvaamiseksi⁹. Vähemmistöosakkeiden pakkolunastusta¹⁰ voidaan kuitenkin, kaiken kaikkiaan, pitää erityisenä instituutiona sen perustuslaillisen omaisuuden suojaamisen vuoksi. Sen voidaan myös katsoa olevan poikkeus osakeyhtiöoikeudellisesta pääsäännöstä, yleisestä vaihdannanvapaudesta¹¹.

1.1.2 Historiaa

Vähemmistöosakkeiden lunastussääntely saatettiin osaksi oikeusjärjestystämme edeltävän VOYL:n tullessa voimaan. Lunastussääntely katsottiin kohtuulliseksi lainsäädännölliseksi ratkaisuksi hallitsemaan emoyhtiön ja tytäryhtiön muiden osakkeenomistajien välillä esiintyviä ristiriitoja¹². Lunastussääntelyn taustalla vaikutti yhteispohjoismainen lainvalmistelu, jonka aikana vähemmistöosakkeenomistajien asemaa ja lunastushintaa koskevan keskustelun käynnisti ruotsalainen oikeustieteilijä *Knut Rodhe*¹³. Lainvalmistelun johdosta muissa Pohjoismaissa omaksuttiin Ruotsissa jo vuoden 1944 ABL:iin sisällytetty lunastusinstituutio¹⁴. Iso-Britanniassa jo vuoden 1929 *Companies Act* sisälsi vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevia säännöksiä¹⁵. Kuitenkin esimerkiksi Saksassa vastaava lunastussääntely sallittiin vasta vuonna 2002¹⁶. Vähemmistöosakkeita koskeva lunastussääntely Euroopassa onkin ollut varsin kirjavaa¹⁷.

⁹ Ramberg, Göran 2003 s. 74.

¹⁰ Tutkimuksessa käytetään termejä *vähemmistöosakkeiden pakkolunastus*, *vähemmistöosakkeiden lunastus* ja *OYL:n mukainen lunastus* synonyymeinä.

¹¹ Ks. Nuolimaa 2004 s. 250, joka huomauttaa, että vähemmistöosakkeen lunastuksessa on kyse myynti- ja ostopakosta. OYL 1:4:n ja 3:6:n säännökset osakkeiden vapaasta luovutettavuudesta voidaan ymmärtää myös niin, että osakkeenomistajalla ei ole velvollisuutta luopua omistamistaan osakkeista, jollei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta johdu. Näin ollen osakkeiden lunastamista koskevat säännökset muodostavat poikkeuksen osakepääoman irtisanomattomuudesta, ks. Villa 2006 s. 216 av. 39.

¹² KM 1969 A20 s. 186–187. Vuoden 1997 osakeyhtiölakiuudistuksessa (147/1997) lunastusoikeus ulotettiin koskemaan myös enemmistöosakkeenomistajana olevaa luonnollista henkilöä, ks. HE 89/1996 s. 157 ja Helminen 2006 s. 137.

¹³ Rodhe 1964 s. 431.

¹⁴ Skog 2003 s. 17.

¹⁵ Sec. 155 *Companies Act 1929*, ks. Skog 2003 s. 18. Iso-Britannian tuoreessa, 8.11.2006 voimaan tulleessa laissa lunastussäännökset vastaavasti Sec. 797–785 *Companies Act 2006*.

¹⁶ Ks. Kaiser-Stockmann, IBL 2002 s. 495 ja Miles – Zagelmeyer, I.C.C.L.R 2004 s. 226. Vähemmistöosakkeiden lunastussääntely toteutettiin 1.1.2002 voimaan tulleella ostopakettia koskevalla lailla *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, jonka myötä osakeyhtiölakiin (*Aktiengesetz*) tehtiin vastaavat

EU:ssa kiinnitettiin huomiota yhtiöoikeuden ja erityisesti julkisten ostotarjousten sääntelyn harmonisoinnin tarpeeseen. Vähemmistöosakkeiden lunastaminen on usein seurausta julkisesta ostotarjouksesta¹⁸, ja yhtiöoikeudellisen lunastusmenettelyn voidaan luonnehtia olevan näissä tilanteissa yritysostoprosessin viimeinen vaihe¹⁹. EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiivin, ostotarjousdirektiivin, valmistelu aloitettiin jo vuonna 1985. Aiemmat direktiiviehdotukset kaatuivat konsensuksen puutteeseen, kunnes direktiivi hyväksyttiin viimein vuonna 2004.²⁰ Ostotarjousdirektiivi perustuu komission vuonna 2001 perustaman yhtiöoikeuden asiantuntijoiden korkean tahon työryhmän, *the High Level Group of Company Law Experts*²¹, esityksiin, ja sen valmistelussa on nojaututtu pitkälti Iso-Britannian malliin. Tämä oli luonnollinen lähtökohta, sillä Iso-Britanniassa on Euroopan pisimmät perinteet ostotarjousten tekemisestä ja siellä myös arvioidaan tehtävän eniten julkisia ostotarjouksia Euroopassa.²²

Direktiivin keskeisinä tavoitteina on rahoitusmarkkinoiden yhdentäminen rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman mukaisesti ja lainsäädännön yhtenäistäminen yritysten uudelleenorganisointien edistämiseksi. Lisäksi tavoitteena on vahvistaa rajat ylittävien julkisten ostotarjousten oikeusvarmuutta ja vähemmistöosakkaiden suojaa tällaisten toimenpiteiden yhteydessä.²³ Harmonisoinnin myötä myös vähemmistöosakkeiden lunastussäännöt yhtenäistyvät. Yhtenäisten ja läpinäkyvien pakkolunastussääntöjen on katsottu

muutokset. Ostotarjousdirektiivin implementoinnin myötä tuoreisiin säännöksiin on tehty jälleen muutoksia ostotarjousta seuraavaa lunastusta koskien, ks. tästä lisää esim. Meixner, ZAP 2006 s. 417–422.

¹⁷ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 18 ja 56–60 ja Skog 2003 s. 20.

¹⁸ Julkinen ostotarjous on yhtiön omistajille osoitettu julkinen tarjous ostaa tiettyyn hintaan määrättyä aikana yhtiön osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita. Julkisen ostotarjouksen tavoitteena on määräysvallan hankkiminen yhtiössä, ks. Sillanpää 1994 s. 1 ja 12 ja Astola 1990 s. 156. Mäntysaaren, DL 1997 s. 707, mukaan kuitenkin suomalaiset arvopaperimarkkinat ovat vielä suhteellisen kehittymättömät, minkä seurauksena suurin osa yritysostoista toteutetaan arvopaperimarkkinoiden ulkopuolella.

¹⁹ Vaikka vähemmistöosakkeiden lunastus seuraa tyypillisimmin julkista ostotarjousta, se voi tulla kyseeseen muunkin tyyppisen yritysoston viimeisenä vaiheena. Ks. Final Report of the High Level Group 2002 s. 109–110.

²⁰ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 13–17 ja Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 22.

²¹ *The High Level Group of Company Law Experts* (High Level Group) on Euroopan komission asettama työryhmä, jonka tehtävänä oli tarjota riippumattomia ohjeita yleiseurooppalaisen yritysostotarjoussäännösten luomiseksi sekä pääperiaatteita EU:n yhtiöoikeuden modernisoimiseksi.

²² Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 32.

²³ COM (2002) 534 final, s. 3. Ehdotuksessa puhutaan nk. *level playing fieldin* luomisesta.

toimivan insentiivinä ostotarjousten tekemiselle ja kasvattavan sijoittajien luottamusta markkinoihin. Tämä luonnollisesti lisää markkinoiden likvidiyyttä.²⁴

Ostotarjousdirektiivi on implementoitu Suomessa lähinnä AML:in tehdyillä muutoksilla, jotka tulivat voimaan 1.7.2006²⁵. Muutokset synkronisoitiin samaan aikaan valmisteilla olevaan OYL:n kokonaisuudistukseen, joka puolestaan astui voimaan 1.9.2006²⁶. Osakeyhtiölakiuudistuksen aikana esitettiin myös kansallisesti tarve usein toisiaan seuraavien AML:n ja OYL:n mukaisten lunastusmenettelyiden ja hinnanmäärityksen yhtenäistämistä ja selkiyttämistä. Tavoitteena oli poistaa lakien ristiriitaisuudet ja päällekkäisyydet.²⁷ Kansallisen lainvalmistelun ja ostotarjousdirektiivin vaatimusten johdosta sekä OYL:a että AML:a onkin muutettu lunastushinnan määräytymisen osalta²⁸. OYL 18 lukuun on uudistuksen myötä kirjoitettu lunastushinnan määräytymisajankohdaksi lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävä ajankohta. Myös lunastushinnalle laskettavan koron määräytyminen on muuttunut. Ostotarjousdirektiivin johdosta lakiin on otettu niin ikään olettasäännökset lunastushinnan määräytymisestä tilanteissa, joissa lunastusta on edeltänyt AML:n mukainen julkinen ostotarjous. Näiden olettasäännösten mukaan käypänä hintana on tällöin pidettävä ostotarjouksessa tarjottua hintaa. Direktiivin johdosta myös olettamana pidettävän AML:n mukaisen ostotarjouksen vastikkeen määräytymisperusteita on muutettu.²⁹ Voidaankin sanoa, että sekä OYL:in että AML:in tehtyjen muutosten johdosta lunastushinnan määräytyminen on muuttunut kaksitahoisesti.

²⁴ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 63.

²⁵ Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (442/2006).

²⁶ Vähemmistöosakkeiden lunastamista koskevat siirtymäsäännökset sisältyvät OYLvpL 20 §:ään. Ennen 1.9.2006 vireille tulleisiin lunastusriitoihin sovelletaan VOYL:a.

²⁷ Ks. lakien yhtenäistämistarpeesta mm. OYL-uudistus, OM 2000 s. 50, 52 ja 128, Timonen – Kaisanlahti, OM 2002 s. 13–17 ja Kaisanlahti, OM 2002 s. 18–23 ja 45–46. Ks. myös Wist – Waselius, IFLR 2005 s. 13, jotka peräänkuuluttivat selkeämpiä lunastushinnan määräytymissääntöjä.

Huomattavaa on, että lunastushintasäännöstöä uudistettiin edeltävän kerran vuonna 1997, ks. HE 89/1996 s. 157–160.

²⁸ Myös OYL 18 luvun mukaista vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyä on muutettu ja selkeytetty.

²⁹ Ostotarjousdirektiivi, 5 ja 15 art.

1.1.3 Tutkimuksen tarpeellisuus

Tutkimuksen aihe on ajankohtainen, sillä uusi OYL on tullut vasta voimaan ja ensi kertaa ostotarjouksista ja vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksesta säädellään myös direktiivin tasolla. Lunastushintasäätelyä on muutettu³⁰ sekä OYL:n että AML:n osalta, mutta uuden lain ajalta on vain niukasti oikeuskirjallisuutta. Uutta oikeuskäytäntöä ei ole ehtinyt vielä syntyä³¹, eikä viimeaikaista, OYL:n uudistusta edeltävää välimieskäytäntöä ole juurikaan käsitelty kirjallisuudessa. Oikeuskirjallisuudessa ei ole myöskään tarkasteltu systemaattisesti eikä tämän tutkimuksen laajuuden ja tavoitteiden kaltaisesti niitä lunastusriidoissa keskeisiksi kohoavia erityisiä syitä, joiden perusteella hinnanmääräytymisen lähtökohdista voidaan poiketa. Haluttaessa tutkia perusteellisesti käyvän hinnan määräytymisen kontekstia myös lähtökohdista poikkeamiseen oikeuttavat tekijät on asetettava tarkastelun kohteeksi. OYL:n esitöissä mainitaan ainoastaan pari tällaista poikkeamisperustetta, eikä lista ole tarkoitettukaan tyhjentäväksi³². Säännöksen onkin kritisoitu aiheuttavan oikeudellista epävarmuutta ennen poikkeamista täsmentävän oikeuskäytännön syntymistä³³.

Laissa ei edelleenkään säädetä tarkkaan, miten käypä hinta tulisi määrätä, vaan se jättää välimiehille runsaasti harkintavaltaa³⁴. Esimerkiksi Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa välimiesoikeus arvioi osakkeen arvon lunastajan tarjoaman 18,5 euron sijaan 28 euroksi, mikä osoittaa, että erot voivat olla merkittäviä³⁵. Välimiesoikeudessa on viime vuosina ratkaistu runsaasti taloudellisilta intresseiltään suuria ja paljon julkisuutta saaneita lunastusriitoja³⁶. Varmastikin eniten lehtien palstatilaa on saanut parhaillaan vireillä oleva Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriita, jonka on arvioitu olevan merkittävin lajissaan Suomen liike-elämän historiassa³⁷. Transaktiossa pankkikonserni OKO Pankki Oyj hankki

³⁰ OYL:n osalta on tosin esitetty uuden säännöksen ainoastaan kodifioivan aiempaa oikeuskäytäntöä, ks. Mähönen – Villa 2006b s. 533. Useiden lakiin kirjoitettujen presumtioiden, kuten ostotarjoushintaa koskevien olettamasäännösten, merkitystä ei kuitenkaan voida aliarvioida niiden ollessa nyt pakottavia säännöksiä.

³¹ KKK:n lunastuslautakunnan mukaan tutkielman jättämiseen mennessä oli *vireillä* kuusi uuden OYL:n mukaista lunastusriitaa.

³² HE 109/2005 s. 173–174.

³³ Savela 2002 s. 15.

³⁴ Ks. Silaskivi, DL 2004 s. 1049 ja Saarelainen, TE 2006 s. 8.

³⁵ Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 25.

³⁶ Saarelainen, TE 2006 s. 8.

³⁷ Wilkman – Doepel, IFLR 2005 s. 60.

Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomelta ja Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmariselta Pohjola-Yhtymä Oyj:n osakkeiden enemmistön³⁸. Myös suuren yleisön keskuudessa on herännyt kiinnostus siihen, miten vähemmistöosakkeen käypä hinta tulisi määrittää. Viimeaikaiset lunastusriidat ja lunastushinnan määräytymiseen liittyvät lainmuutokset ovatkin antaneet jälleen aiheen pohtia, miten vähemmistöosakkeen lunastushinta tulisi määrittellä.

1.2 Tutkimustehtävä

1.2.1 Tutkimuksen kohde ja tavoitteet

Tutkimuksen kohteena on OYL 18:7:n mukainen vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen silloin, kun lunastettavat osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Tutkimus rajoittuu siis niin sanottuihin pörssiyhtiöihin.³⁹ OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaan niin noteerattujen kuin noteeraamattomien yhtiöiden kohdalla edellytetään ainoastaan, että lunastushintana on maksettava käypä hinta. OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöt määräävät tarkentavasti vain pörssiyhtiöiden osalta, että mikäli lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous, siinä maksettu hinta oletetaan lähtökohtaisesti käyväksi hinnaksi⁴⁰. Tämä tuo AML:n mukaisen ostotarjouksen käyvän hinnan määrittelyn keskeiseksi tarkastelun kohteeksi OYL:n mukaisen käyvän hinnan arvioimisessa. Lähtökohta ostotarjouksessa maksetusta hinnasta ei kuitenkaan ole ehdoton, sillä käyvän hinnan vaatimus edellyttää, että ostotarjoushinnasta on voitava erityisestä syystä poiketa. Tutkimuksen rajautuessa pörssiyhtiöihin on luonnollista, että tarkastelun näkökulma pohjautuu nimenomaan siihen tyypilliseen tilanteeseen, jossa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. Kuitenkin OYL 18:7.1:n koskiessa kaikkia yhtiöitä sen OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöksiin heijastamat

³⁸ TS 24.10.2006.

³⁹ Tutkimuksessa tarkastellaan nimenomaan AML 1:4.1 2 kohdassa tarkoitettuja pörssiyhtiöitä, joiden osake tai osakkeeseen oikeuttava arvopaperi on otettu kaupankäynnin kohteeksi arvopaperipörssin pörssilistalla.

⁴⁰ Olen omaksunut tutkimuksessani oikeuskirjallisuudessa käytetyn termin *olettamasaäntö* kuvaamaan OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisia sääntöjä, sillä mielestäni termi kuvastaa säännösten lähtökohtaista asemaa pörssiyhtiön osakkeen lunastushinnan määrittämisessä. OYL:n esitöissä säännöksiä kutsutaan termillä *erityissääntö*, jota käytänkin synonyyminä.

säännöt ja perusperiaatteet luovat merkittävän tulkintakontekstin käyvän hinnan määrittämiseksi. Tietyissä tilanteissa pörssiyhtiön lunastusmenettelyä ei ole edeltänyt julkinen ostotarjous tai se ei erinäisistä syistä kuvasta osakkeen käypää arvoa. Tällöinkin OYL 18:7.1:n yleissäännöllä on keskeinen rooli hinnanmäärittäjänä. Käypä hinta lunastushinnan vaatimuksena on kuitenkin oletettavasti huolimatta suhteellisen abstrakti käsite, ja sen määrittämiseen liittyy tapauskohtaisuuden ja poikkeamismahdollisuuksien vuoksi useita tekijöitä, jotka ovat omiaan lisäämään lunastushinnan määrittämisen tulkinnanvaraisuutta.

Tutkimuksen tavoitteena on vastata kysymykseen, *miten pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinta määräytyy*. Tutkimuskysymykseen on tarkoitus vastata hahmottelemalla ne juridiset reunaehdot ja kriteerit, joilla käypä hinta OYL:n mukaan voidaan määrittää. Koska hinnanmääritys on hyvin tapauskohtaista, ei yhden oikean ja tyhjentävän vastauksen antaminen ole edes mahdollista⁴¹. Hinnanmäärityksen oikeudellisten puitteiden määrittelemiseen kuuluu pääsääntöjen hahmottelemisen ja tulkinnan lisäksi niiden poikkeustilanteiden tarkastelu, joissa lähtökohdista voidaan lain edellyttämällä tavalla poiketa. Tarkoitus on yhtäältä selvittää, mitkä ovat käyvän hinnan määräytymisen pääsäännöt ja missä tilanteissa niitä sovelletaan sekä toisaalta tarkastella, millä edellytyksillä käyvän hinnan määräytymisen lähtökohdista tulee erityisin syin poiketa. Toisin sanoen tutkimuksessa on tarkoitus myös selvittää, mitä ovat ne erityiset syyt, jotka OYL:n mukaisten oletettavasti oikeuttavat muuttamaan käyvän hinnan lähtökohtaista määräytymistä, sekä missä tapauksissa ja millä ehdoilla nämä erityiset syyt tulevat sovellettaviksi.

Tutkimuksessa arvioidaan myös hinnanmäärityksen lähtökohtia, syntyneitä käytäntöjä, lainmuutosten onnistuneisuutta ja muutosten mahdollisia seurauksia säännösten vähemmistönsuojatavoitteen toteutumisen kannalta. Tutkimuksessa tehdään myös suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi *de lege ferenda*⁴². Uuden OYL:n tavoitteina on ollut säätää tehokas, kilpailukykyinen ja joustava laki vähentämättä kuitenkaan

⁴¹ Ks. samansuuntaisesti Timonen 2001 s. 353.

⁴² Ks. *de lege ferenda* -tutkimuksesta esim. Määttä 2006 s. 49 ja Aarnio 1978 s. 55–56.

vähemmistöosakkeenomistajan suojaa⁴³. Lisätavoitteena onkin tehdyn tutkimuksen pohjalta arvioida, miten OYL:n uudistuksen mukaisten tavoitteiden voidaan katsoa toteutuneen tutkielmassa tarkastelun kohteena olevan vähemmistöosakkeiden lunastusnormiston valossa. Yhdenvertaisuusperiaate liittyy keskeisimpänä uudessa laissa korostetuista periaatteista vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymiseen. Tutkimuksessa tarkastellaan myös sen saamaa merkitystä lunastushinnan määräytymiskontekstissa.

1.2.2 Tutkimustehtävän rajaaminen

Käyvän hinnan määräytymistä tarkastellaan tutkimuksessa *julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden* näkökulmasta, sillä yksityisten yhtiöiden lunastushinnan määrittämiseen liittyy hyvin erilaisia ongelmia. Pörssiyhtiön käypä hinta määräytyy pääsääntöisesti uuden OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisten olettamasaännösten perusteella edeltävää julkista ostotarjousta vastaavaksi. Nämä olettamasaännöt eivät siis koske noteeraamattomia yhtiöitä. OYL 18:7.1:n yleissäännön perustelujen mukaan lähtökohtana sekä julkisesti noteeratuilla että noteeraamattomilla yhtiöillä on pidettävä markkinahintaa. Yleissäännön perusteluissa mainittu markkinahinnan ensisijaisuus ymmärretään tässä tutkimuksessa laajasti myös ostotarjouksen kattavana käsitteenä siten, että markkinoilla muotoutuneet, toteutuneet kaupat, ovat esitöiden mukaisesti lähtökohtaisia suhteessa vaihtoehtoiisiin, teoreettisiin hinnanmääritystapoihin.⁴⁴ Vaikka pörssiyhtiön hinnanmääritys tehtäisiinkin pelkästään 18:7.1:n yleissäännön varassa tai sen mukaista hintaa käytettäisiin vertailutekijänä ostotarjoukseen nähden, lähtökohtana olisi pörssinoteeraus, jota noteeraamattomilla yhtiöillä ei ole. Yksityisillä osakeyhtiöillä lunastushinnan määrittäminen perustuukin usein teoreettisiin arvonmääritystapoihin.⁴⁵ Koska työssä kuitenkin käsitellään OYL 18:7.1:n pörssiyhtiön hinnanmäärittämiseen heijastamia hinnanmäärittämisperiaatteita, tutkimuksen tulokset ovat tältä osin sovellettavissa myös noteeraamattomiin yhtiöihin.

⁴³ HE 109/2005 s. 16–17.

⁴⁴ HE 109/2005 s. 173.

⁴⁵ Mähönen – Villa 2006 b s. 529–531.

Tutkimuksessa tarkastellaan nimenomaan vähemmistöosakkeen *hinnan* määräytymistä. Näin ollen esimerkiksi lunastusmenettelyyn liittyviä asioita käsitellään vain niissä yhteyksissä, joissa se on tutkimuksen kannalta tarpeellista⁴⁶. Tutkimuksessa käsitellään suomalaista lunastuslainsäädäntöä, joka kuitenkin koskee myös yhtiön ulkomaista osakasta⁴⁷.

Lunastusvelvollisuus voi perustua sekä lakiin että yhtiöjärjestykseen. Koska tutkimuksessa käsitellään nimenomaan OYL 18 luvun mukaisesti aktualisoituvaa vähemmistöosakkeen hinnammääräytymistä, yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusoikeus, niin sanottu ”myrkkypilleri”, ja sen myötä tapahtuva lunastushinnan määrittäminen rajataan tarkastelun ulkopuolelle⁴⁸. Myös OYL 23 luvun mukainen vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus jää tutkimuksen ulkopuolelle⁴⁹. Tutkimuksessa ei varsinaisesti myöskään käsitellä OYL 16:13 mukaista, sulautumista vastustettaessa aktualisoituvaa lunastusta, vaikkakin hinnammäärityksen lähtökohdat ovat samansuuntaiset OYL 18 luvun mukaisen lunastusmenettelyn kanssa⁵⁰.

OYL:n mukainen lunastusoikeus liittyy vain kohdeyhtiön osakkeisiin, ei siis muihin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin⁵¹. Sen sijaan lunastusvastikkeena voi käteisvastikkeen sijaan tulla kyseeseen myös osakkeiden vaihtotarjous (osakevastike) tai optiot⁵². Tutkimuksessa ei kuitenkaan kiinnitetä erityistä huomiota siihen, missä muodossa vastike on maksettu, sillä vaihtotarjoukseen ja optioihin liittyy omia arvonmääritysongelmia, joihin ei tutkimuksen laajuus huomioon ottaen pystytä tässä yhteydessä riittävässä määrin paneutumaan. Näin ollen vastikkeeseen liittyviä seikkoja tuodaan esiin vain, jos ne ovat asiayhteyden kannalta relevantteja. Sama pätee erilajisten osakkeiden arvostamisiongelmiin.

⁴⁶ Ks. uuden lain mukaisesta *menettelystä* Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 377 ss., Mähönen - Villa 2006b s. 513 ss., Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 563 ss. ja Siikarla 2006 s. 295 ss.

⁴⁷ Savela 2003 s. 230.

⁴⁸ Yhtiöjärjestykseen perustuva mahdollisuus tiukentaa pakollisen ostotarjousvelvollisuuden määräysvaltarajaa on tullut pitkälti tarpeettomaksi, sillä AML:n uudistuksen myötä tarjousvelvollisuuden rajoja on laskettu huomattavasti, ks. Mähönen – Villa 2006b s. 490

⁴⁹ Ks. siitä lisää esim. Mähönen – Villa 2006b s. 489 ja 546.

⁵⁰ Immonen 2006 s. 171. Fuusiosäännöksistä on kuitenkin katsottu voitavan hakea analogista tukea OYL 18 luvun mukaiseen hinnammääritykseen, ks. esim. Timonen 2001 s. 357.

⁵¹ Yrityskauppalaautakunnan suositus 2006 s. 48.

⁵² Silaskivi, DL 2004 s. 1057.

1.3 Tutkimuksen toteuttaminen

“Teorian ei tarvitse antaa meille vastauksia, mutta sen pitäisi ehkä kohdistaa ongelmaan kysymyksiä niin kauan, että siitä irtoaa edes jotakin.”

Vapaasti *Anthony Boucheria* mukailleen

1.3.1 Metodi

Aarnion edustama perinteinen lainoppi, eli oikeusdogmatiikka, on saavuttanut vakiintuneen aseman suomalaisessa oikeustieteen tutkimuksessa. Sen tehtävänä on voimassa olevan lain tulkinta ja systematisointi⁵³. Oikeussäännösten tulkintaa, eli oikeussääntöjen sisällön selvittämistä, voidaan kutsua lainopin praktiseksi eli käytännölliseksi ulottuvuudeksi. Oikeussäännösten systematisointia sen sijaan voidaan nimittää teoreettiseksi lainopiksi, joka pyrkii avaamaan käsitteellisiä mahdollisuuksia niille kysymyksille, joiden eteen praktinen lainoppi joutuu.⁵⁴ Tutkimuksen tarkoituksena on säännöksiä systematisoimalla hahmotella ne juridiset reunaehdot, joiden puitteissa vähemmistöosakkeen lunastushinta määräytyy. Näitä säännöksiä tulkitsemalla pyritään tarkemmin määrittelemään, miten käypä hinta muodostuu. Näin ollen tutkimuksen metodi on ensisijaisesti oikeusdogmaattinen.

Suomalaisessa oikeustieteen tutkimuksessa on viime aikoina vahvistunut myös oikeustaloustieteellinen (*Law and Economics*) suuntaus⁵⁵. *Mähönen* on jopa pitänyt mahdollisena taloustieteellisen perustelun asemaa kirjoitetun lain syrjäyttävänä ratkaisuperusteena⁵⁶. *Määttä* on kuitenkin korostanut lainopillisen ja sääntelyteoreettisen rajan hämärtymiseen liittyen, että tuomarin on aina perustettava päätöksensä nimenomaan lakiin⁵⁷. Taloustieteelliset argumentit ovatkin perinteisesti olleet pohjoismaisessa oikeuslähdeopissa vain heikosti velvoittavien, sallittujen lähteiden, asemassa.⁵⁸ *Aarnion* mukaan taloustieteellistä

⁵³ Aarnio 1978 s. 52. Ks. myös Timonen 1998 s. 12, joka on omaksunut *Aarnion* lainopin käsitteen.

⁵⁴ Aarnio 1997 s. 36–37.

⁵⁵ Ks. esim. Tolonen 2003 s. 164–165, joka katsoo suuntauksen vahvistuneen Suomessa erityisesti Timosen väitöskirjan myötä, ks. Timonen 1997.

⁵⁶ *Mähönen*, LM 2004 s. 64.

⁵⁷ *Määttä* 2006 s. 49.

⁵⁸ *Määttä* 2006 s. 49–51. Ks. oikeuslähteiden velvoittavuudesta Aarnio 2006 s. 292–293.

tutkimusta voidaan hyödyntää lainopin näkökulman laajentamiseksi⁵⁹, ja taloudellisella argumentaatiolla voidaankin täydentää niitä pohdintoja ja seikkoja, joita oikeudellisessa tarkastelussa nousee esiin. *Toiviainen* on kyseenalaistanut oikeustaloustieteen lähtökohtaolettamien paikkansapitävyyden sekä tarkastelutavan soveltuvuuden yhteisöoikeuden systematisointiin. Hän toteaa taloudellisille seikoille voitavan antaa merkitystä perinteisen käsityksen mukaisesti vain reaalisisina argumentteina.⁶⁰

Tutkimuksessa on omaksuttu lähtökohdaksi *Aarnion* perinteinen käsitys oikeuslähteiden jakamisesta vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin, sallittuihin ja kiellettyihin oikeuslähteisiin⁶¹. Näin ollen taloudellisilla kannanotoilla voi tässä tutkimuksessa olla merkitystä ainoastaan reaalisisina argumentteina. Tutkimuksessa kuitenkin hyödynnetään paikoittain taloustieteellistä argumentaatiota, sillä varsinainen lunastushinnan määrittäminen voidaan luonnehtia lain määrittelemissä puitteissa tapahtuvaksi taloustieteelliseksi prosessiksi ja lunastusmenettelyn intressit ovat puhtaasti taloudellisia⁶². Tutkimus ei kuitenkaan ole oikeustaloustieteellinen siinä merkityksessä, että tutkimuksessa pyrittäisiin antamaan voimassa olevan lain tulkinta- tai kehityssuosituksia taloustieteellisin perustein.

Sääntelyn muutoksen syitä ja perusteluja käytetään argumentteina voimassa olevan lain tulkintaan. Kantaa otetaan myös siihen, noudattaako uusi OYL vähemmistöosakkeen hinnan määräytymistä koskevien säännösten osalta lunastushintasäännösten ja laajemmassa merkityksessä OYL:n tavoitteita. Tutkimuksessa tehdään myös suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi, mikä tuo tutkimukseen mukaan oikeuspoliittista *de lege ferenda* -tutkimuksen sävytyneisyyttä.⁶³

⁵⁹ Aarnio 1978 s. 52.

⁶⁰ Ks. tarkemmin Toiviainen 2002 s. 50 ss. ja 238–239. Ks. oikeustaloustieteen heikkouksista myös Määttä 2006 s. 51. Vrt. Timonen 1997 s. 127–130, jonka mukaan kysymyksenasettelu ja tiedonintressi voivat asettaa taloustieteelle reaalisisia argumentteja merkittävämmän painoarvon.

⁶¹ Aarnio 2006 s. 291–293. Aarnio on kuitenkin oikeusjärjestelmän kehityksen johdosta tarkistanut käsitteensä vastaamaan modernin oikeuslähdeopin vaatimuksia ja näin ollen asettanut EU-oikeuden vahvimmin velvoittavaksi oikeuslähteeksi.

⁶² Lunastushinnan määräytymisen periaatteita on tutkittu *Law and Economics* -metodein erityisesti Yhdysvalloissa, jossa suuntaus on vahva, ks. esim. Easterbrook – Fischel 1991 s. 134–139 ja 145 ss. sekä Bebchuk – Kahan 2000 s. 247–259. Suomessa Kaisanlahti on tutkinut vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytymistä oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta, ks. Kaisanlahti, OM 2002. Valtaosa lunastushintaa koskevasta kirjallisuudesta edustaa kuitenkin oikeusdogmaattista tutkimustapaa.

⁶³ Määttä 2006 s. 49, Timonen 1997 s. 150–106 ja 111–113 ja Aarnio 1978 s. 55–56.

1.3.2 Tutkimuksen lähdemateriaali

Keskeisin aihetta koskeva säännös on 1.9.2006 voimaan tullut uusi OYL. Korkeimpana velvoittavana oikeusnormina on EY:n ostotarjousdirektiivi, jolla on annettu julkista ostotarjousta ja vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevaa sääntelyä. Se on implementoitu oikeusjärjestelmäämme lähinnä tekemällä muutoksia AML:in, joka onkin toinen tutkimuksen kannalta keskeinen kansallinen säännös. Direktiivin ja AML:n kautta on myös delegoitu norminantovaltaa kansallisesti Ratalle ja Keskuskauppakamarin yhteyteen perustetulle yrityskauppalautekunnalle⁶⁴. Näin ollen itsesääntelylläkin on aiheen kannalta keskeinen merkitys.

Ostotarjousdirektiivin lähtökohtia selvitettäessä tulkintalähteenä on nojaututtu direktiivin valmistelussa käytettyihin *High Level Groupin* lausuntoihin. OYL:n ja AML:n tuoreet esityöt ja valmistelumateriaali ovat keskeisessä asemassa tutkimuslähteinä. Ruotsalaiselle materiaalille on annettu painoarvoa säännösten tulkinnassa, sillä lunastussääntelymme pohjautuu yhteispohjoismaisen lainvalmistelun myötä edelleen Ruotsin lainsäädäntöön⁶⁵. Sekä Suomessa että Ruotsissa toteutetuista yhtiölainsäädännön kokonaisuudistuksista huolimatta vähemmistöosakkeen lunastushintaa koskevat säännökset ovat itse asiassa entistä enemmän yhdenmukaiset⁶⁶. Ruotsissa on esimerkiksi ollut lain tasolle kirjoitettuna juuri implementoituja olettamasäännöksiä vastaava sääntö, *särregeln*, jo vuoden 1975 ABL:sta lähtien, mikä tarjoaakin tulkinta-apua uudelle sääntelyllemme.

OYL 18:7.1:n perusteluissa on huomautettu, että tarkoitus ei ole ollut muuttaa aiempaa tulkintakäytäntöä⁶⁷. Tämä ohjaa nimenomaan hyödyntämään myös aiempaa lainvalmisteluaineistoa, oikeuskäytäntöä ja -kirjallisuutta oikeuslähteinä. Koska uuden lain aikaista tutkimusta ei aiheen tiimoilta ole, saatavissa olevaa informaatiota on pyritty

⁶⁴ Ratan standardi 5.2 c sääntelee julkisia ostotarjouksia. Tutkimuksessa käytetty uudistettu standardi on tullut voimaan 2.1.2007. Ks. myös Yrityskauppalautekunnan suositus 2006, annettu 15.12.2006.

⁶⁵ Skog 2003 s. 17. Ks. oikeusvertailevien argumenttien soveltamisesta, Aarnio 1989 s. 235–236.

⁶⁶ Ruotsin uusi ABL tuli kokonaisuudessaan uudistettuna voimaan 1.1.2006.

⁶⁷ HE 109/2005 s. 173. Huomautuksena tässä kohtaa todettakoon, että lain sanamuotoa on kuitenkin useammassa kohtaa muutettu, mikä sinänsä on painavin tulkinta-argumentti.

hyödyntämään mahdollisimman monipuolisesti. Haastatteluja ja lehtiartikkeleita on käytetty aihepiiriä koskevan vahvan käytännön näkökulman hahmottamiseksi.

Vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisessä on kehittynyt vahva oikeuskäytäntö välimiesmenettelyiden ratkaisujen pohjalta. Välimiesten harkintaan vaikuttavat erityisesti aikaisempi välimieskäytäntö ja siinä omaksutut tulkinnat. Mikäli välimiesoikeuksissa on omaksuttu johdonmukaisesti jokin tietty ratkaisulinja, aikaisempi käytäntö ohjaa siten päätöksentekoa.⁶⁸ Välytystuomioita käytetäänkin tässä tutkimuksessa keskeisinä oikeuslähteinä oikeuskirjallisuuden rinnalla kuvaamaan oikeuskäytäntöä⁶⁹. Tutkimuksessa on tarkoitus tuoda esiin mahdollisimman edustavasti yhtäältä käyvän hinnan määrittämisen periaatteita kuvastavia ja toisaalta lähtökohdista poikkeamista perustelevia tuomioita⁷⁰. Tutkimuksessa rajaudutaan pääasiallisesti tarkastelemaan pörssiyrityksiä koskevia tapauksia, mutta myös noteeraamattomia yrityksiä koskevia ratkaisuja on käytetty soveltuvin osin.

1.3.3 Työn rakenne

Työ jakautuu viiteen lukuun. Johdantoluvun jälkeen, *toisen* luvun alussa käsitellään lunastushinnan määrittämiseen liittyviä oleellisia periaatteita, perustuslaillista omaisuudensuojaa ja yhdenvertaisuusperiaatetta, joihin säännöksiä ja niiden tulkintaa tullaan jatkossakin peilaamaan. Tämän jälkeen lunastushinnan määrittämisen viitekehystä luodaan käsittelemällä AML:n mukaisen ostotarjousmenettelyn vaikutuksia lunastushinnan

⁶⁸ Silaskivi, DL 2004 s. 1049. Koska osakkeista maksettavan lunastushinnan määrittelyperusteet on säännelty laissa vain yleisellä tasolla, oikeuskäytännöllä on olennaista merkitystä osakkaan oikeusturvan ja säännösten tulkinnan kehittymisen kannalta, ks. HE 89/1996 s. 168. VOYL:n esitöissä todettiin, että käyvän hinnan määrittämistä ei ole tarkoituksellakaan säädetty tarkemmin laissa, sillä tapaukset perustuvat yksilölliseen harkintaan. Perusteluissa kuitenkin esitettiin, että tuleva oikeuskäytäntö muodostanee selkeämpiä suuntaviivoja, ks. HE 27/1977 s. 116. Välytystuomioiden ratkaisulinja ei ole toiveista huolimatta yhdenmukaistunut siten, että voitaisiin nojata suoraan johonkin tiettyyn tapaukseen, vaan tuomiot perustuvat aina tapauskohtaiseen harkintaan. On myös syytä ottaa huomioon, että välytystuomioilla ei ole varsinaista ennakkoratkaisuarvoa, ks. Aarnio 1989 s. 235–236. Ks. myös Timonen – Kaisanlahti, OM 2002 s. 14–16, jotka toteavat osakkeenomistajan oikeusturvavaatimuksen edellyttävän, että lunastushinta on riitautettavissa, eikä sen määrittämistä säännelläkään tarkemmin laissa.

⁶⁹ Vähemmistöosakkeen käyvän arvon määrittelyyn liittyviä korkeimman oikeuden ratkaisuja on vain yksi, KKO 1993:31.

⁷⁰ Vuoden 1997 OYL:n uudistuksen (1997/145) myötä lunastusriitojen välytystuomioita koskee rekisteröintivelvollisuus. Näin ollen ne ovat olleet muista välytystuomioista poiketen julkisia ja saatavissa patentti- ja rekisterihallinnosta vuodesta 1998 lähtien.

määrittelemiseen. Luvun lopussa esitellään yleisesti vähemmistöosakkeen hinnanmääritysnormistoa, joka pohjautuu sekä OYL:n että AML:n säännöksiin. Näin ollen toisessa luvussa luodaan tutkimuksen kontekstia liikkumalla yleiseltä periaatetasolta yksityiskohtaisiin lunastushinnan määräytymisnormeihin.

Kolmannessa luvussa tarkastellaan ja analysoidaan käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtia. Asioiden käsittelyssä noudatetaan OYL 18:7:n momenttien mukaista järjestystä. Vaikka pörssiyhtiön lunastushinta määräytyykin pääsääntöisesti OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisesti, OYL 18:7.1:n yleissäännöllä on keskeinen asema lunastushinnan määräytymisen yleisenä oikeusohjeena ja vertailutekijänä erityissäännösten mukaiselle hinnalle. Luvun alussa analysoidaan yleissäännön ja oletusääntöjen soveltamisen keskinäistä suhdetta sekä yleissäännön merkitystä pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksessä. Tarkastelun kohteena ovat näin ollen yleissäännön ilmentämät keskeiset hinnanmäärityisperiaatteet, markkinahinnan lähtökohtaisuus, vaihtoehtoiset arvonmääritystavat sekä lunastushinnalle maksettava korko. Tämän jälkeen analysoidaan pörssiyhtiön kannalta keskeisiä hinnanmäärityksen erityissäännöksiä, joita sovellettaessa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. Luvussa pohditaan OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistämisen syitä ja perusteluja sekä analysoidaan pörssiyhtiön lunastushinnan määräytymisen pääsääntönä toimivien oletusäännösten, toisin sanoen AML:n mukaisen ostotarjousvastikkeen, hinnanmääritymistä.

Tutkimuksen *neljännessä* luvussa pyritään identifioimaan ja pohtimaan, missä tilanteissa ja millä edellytyksillä hinnanmäärityksen lähtökohdista voidaan lain edellyttämällä tavalla poiketa. Poikkeamissyiden tutkiminen on keskeistä haluttaessa tarkastella sitä juridista kontekstia, jonka puitteissa käypä hinta voidaan määritellä. OYL:n esitöissä on annettu vain pari esimerkkiä siitä, missä tilanteissa ostotarjouksessa maksetusta hinnasta voi olla aihetta poiketa. Lisäksi AML:ssa mainittuja poikkeamisperusteita voitaneen käyttää perusteluina harkittaessa poikkeamisen tarvetta. Välimieskäytännöstä ja oikeuskirjallisuudesta on myös löydettävissä esimerkkejä erityisten syiden soveltamiseen.

Viidennessä luvussa tiivistetään yhteenvetona vähemmistöosakkeen pakkolunastushinnan määrittämisen reunaehdot ja esitetään keskeiset johtopäätökset tutkimuksesta. Lisäksi arvioidaan, miten uudessa OYL:ssa korostuneen aseman saanut yhdenvertaisuusperiaate toteutuu vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisen yhteydessä. Luvussa otetaan myös kantaa siihen, miten OYL:n uudistuksen mukaisten tavoitteiden voidaan katsoa toteutuvan vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittelynormien yhteydessä.

2 LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTELYKONTEKSTI

2.1 Keskeiset lunastushinnan määrittämistä ohjaavat periaatteet

2.1.1 Vähemmistöosakkeiden lunastuksen perusoikeuslottuvuus

Vähemmistöosakkeiden lunastushintaa arvioitaessa on otettava huomioon *Euroopan ihmisoikeussopimuksen*⁷¹ ja kansallisen PL 15 §:n omaisuudensuojasäännökset⁷². Kyseessä on vähemmistöosakkaiden omaisuuden lunastus usein vastoin omistajan tahtoa, mikä merkitsee *poikkeusta* perustuslaillisesta omaisuuden suojasta⁷³. Säännökset mahdollistavat henkilön omaisuuden pakkolunastuksen vain, jos se tehdään yleiseen tarpeeseen ja omaisuudesta suoritetaan asianmukainen korvaus. Vähemmistöosakkeiden lunastaminen yksityiseen tarkoitukseen voidaan katsoa tällaiseksi yleiseksi tarpeeksi, sillä se mahdollistaa yhtiön tehokkaan johtamisen ja on omiaan kehittämään arvopaperimarkkinoiden likviditeettiä.⁷⁴ Erityisesti enemmistöosakkeenomistajan vaatiessa lunastusta kyseessä on selkeästi vähemmistöosakkeenomistajan kannalta faktinen pakkolunastustilanne⁷⁵. Pakkolunastushintaa arvioitaessa on syytä muistaa, ettei osakeomistuksessa ole aina kyse pelkästään taloudellisen

⁷¹ Euroopan ihmisoikeussopimuksen ensimmäinen lisäpöytäkirja, 1. art.

⁷² High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 61 ja Savela 2002 s. 14.

⁷³ Timonen – Kisanlahti, OM 2002 s. 14.

⁷⁴ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 61, Savela 2002 s. 14 ja Timonen – Kisanlahti, OM 2002 s. 14.

⁷⁵ Mähönen – Villa 2006a s. 66. Ks. myös Supertel Oy, välitystuomio 22.4.2005 s. 37.

edun tavoittelusta, vaan sijoituksen motiivit voivat liittyä esimerkiksi yhtiöön työnantajana, sen edustamaan innovatiiviseen ajattelutapaan tai osakeomistuksen tuomaan symboliarvoon⁷⁶. Pakkolunastusajankohta voi olla osakkeenomistajalle myös verotuksellisesti epäsuotuisa, mikä tulisi ottaa huomioon hinnanmäärityksessä⁷⁷.

Vaikka perusoikeusyhteys on selvä ja vahva, ei OYL:ssa käytetä vähemmistöosakkeiden lunastuksen yhteydessä nimenomaisesti termiä pakkolunastus. Ruotsissa sen sijaan vähemmistöosakkeiden lunastuksen on todettu ABL:n perustelujen tasollakin muistuttavan pakkolunastusta. Vähemmistöosakkeiden lunastuksen tulee näin ollen täyttää Ruotsin hallitusmuodon vaatimus, jonka mukaan pakkolunastuksesta on säädettävä lailla. Tästä syystä laissa tulee olla ainakin perusteet lunastushinnan määrittämiselle.⁷⁸ Myös PL 15.2 velvoittaa säätämään pakkolunastuksesta lailla, joten Ruotsin esimerkki on omiaan tukemaan käsitystä yhtäältä lunastushinnan määräytymisen lailla säätämisen perusteista ja toisaalta vähemmistöosakkeiden lunastuksen pakkolunastuksenkaltaisuudesta.

PL 15.2:n mukaan omaisuudesta on maksettava *täysi korvaus*, mikä nykyään ymmärretään lunastuslain⁷⁹ 30.1:n kaltaisesti *omaisuuden käyvän hinnan mukaiseksi täydeksi korvaukseksi*. PL:n voidaan sanoa edellyttävän, että lunastuskorvaus *kattaa mahdollisimman täydellisesti luovuttajan menetykset* ja luovutetun *omaisuuden arvo lunastushetkellä* muodostaa lunastuskorvauksen arvioinnin lähtökohdan.⁸⁰ Perusoikeusuudistuksen esitöiden mukaan tulkintavaihtoehdoista on aina valittava perusoikeuksien tarkoituksen toteutumista parhaiten edistävä ratkaisu⁸¹. Näin ollen välimiesten on kiinnitettävä erityistä huomiota lunastushintaa määrittäessään omaisuudensuojan periaatteiden toteutumiseen⁸². Jotta lunastushinta ei loukkaisi vähemmistöosakkeenomistajan perusoikeuksia, OYL:ssa tulee olla lunastushinnan

⁷⁶ Ramberg, Göran 2003 s. 72–73 ja af Sandeberg, JT 2004–05 s. 294. Erityisesti pienten yhtiöiden kasvu- ja kehittämismahdollisuudet ovat usein riippuvaisia sijoittajien luottamuksesta siihen, että he saavat mahdollisen pakkolunastuksen yhteydessä arvostustaan vastaavan hinnan osakkeista.

⁷⁷ Erma, haastattelu 13.12.2006.

⁷⁸ SOU 1997:22 s. 280, Reg. Prop. 2004/05:85 s. 449 ja Mähönen – Villa 2006a s. 66. Myös ruotsalaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa korkeimman oikeuden Balken-tapauksessa on todettu tämä yhteys, ks. NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44). Balken-tapausta koskee toinenkin HD:n ratkaisu, NJA 1992 s. 872 (HD 1992:133), jutun osittaisen palauttamisen vuoksi.

⁷⁹ Laki kiinteän omaisuuden ja erityisten oikeuksien lunastuksesta 29.7.1977/603.

⁸⁰ Länsineva 1999 s. 497.

⁸¹ PeVM 25/1994 (valiokunnan kannanotot, perusoikeuksien sitovuus) ja Aarnio 2006 s. 308–309.

⁸² Mähönen – Villa 2006a s. 67.

määrittämisen perusteet ja lunastushinta tulee aina määrittää huolellisesti omaisuudensuojasäännöksen periaatteet huomioiden.

2.1.2 Yhdenvertaisuusperiaate merkittävänä oikeusohjeena

Lunastusriitaa käsittelevien välimiesten on perusoikeuksien mukaisen tulkinnan vaatimuksen mukaisesti kiinnitettävä lunastushintaa määrittäessään erityistä huomiota osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen, mikä on PL 6 §:n mukainen perusoikeusperiaate. Tätä vahvistaa OYL 1:7:n 1. virkkeen oma yhdenvertaisuuden vaatimus, mikä onkin yksi osakeyhtiöoikeuden keskeisimmistä periaatteista.⁸³ Yhdenvertaisuusperiaate on OYL:n uudistuksen myötä kirjoitettu nimenomaisesti lakiin, millä on esitöiden mukaan haluttu korostaa periaatteen merkitystä⁸⁴. Näin ollen yhdenvertaisuusperiaatteella tulee olemaan entistä korostuneempi merkitys lunastushinnan määrittämisessä. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen EY-oikeudellinen perusta on pääomadirektiivin 42 artikla, jonka mukaan jäsenvaltioiden on taattava kaikille samassa asemassa oleville osakkeenomistajille yhdenvertainen kohtelu⁸⁵. Edeltävissä lunastusriidoissa yhdenvertaisuusperiaate on tullut erityisesti ilmi pohdittaessa AML:n ja OYL:n mukaisen hinnanmäärityksen yhdenmukaisuutta. Osakkaiden yhdenvertaisuuden loukkaaminen on myös todettu nimenomaiseksi perusteeksi poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta⁸⁶.

OYL:n yleisten periaatteiden esitleminen lain alussa antaa lain perustelujen mukaan lukijalle käsityksen siitä, mitä oikeushyviä laissa pyritään suojelemaan ja missä valossa yksityiskohtaisia pykäläiä tulkitaan⁸⁷. Tässä tutkimuksessa on valittu vastaava esitystapa yhtäläisin perusteluin. Kuten omaisuudensuojaperiaate, myös osakkeenomistajien yhdenvertaisuus on huomioitava keskeisenä oikeusohjeena vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisen yhteydessä. Yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen

⁸³ Mähönen – Villa 2006a s. 67.

⁸⁴ HE 109/2005 s. 36–37.

⁸⁵ Nytemmin yhdenvertaisuusperiaate ilmenee myös ostotarjousdirektiivin 3 art. mukaisesta sijoittajien tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta.

⁸⁶ Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 536.

⁸⁷ HE 109/2005 s. 17.

kirjoittamisen laintasolle on esitetty auttavan yksittäisen lainkohdan sisällön ja merkityksen tulkinnassa. Lähtökohtaisesti kuitenkin lain yksityiskohtaiset määräykset tulevat sovellettaviksi ensisijaisesti, mutta muodollisesti lain vaatimukset täyttävä päätös voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena pätemätön⁸⁸. Lain esitöissä korostetaan nimenomaan, että päätöksen tai muun toimenpiteen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuuteen voidaan vedota tuomioistuimessa. Yhdenvertaisuusperiaatteen korostetun aseman on katsottu esitöissä myös turvaavan deregulaation johdosta mahdollisesti vähentynyttä vähemmistöosakkeenomistajan suojaa.⁸⁹ *Toiviainen* on kuitenkin huomauttanut aiheellisesti oikeuskäytännön yhdenvertaisuusperiaatteeseen vetoamisessa olevan heikkoa. Sen enempää tuomioistuinlaitoksella kuin juristikunnallakaan ei liene valmiuksia oikeudellisten ratkaisujen tekemiseen ilman periaatetasoa yksityiskohtaisempien normien oikeussuojaa⁹⁰. Yhdenvertaisuusperiaatteeseen vetoaminen ja yhdenvertaisuusperiaatteen vaatimusten arvioiminen lienee yhtäläillä haastavaa myös lunastushinnan määrittämisen yhteydessä.

Yhtenä OYL:n keskeisenä jännitteenä on enemmistöperiaatteen⁹¹ ja yksittäisten osakkeenomistajien oikeuksien yhteensovittaminen. Yhdenvertaisuusperiaatteella normitetaankin vähemmistöosakkeenomistajien ja määräävän osakkeenomistajan välistä relaatiota.⁹² Yhdenvertaisuusperiaatteen keskeinen tarkoitus on ennen kaikkea suojata vähemmistöosakkeenomistajia enemmistön opportunistiselta käytökseltä. Tällä tarkoitetaan määräävän osakkeenomistajan sellaista käytöstä, joka ei edistä yhtiön, eli toisin sanoen yhtiön kaikkien osakkeenomistajien etua⁹³. Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisella ei ole tarkoitus kuitenkaan estää enemmistövallan käyttämistä, mutta se estää enemmistöosakkeenomistajien

⁸⁸ Yhtiökokouksen päätös voi olla OYL 22:2:n mukaisesti jopa yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla mitätön.

⁸⁹ HE 109/2005 s. 36–37.

⁹⁰ *Toiviainen*, BLF 2006 s. 43–47 ja *Toiviainen* 2006 s. XIII. Myös af Schultén on esittänyt periaatteiden, erityisesti yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleislausekkeen, olevan lähinnä kosmeettisia ja vailla vaikutusta, ks. af Schultén, JFT 2006 s. 314.

⁹¹ Enemmistöperiaatteella tarkoitetaan osakkeenomistajien valtaoikeuksien jakautumista osakeomistuksen suhteessa, tyypillisimmin omistuksen tuoman äänioikeuden kautta. OYL 1:6:n mukaan osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa, jossa päätökset tehdään annettujen äänten enemmistöllä, jollei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta johdu. Ks. esim. Mähönen – Villa 2006a, s. 97.

⁹² Mähönen – Villa 2006a s. 96. Uuden OYL:n voidaan katsoa rakentuvan *päämies-agenttiteorian* varaan, jossa enemmistön ja vähemmistön välinen relaatio on yksi keskeinen ristiriita. Muita jännitesuhteita ovat johdon ja osakkeenomistajien välinen sekä yhtiön ja sen muiden sidosryhmien, kuten velkojien, välinen ristiriita. Ks. tästä esim. Hansmann – Kraakman 2004 s. 21–23.

⁹³ Mähönen – Villa 2006a s. 96 ja af Schultén 2004 s. 121. Yhtiön edun saavuttamisen voidaan katsoa edellyttävän kaikkien osakkeenomistajien edusta huolehtimista.

suosimisen vähemmistön kustannuksella. Yhdenvertaisuusperiaatteella onkin suuri merkitys osakeyhtiöoikeuden vähemmistönsuojajärjestelmässä.⁹⁴

Yhdenvertaisuusperiaate on ollut osa yhtiöoikeuttamme vähintäänkin sata vuotta, vaikka sitä ei olekaan aiemmin ilmaistu nimenomaisesti laissa⁹⁵. Uudessa OYL:ssa periaate on siis kirjoitettu OYL 1:7:n 1. virkkeeseen, jonka mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhdenvertaisuusperiaate perustuu luottamukseen sopimuksen pitävyydestä. Osakkeenomistajalla on oikeus luottaa siihen, että kaikki osakkeet tuottavat niille yhtiöjärjestyksessä määritellyt oikeudet. Yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen merkitsee myös sitä, että yhtiön varat jaetaan osakeomistuksen ja yhtiöjärjestyksen mukaisesti, eikä niitä pyritä eri tavoin siirtämään osakkeenomistajien enemmistölle.⁹⁶ Näin ollen osakkaalla on oikeus myös saada yhtiön tuotosta hänelle kuuluva osa⁹⁷. Mikäli yhtiössä on vain yhdenlaisia osakkeita, kaikki osakkeet tuottavat samat oikeudet. Vastaavasti osakkeenomistaja voi luottaa yhtiöjärjestysmääräyksistä johtuvien eri osakelajien välisten osakeoikeuserojen pysyvyyteen.⁹⁸

Yleislausekkeen katsotaan tarkentavan ja vahvistavan yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä eräissä tapauksissa⁹⁹. VOYL sisälsi kaksi yleislauseketta, jotka on nyt yhdistetty OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeeksi¹⁰⁰. Sen mukaan yhtiön johto¹⁰¹ ei saa tehdä päätöstä, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Johto ei siis saa toimia enemmistöosakkeenomistajan eduksi.¹⁰² Vähemmistöosakkeen lunastustilanteessa tämä merkitsee sitä, että johto ei saa esimerkiksi sopia erityisistä eduista enemmistöosakkeenomistajalle yhtiön tai vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella eikä ryhtyä toimiin, jotka ovat omiaan

⁹⁴ HE 109/2005 s. 36–37 ja Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 36–42.

⁹⁵ Mähönen – Villa 2006a s. 69 ja 97.

⁹⁶ Mähönen – Villa 2006a s. 96–100.

⁹⁷ Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 161–162.

⁹⁸ HE 109/2005 s. 39 ja Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 38.

⁹⁹ HE 109/2005 s. 18 ja Mähönen – Villa 2006a s. 103.

¹⁰⁰ VOYL 8:14 ja 9:16.

¹⁰¹ Yhtiön johdolla tarkoitetaan yhtiökokousta, hallitusta, toimitusjohtajaa tai hallintoneuvostoa.

¹⁰² HE 109/2005 s. 40.

vaikuttamaan yhtiön ja sitä kautta vähemmistöosakkeen arvoon negatiivisesti¹⁰³. Mikäli näin on tapahtunut, tulisi vaikutukset huomioida lunastushinnan määrittämisessä. Mielenkiintoiseksi konstruktion tekee lisäksi se, että usein määräävä enemmistöosakas voi enemmistövallan kasvattamisen johdosta käytännössä kontrolloida yhtiön johtoa sekä yhtiökokouksen äänten enemmistöä. Tällöin enemmistöosakkeenomistajan toimintaan pystytään vaikuttamaan OYL 1:7:n yleislausekkeen sekä OYL 1:8:n johdolle asettamien velvollisuuksien kautta. Ostotarjousvaiheessa puolestaan ostotarjousta tekevän yhtiön johdon velvollisuuksiin vaikuttaa AML:n mukainen tasapuolisen kohtelun vaatimus, jota voidaan pitää heijastumana yhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta¹⁰⁴. AML 6:2:n mukaan ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan.

Yleislausekkeen kehittäjänä pidetty *Cederberg*¹⁰⁵ on katsonut yleislausekkeen ajatuksen alun perinkin olevan se, että sillä kielletään määräävää osakkeenomistajaa toimimasta niin, että tämä loukkaisi yhtiön ja samalla myös vähemmistöosakkeenomistajien etua¹⁰⁶. *Mähönen ja Villa* katsovat tämän pohjalta määräävällä osakkeenomistajalla olevan fidusiaarisia- eli huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksia yhtiötä ja sen kautta kaikkia osakkeenomistajia kohtaan¹⁰⁷. Heidän mukaansa AML:n mukaisesta tasapuolisen kohtelun periaatteesta voitaisiin ainakin varovasti vetää johtopäätös, jonka mukaan myös OYL:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen sisältönä katsottaisiin olevan, että kaikissa tilanteissa tarjouduttaessa ostamaan kohdeyhtiön osakkeita niistä tulisi maksaa sama hinta. Määräävän osakkeenomistajan olisi siis tarjouduttava ostamaan kaikkien osakkeenomistajien osakkeet samaan hintaan.¹⁰⁸ Koska näin olisi meneteltävä ostotarjouksen kohdalla, olisi luonnollista, että sama pätee pakkolunastuksen yhteydessä. Sanottu voitaneen tulkita siis siten, että määräävällä osakkeenomistajalla on yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla velvollisuuksia

¹⁰³ Tämä tosin lienee myös OYL 1:8:n mukaisen johdon lojaliteettivelvollisuuden ja OYL 1:5:n mukaisen yhtiön toiminnan tarkoituksen vastaista. Yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, ja johdon tehtävänä on edistää yhtiön etua toimimalla huolellisesti, ks. HE 109/2005 s. 38–41.

¹⁰⁴ Palm 2005 s. 289 ja Sillanpää 1994 s. 119–120.

¹⁰⁵ Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 105.

¹⁰⁶ Cederberg, LM 1934 s. 6.

¹⁰⁷ Mähönen – Villa 2006a s. 4 ja 105, joiden mukaan fidusiaarivelvollisuudet heijastavat siirtymää kohti angloamerikkalaista yhtiöoikeuskäsitystä.

¹⁰⁸ Mähönen – Villa 2006a s. 149.

vähemmistöä kohtaan ja että kohdeyhtiön osakkeista tulisi näin ollen maksaa yhdenvertainen kompensatio kaikille osakkeenomistajille.

Arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeudellisessa keskustelussa on argumentoitu AML:n mukaisen ja OYL:n mukaisen yhdenvertaisuuden erilaisesta sisällöstä, mutta kuten *Sillanpää* on todennut, käsitteen sisältö ei ole kovin selkeä¹⁰⁹. OYL:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen on perinteisesti katsottu korostavan osakkeiden yhtiössä tuottamia yhtäläisiä oikeuksia ja rajoittuvan yhtiön sisäisiin suhteisiin¹¹⁰. AML:n kannalta relevanttina on puolestaan pidetty osakekohtaisen yhdenvertaisuuden sijaan sijoittajien yhdenvertaista kohtelua ja sijoitusten arvon säilyttämistä¹¹¹. *Timonen* on kuitenkin todennut, että mikäli markkinahinta asetetaan käyvän hinnan määräytymisen lähtökohdaksi ja AML:n ja OYL:n mukaiset lunastushinnan määritysnormistot yhdenmukaistetaan, yhdenvertaisuus saa molempien lakien puitteissa merkityksensä sijoituksen arvon säilyttämisestä¹¹². Koska Timosen esittämät ajatukset ovat uuden OYL:n myötä toteutuneet, voidaan sekä OYL:n että AML:n mukaisten periaatteiden katsoa saavan lunastushinnan määrittämisen yhteydessä yhteneväisen sisällön. Uusi OYL onkin kirjoitettu hyvin markkinaehtoisesti ja lain perusteluissa viitataan yhdenvertaisuusperiaatteen osalta omistuksen arvon säilymiseen¹¹³.

Periaatteiden saaman sisällön yhteneväisyyttä tukee lisäksi se, että ostotarjousdirektiivin keskeisenä periaatteena oleva arvopaperin haltijoiden tasapuolisen kohtelun vaatimus kattaa direktiivin mukaisesti myös vähemmistöosakkeiden lunastustilanteet¹¹⁴. Lisäksi sekä OYL:n että AML:n mukaisten lunastusmenettelyiden yhteneväisinä tavoitteina on vähemmistöosakkeenomistajan ja laajemmin sijoittajan suojan turvaaminen¹¹⁵. Tämän perusteella voidaankin vahvasti väittää, että ne säännöt, joita on AML:n mukaisesti säädetty

¹⁰⁹ Sillanpää 1994 s. 107.

¹¹⁰ Sillanpää 1994 s. 102 ja Timonen 1997 s. 309.

¹¹¹ Timonen 1997 s. 308–309. AML:n mukaisen yhdenvertaisuuden on katsottu, toisin kuin OYL:n mukaisen, ulottuvan myös yhteisön ja toisen yhteisön välisiin suhteisiin, ks. esim. Palm 2005 s. 287.

¹¹² Timonen 1997 s. 310. Ks. myös Silaskivi, DL 2004 s. 1051. Timonen on nimenomaisesti rinnastanut periaatteiden merkityksen toisiaan peräkkäin seuraavien AML:n ja OYL:n mukaisten lunastusten yhteydessä, ks. Timonen 2001 s. 362–363.

¹¹³ HE 109/2005 s. 39.

¹¹⁴ Ostotarjousdirektiivi, 3 art. Ks. myös Sillanpää 1994 s. 114, joka katsoo, että OYL:n ja AML:n mukainen yhdenvertaisuus voidaan rinnastaa.

¹¹⁵ Myös Sillanpää painottaa sääntelyn tavoitteiden ja päämäärien yhteneväisyyden oikeuttavan yhteneväisiin argumentteihin, ks. Sillanpää 1994 s. 114–115.

turvaamaan osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun vaatimusta, ilmentävät OYL:n mukaista yhdenvertaisuusperiaatetta. Näin ollen esimerkiksi Ratan standardin mukaiset erityiset syyt, joilla voidaan tasapuolisuuden vaatimuksen edellyttämällä tavalla varmistua osakkeen käyvästä hinnasta, toimivat selkeänä oikeusohjeena myös OYL:n mukaisessa vähemmistöosakkeen lunastushinnan arvioinnissa¹¹⁶.

2.2 OYL:n ja AML:n mukainen ostotarjous- ja lunastusnormisto

2.2.1 Ostotarjousmenettely ja määräysvaltakauput pakkolunastuksen taustalla

OYL 18:7.1:n mukaan osakkeen lunastushintana on maksettava käypä hinta. OYL 18:7.2 ja 3 sisältävät olettasäännökset käyvän hinnan määrittämisestä tilanteissa, joissa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. Se, edeltääkö lunastusta pakollinen vai vapaaehtoinen ostotarjous, vaikuttaa siihen, miten OYL:n mukaisen lunastushinnan lähtökohtana pidettävän ostotarjouksen vastike on määräytynyt. Ensiksi on syytä tarkastella, millä edellytyksillä pakollinen tai vapaaehtoinen julkinen ostotarjous tulee tehdä.

Kun lunastamista on edeltänyt AML 6:10:n mukainen *pakollinen ostotarjous*, käypänä hintana pidetään OYL 18:7.2:n mukaan tässä pakollisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa. Olettamasta voidaan säännöksen mukaan poiketa, jos siihen on erityistä syytä. AML 6:10:n mukainen pakollinen ostotarjous on tehtävä, kun osakkeenomistajan osuus kasvaa yli kolmen kymmenesosan yhtiön osakkeiden äänimäärästä. Tarjous on tällöin tehtävä kaikista kohdeyhtiön liikkeelle laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista¹¹⁷. Pakollinen ostotarjous on tehtävä myös, mikäli osakkeenomistajan osuus *muun kuin pakollisen ostotarjouksen seurauksena* kasvaa yli puoleen yhtiön osakkeiden äänimäärästä¹¹⁸. Tällä on haluttu välttää kaksinkertainen velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous molempien

¹¹⁶ Ks. Ratan standari 5.2c s. 34–35. Ks. tästä lisää luvussa 4.2.

¹¹⁷ Lainuudistuksen myötä poistettiin terminologisesti harhaanjohtava käsite ”lunastustarjous”, sillä se oli omiaan sekoittamaan OYL:n mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastuksen kanssa, ks. HE 6/2006 s. 42.

¹¹⁸ Pakollinen ostotarjous on tehtävä, jos osakkeenomistajan osuus ylittää vaaditut määrävaltarajat sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

määräysvaltarajojen ylittämisen jälkeen. Suomalaisten pörssiyhtiöiden omistusrakenne edellyttää kaksiportaista äänivaltarajojen järjestelmää, sillä usein suurimmalla osakkeenomistajalla on yli 30 prosenttia yhtiön äänivallasta. Näin ollen tarjousvelvollisuuden rajan alentaminen saattaisi lainmuutoksen johdosta tosiasiasa jopa alentaa sijoittajansuojaa, sillä ostotarjousvelvollisuutta ei syntyisi takautuvasti.¹¹⁹

Ennen AML:n uudistusta tarjousvelvollisuuden synnyttävän määräysvallan rajana pidettiin kahden kolmasosan ääniosuutta¹²⁰. Rajaa on kuitenkin pidetty kansainvälisessä vertailussa varsin korkeana, ja usein tosiasiallisen määräysvallan käyttö on ollut mahdollista jo huomattavasti pienemmällä ääniosuudella¹²¹. Ostotarjousdirektiivi edellyttää, että tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuus ei saa olla suurempi kuin puolet kohdeyhtiön äänimäärästä. Useissa ETA-valtioissa tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuus on perinteisesti asetettu 30 prosenttiin tai yhteen kolmasosaan. Tarjousvelvollisuuden tarkoituksen mukainen vähemmistöosakkeenomistajan tehokas suojaaminen tilanteessa, jossa kohdeyhtiön määräysvalta siirtyy, edellyttääkin käytännössä, että ääniosuusraja on selvästi alle 50 prosentin.¹²²

Mikäli lunastusoikeus ja -velvollisuus on syntynyt AML 6 luvun mukaisessa *vapaaehtoisessa ostotarjouksessa*, ostotarjouksessa maksettua hintaa pidetään OYL 18:7.3:n perusteella OYL:n tarkoittamana vähemmistöosakkeen käypänä hintana. Olettaman toteutumisen lisäehtona esitetään, että lunastajan on tullut *tarjouksen perusteella saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista*. Tästäkin hinnanmäärityspresumtiosta voidaan erityisestä syystä poiketa. Mikäli vapaaehtoinen ostotarjous on tehty AML 6:10.5:n mukaisesti *kaikista* osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista¹²³, tarjousvelvollisuuden synnyttävän ääniosuuden saavuttaminen ei aktualisoi tarjousvelvollisuutta¹²⁴. Poikkeus on siis

¹¹⁹ HE 6/2006 s. 43.

¹²⁰ AML 6:6 (740/1993).

¹²¹ Erityisesti yhtiön omistuksen ollessa hajautunut jo varsin pienelläkin osuudella on voinut saavuttaa yksinkertaisen enemmistön yhtiökokouksessa ja siten tosiasiallisesti käyttää määräysvaltaa.

¹²² HE 6/2006 s. 43.

¹²³ Tällaista ostotarjousta kutsutaan tutkimuksessa myös termillä *täydellinen vapaaehtoinen ostotarjous*.

¹²⁴ Näin ollen AML:n uudistuksen myötä voidaankin olettaa kaikista osakkeista ja arvopapereista tehtävien, täydellisten vapaaehtoisten ostotarjousten tekemisen muodostuvan pääsäännöksi, sillä siten vältetään velvollisuus tehdä pakollinen julkinen ostotarjous. Säiläkivi, haastattelu 30.11.2006.

vastaavankaltainen kuin pakollisen ostotarjouksen kohdalla, sillä molemmissa tarjouksen kohteena ovat kaikki osakkeet ja niihin oikeuttavat arvopaperit, ja poikkeuksella pyritään välttämään peräkkäisten tarjousten tekeminen. Sen sijaan muunlaisen vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen jälkeen äänivaltarajojen ylitys synnyttää velvollisuuden tehdä pakollinen julkinen ostotarjous¹²⁵. Tämä on omiaan aikaansaamaan kolmivaiheisen ketjun tarjousprosessissa, jossa tyypillisesti sekä vapaaehtoinen että pakollinen julkinen ostotarjous edeltävät OYL:n mukaista vähemmistöosakkeiden lunastusta¹²⁶.

2.2.2 Hinnanmääritysnormistot

AML 6:11.1:n mukaan tarjousvastikkeena *pakollisessa ostotarjouksessa* on OYL:n sanamuodon kaltaisesti maksettava käypä hinta. Uudistetun AML 6:11.2:n mukaan pakollisen ostotarjouksen käyvän hinnan lähtökohtana on pidettävä *korkeinta tarjousvelvollisen* tai tämän etupiirin¹²⁷ *tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa hintaa*. Mikäli tarjousvelvollinen tai tämän etupiiriin kuuluva ei ole tehnyt kohdeyhtiön osakkeilla kauppvoja tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana, käypä hinta määräytyy AML 6.11.3:n mukaan lähtökohtaisesti *tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotetun keskiarvon mukaan*.

AML 6:12:ssa tarkoitussa *vapaaehtoisessa ostotarjouksessa* sen sijaan vastike voidaan lähtökohtaisesti määrittää vapaasti. Jos vapaaehtoinen ostotarjous kuitenkin tehdään AML 6:12.3:n mukaisesti kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja arvopapeista, lähtökohtana on pidettävä pakollisen ostotarjouksen vastikkeenmäärityksen kaltaisesti

¹²⁵ HE 6/2006 s. 43–46. Tällaista tarjousta voidaan kutsua *epätäydelliseksi vapaaehtoiseksi ostotarjoukseksi*.

¹²⁶ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹²⁷ Jatkossa tarjousvelvollisella tai tämän etupiirillä tarkoitetaan AML 6:11.2:n mukaisesti tarjousvelvollista tai tähän AML 10.2:ssa tarkoitettussa suhteessa olevaa henkilöä, yhteisöä tai säätiötä. AML 10.2:ssa säädetään siitä, mitä osakkeenomistajan ääniosuuteen luetaan kuuluvaksi.

tarjousvelvollisen itsensä ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana maksamaa hintaa.¹²⁸

OYL:ssa säädetyn kaltaisesti myös AML:n mukaan käyvän hinnan määräytymisen lähtökohdista voidaan poiketa erityisistä syistä. AML:n perusteluissa mainitut erityiset syyt kuitenkin eroavat oleellisesti OYL:ssa määritellyistä poikkeamistilanteista. AML:n mukaan lähtökohtahinnasta voidaan tuoreiden perustelujen mukaan poiketa esimerkiksi kohdeyhtiössä tai markkinoilla tapahtuneiden oleellisten muutosten johdosta. Lisäksi Ratalle on annettu ostotarjousdirektiivin pohjalta mahdollisuus julkaista tulkintojaan siitä, millaisissa tilanteissa ja millä edellytyksillä pääsäännön mukaisesta hinnasta voidaan poiketa.¹²⁹ Sen sijaan arvioitaessa ostotarjouksessa maksetun vastikkeen soveltuvuutta OYL:n mukaiseksi lunastushinnaksi, tulee huomiota OYL:n esitöiden mukaisina erityisinä syinä kiinnittää muun muassa ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn vireilletulon välillä kuluneeseen aikaan sekä siihen, kuinka suuri joukko on hyväksynyt tarjouksen¹³⁰.

AML:n muutoksen jälkeinen ostotarjousvastikkeen käyvän hinnan määrittäminen poikkeaa merkittävästi lain aiemmista vastikkeenmäärittämisperusteista. Aiemmin¹³¹ ostotarjouksen mukaista käypää hintaa määritettäessä oli otettava huomioon lunastusvelvollisuuden syntyminen edeltävän 12 kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä arvopaperista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo. Tämän lisäksi vastikkeen määrittelyssä oli huomioitava muun lunastusvelvollisen määräysvallassa olevan tahon, yhteisön tai säätiön samana aikana muutoin mahdollisesti maksama, sanottua keskiarvoa korkeampi hinta sekä muut erityiset olosuhteet¹³².

¹²⁸ Mikäli vapaaehtoinen ostotarjous on edellisessä luvussa esiin tuodun mukaisesti tehty epätäydellisenä, on ääniosuusrajojen ylittyä aina tehtävä pakollinen ostotarjous. Näin ollen OYL 18:7.3:n mukaisen hinnanmäärityksen välittömänä lähtökohdana on täydellisessä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettu hinta, eli lähtökohtaisesti tarjouksen tekijän maksama kuuden kuukauden korkein hinta.

¹²⁹ HE 6/2006 s. 47. Poikkeamisperusteet ilmenevät Ratan standardista 5.2c s. 34–35, ja niihin palataan jäljempänä luvussa 4 käsiteltäessä erityisiä syitä.

¹³⁰ HE 109/2005 s. 174.

¹³¹ AML 6:7.1 (740/1993).

¹³² Tällainen erityinen olosuhde saattoi esitöiden mukaan olla käsillä, jos yhtiö oli vastikään tarjonnut osakkeitaan myöhempää markkinahintatasoa selkeästi korkeampaan hintaan, osakekohtainen tuotto-odotus oli sen markkina-arvoa suurempi tai arvopaperin hintaheilahtelut olivat olleet poikkeuksellisen voimakkaita, ks. HE 318/1992 s. 38–39.

OYL 18:7.1:n yleissäännöksen mukaan puolestaan osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Vireilletulohetken jälkeisiä seikkoja ei siis lähtökohtaisesti oteta huomioon. Sääntely seuraa Ruotsin mallia, jossa ajankohta on myös kirjoitettu uuteen ABL:iin¹³³. VOYL:ssa käyvän hinnan määräytymisajankohtaa ei ollut lainkaan kirjoitettu lakiin, mutta käytännössä välimiesmenettelyn vireilletuloajankohtaa sovellettiin arvonmäärityksen lähtökohtana¹³⁴. Tilannetta verrattiin sulautumissäännösten perusteluihin, joiden mukaan sulautumispäätöksen jälkeisiä seikkoja ei oteta huomioon¹³⁵.

Arvonmäärityksen ajankohdan sitominen lunastusvaatimuksen esittämisen ajankohtaan on katsottu olevan selkein ja lunastajan sekä vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien kannalta oikeudenmukaisin ja tasapuolisin menettely¹³⁶. Tämä lisää osapuolten mahdollisuutta ennakoida lunastusvaatimuksen etuja ja kustannuksia¹³⁷. Ajankohta ottaa myös tehokkaimmin huomioon osapuolten riskin ennakoimisen¹³⁸. Vähemmistöosakkeenomistaja ei yhtäältä kannata riskiä siitä, että kohdeyhtiön ja sen osakkeen arvo laskisi myöhemmin. Toisaalta vähemmistöosakkeenomistaja ei myöskään saa hyväksyä osakkeiden mahdollista arvonnousua.¹³⁹ OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännösten kohdalla vireilletuloa edeltävä hetki määräytyy ajallisesti reilusti kauemmas ostotarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävään aikaan. Tämä vaikuttaa ristiriitaiselta OYL 18:7.1:n yleissäännöksen vaatimuksen kanssa.¹⁴⁰ Ruotsissa *Bergström ja Samuelsson* ovat kommentoineet oikeustilaa selventäen, että yleissäännöksen mukaista arvostusajankohtaa ei tarvitse noudattaa, jos sovelletaan olettamasäännöstä¹⁴¹.

¹³³ ABL 22:2.3. Ks. SOU 1997:22 ja Svensson – Danelius 2005 s. 193. Periaate käy alun perin ilmi Ruotsin korkeimman oikeuden Balken-tapauksesta, ks. NJA 1992, s. 872 (HD 1992:133).

¹³⁴ Ks. esim. Sonera Oyj, välitystuomio 27.6.2003 s. 78–79.

¹³⁵ HE 69/1996 s. 151.

¹³⁶ Ks. esim. Sonera Oyj, välitystuomio 27.6.2003 s. 78–80 ja Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 50–52.

¹³⁷ Timonen 2001 s. 365 ja Ylä-Mononen ja Sistonen, haastattelu 29.11.2006.

¹³⁸ Ks. esim. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 50–52.

¹³⁹ Timonen 2001 s. 368.

¹⁴⁰ Ks. tekstissä esitetyn kaltaisesti Silaskivi, DL 2004 s. 1056.

¹⁴¹ Bergström – Samuelsson 2001 s. 185.

Arvonmääritysajankohdan kirjoittaminen lakiin ei ole kuitenkaan poistanut ongelmaa siitä, *kuinka pitkältä ajalta kurssi tulisi määrittää* silloin, kun pörssiyhtiön hinnanmääritys tehdään OYL 18:7.1:n pohjalta, eli kun OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöt eivät sovellu¹⁴². Kysymys aktualisoituu myös verrattaessa ostotarjouksessa maksettua hintaa osakkeen ostotarjouksen jälkeiseen kurssikehitykseen. OYL:n esitöiden mukaan vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksen lähtökohtana pidetään markkinahintaa, jota kuvastaa pörssiyhtiössä usein osakkeen kurssinoteeraus¹⁴³. Nimenomaisesti vireilletulohetken pörssikurssi ei kuitenkaan välttämättä *de facto* ilmaise luotettavasti markkinahintaa, joten hintaa on usein arvioitava lunastusvaatimuksen esittämishetkeä pidemmän ajanjakson perusteella¹⁴⁴.

Mitään selvää sääntöä siitä, kuinka pitkältä ajalta kurssia tulisi tarkastella, ei ole. Osakkeen markkina-arvo onkin johdettu välimieskäytännössä varsin vaihtelevasti ja yksilöllisesti joko yhden päivän tai pidemmän aikavälin kurssikehityksen pohjalta.¹⁴⁵ *Timosen* mukaan vaihtoehtoina voivat tulla kyseeseen vireilletulopäivän päätöskurssi, vireilletuloa edeltävän päivän päätös- tai keskikurssi ja vireilletuloa edeltävän arviointijakson painotettu keskiarvo. Tällainen arviointijakso voi olla esimerkiksi parista viikosta kolmeen kuukauteen.¹⁴⁶ Sonera Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa vaihtoehtoina on ehdotettu myös sekä ylintä että alinta hintaa ja maksettujen hintojen matemaattista keskiarvoa. Välimiesoikeus on kuitenkin katsonut, että hinnanmäärityksessä tulisi soveltaa *osakkeen kaupankäyntimäärillä painotettua keskikurssia*, sillä se ei perustu osakkeen satunnaisiin arvoihin vaan ottaa huomioon julkisessa kaupankäynnissä tehtyjen kauppojen määrän. Painotettu keskikurssi ilmaisee näin ollen luotettavimmin osakkeen käyvän arvon.¹⁴⁷ Välimieskäytännössä yleisimmäksi säännöksi onkin noteerattujen yhtiöiden kohdalla vakiintunut lyhyehkön vertailujakson, usein kolmen kuukauden, keskikurssi.¹⁴⁸

¹⁴² Näitä tilanteita tarkastellaan yksityiskohtaisemmin jäljempänä luvussa 3.1.2.

¹⁴³ HE 109/2005 s. 173 ja Mähönen – Villa 2006b s. 529.

¹⁴⁴ Mähönen – Villa 2006b s. 529. Luotettavuuteen voi vaikuttaa esim. vaihdon riittävyys, aidon markkinahinnan luonnollista kehittymistä mahdollisesti vinouttavat seikat sekä osakkeen kurssin päiväkohtainen vaihtelu, ks. esim. WM-Data Oyj, välitystuomio 15.7.2004 s. 32 ja Sonera Oyj, välitystuomio 27.6.2003 s. 82.

¹⁴⁵ Sonera Oyj, välitystuomio 27.6.2003 s. 82 ja Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 53.

¹⁴⁶ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹⁴⁷ Sonera Oyj, välitystuomio 27.6.2003 s. 86 ja Silaskivi, DL 2004 s. 1053.

¹⁴⁸ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006 ja esim. Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006.

Jatkossa hinnanmääräytymissäännökset voivat saada lisäohjeita myös Keskuskauppakamarin yhteyteen perustetulta yrityskauppautakunnalta, jonka tehtävänä on antaa ohjeita ja suosituksia hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseksi. Lautakunnan tavoitteena on muun muassa ohjata yrityskauppatilanteissa noudattavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja, ja se voi esimerkiksi ottaa kantaa ostotarjouksen tarjousvastikkeeseen.¹⁴⁹ Lautakunnan on pyydyttävä suosituksista AML 6:17.1:n mukaan Ratan lausunto¹⁵⁰. AML:n perustelujen mukaan kyse ei ole muodollisesti velvoittavasta norminannosta vaan itsesääntelystä. Esitöissä kuitenkin jatketaan, että sääntöjen ja ohjeiden noudattamista valvotaan viranomaistoimin arvopaperimarkkinalaillisen hyvän tavan vaatimuksen näkökulmasta.¹⁵¹ Tämä johtuu siitä, että AML 4:1 kieltää hyvän tavan vastaisen menettelyn arvopaperien kaupassa ja sijoituspalvelun tarjoamisessa. Käytännössä vaatimuksen täyttäminen edellyttää siis, että osapuolet toimivat sekä Ratan standardin että yrityskauppautakunnan ohjeiden mukaisesti.¹⁵² Näin ollen itsesääntely saa tosiasiallisesti suhteellisen velvoittavan aseman. OYL:n mukaiset säännökset sen sijaan ovat pakottavaa sääntelyä siltä osin, kun niillä säännellään vähemmistöosakkeenomistajan eduista ja niiden tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajaa¹⁵³.

¹⁴⁹ HE 6/2006 s. 51–53.

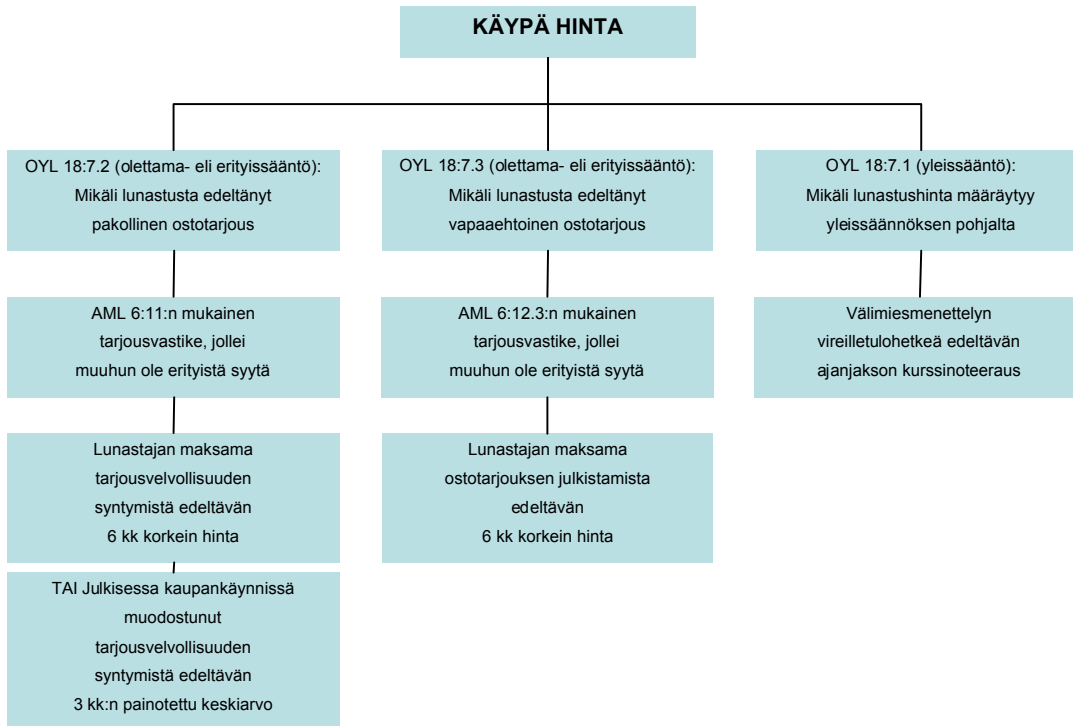
¹⁵⁰ HE 6/2006 s. 52 ja Yrityskauppautakunnan suositus 2006 s. 6–7.

¹⁵¹ HE 6/2006 s. 52–53 ja Mähönen – Villa 2006b s. 510.

¹⁵² Ratan standardi 5.2c s. 10. Vastaavasti myös Erma, haastattelu 13.12.2006.

¹⁵³ HE 109/2005 s. 169.

Oheisessa kuviossa on pyritty edellä esitetyn perusteella tuomaan yksinkertaistetusti esiin erilaiset hinnanmäärittämissäännöt:



3 LUNASTUSHINNAN MÄÄRÄYTYMISEN LÄHTÖKOHDAT

Tässä luvussa analysoidaan käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtia. Vaikka pörssiyhtiön lunastushinta määräytyykin pääsääntöisesti OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisesti, OYL 18:7.1:n yleissäännöllä on merkitystä pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisessä. Koska OYL 18:7.1:n yleissäännön ja sen perustelujen suhde OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisiin olettasäännöksiin saattaa olla seuraavassa esitetyllä tavalla epäselvä lainsoveltajalle, säännösten keskinäistä suhdetta analysoidaan tämän luvun alussa.

Kuten jäljempänä tuodaan esiin, OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaista hinnanmäärittäystapaa on sovellettava tietyissä tapauksissa *sellaisenaan* pörssiyhtiön osakkeen hinnanmäärittämiseen. Tämän lisäksi OYL 18:7.1:n mukaista kurssinoteeraukseen perustuvaa osakkeen hintaa tultaneen soveltamaan *vertailuseikkana* ostotarjouksessa maksettuun hintaan nähden. Ennen kaikkea kuitenkin yleissäännön voidaan katsoa olevan koko normin kattava *yläkäsitemääräys*, joka tarjoaa oikeusohjeita myös OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännösten mukaiseen hinnanmäärittämiseen. Edellä esitetyillä perusteilla onkin keskeistä aluksi pohtia, miten vähemmistöosakkeen hinta määräytyy OYL 18:7.1:n yleissäännön varassa ja mitä tulkintaohjeita se tarjoaa pörssiyhtiön osakkeen hinnanmäärittämiseen. Tarkastelun kohteena ovat näin ollen ensin yleissäännön ilmentämät keskeiset hinnanmäärittämissääntöperiaatteet. Tämän jälkeen analysoidaan markkinahintamallin soveltuvuutta hinnanmäärittämisen lähtökohdaksi ja tarkastellaan vaihtoehtoisten arvonmäärittämissääntöjen hyödyntämismahdollisuuksia. Viimeisenä OYL 18:7.1:n tarjoamana oikeusohjeena tarkastellaan lunastushinnalle maksettavan koron määrääntymistä.

Luvun kolmannessa eli viimeisessä alaluvussa analysoidaan pörssiyhtiön hinnanmäärittämisen lähtökohdina toimivia OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisia hinnanmäärittämisen erityissääntöjä, joita sovellettaessa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. Tämän yhteydessä pohditaan OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärittämisen yhtenäistämisen syitä ja perusteluja sekä tarkastellaan näiden olettasääntöjen mukaista, toisin sanoen AML:n mukaisen ostotarjousvastikkeen, hinnanmäärittämistä.

3.1 OYL 18:7.1:n yleissäännön suhde OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisiin pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen hinnanmääritysolettamiin

3.1.1 OYL 18:7.1:n yleissääntö yleisohjeena ja vertailutekijänä

Vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksen keskeisin oikeusohje kiteytyy OYL 18:7.1:n yleissääntöön, jonka mukaan *osakkeen lunastushintana on maksettava vireilletuloa edeltävän ajankohdan käypä hinta*. Säännös koskee sekä noteerattuja että noteeraamattomia yhtiöitä, ja sen voidaan sanoa olevan nimensä mukaisesti hinnanmäärityksen yleissäännös. Uuteen OYL 18:7.2 ja 3:in on ostotarjousdirektiivin implementoinnin myötä otettu pörssiyhtiöitä koskevat olettamasaännökset. Näiden erityissäännösten mukaan AML 6 luvun mukaisen pakollisen tai vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen edeltäessä lunastusta, käypänä hintana pidetään ostotarjouksessa maksettua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä. Koska pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastusmenettelyä edeltää tyypillisesti julkinen ostotarjous, määriteltäessä osakkeen käypää hintaa uuden OYL:n mukaan, olettamasaännösten mukaista ostotarjouksessa maksettua hintaa on usein pidettävä osakkeen hinnanmäärityksen lähtökohtana¹⁵⁴.

Ostotarjousdirektiivin ja sen valmistelutöiden mukaisesti OYL 18:7.2 ja 3:n erityissäännöt on kuitenkin säädetty toisaalta vain presumtion asemaan, ja niistä on katsottu olevan tarpeellista voida poiketa¹⁵⁵. Ilman erityisten syiden tuomaa poikkeamismahdollisuutta välimiesmenettely menettäisi merkityksensä, mikäli hinta määrättäisiin aina kaavamaisesti ostotarjoushinnan perusteella. Vähemmistöosakkeenomistajat tulevatkin oletettavasti jatkossa vetoamaan siihen, että AML:n mukaisesta hinnasta on erityisiä syitä poiketa¹⁵⁶, ja tämä tekee OYL 18:7.1:n mukaan määräytyvästä hinnasta tärkeän vertailutekijän olettamasaännösten mukaisen hinnan arvioimiseen.

¹⁵⁴ OM 2003:4 s. 232. Ks. myös Ramberg, Göran 2003 s. 72.

¹⁵⁵ Ks. ostotarjousdirektiivi 15(5) art., jossa käytetään sanamuotoa “- - the consideration offered in the bid shall be *presumed* to be fair”, (kurs. tässä kirjoittajan). Direktiivin valmistelutöissä High Level Group on korostanut, että olettaja on kumottavissa erityisten olosuhteiden vallitessa. ks. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65, jossa todetaan, että “- - the presumption - - should be rebuttable in particular circumstances.”

¹⁵⁶ Silaskivi, DL 2004 s. 1056.

Lakitekstin mukainen tulkinta vaikuttaa yksiselitteiseltä. Pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen käypänä hintana on siis lähtökohtaisesti pidettävä ostotarjousvastikkeena maksettua hintaa, mutta siitä voidaan poiketa erityisestä syystä. Lain perusteluissa esitetty kuitenkin tekee tulkinnasta seuraavasta tarkastelusta ilmenevällä tavalla haastavampaa. Perusteluista voidaan saada hinnanmäärityksen tulkintaan lisäohjeita, jotka kuitenkin osoittautuvat suhteellisen moniselitteisiksi. Lainsoveltaja törmänee tämän myötä ongelmaan siitä, miten OYL 18:7.1:n yleissäännön ja OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasääntöjen keskinäistä suhdetta tulisi tulkita ja mitä ohjeita, jos mitään, yleissäännöstä ja sen perusteluista voidaan saada olettamasäännösten soveltamiseen.

OYL 18:7.1:n yleissäännöksen perusteluissa todetaan, että vaikka ehdotukseen ei ole katsottu tarpeelliseksi ottaa VOYL 16:5.2:n mukaista nimenomaista säännöstä siitä, että välimiesten on hinnanmäärityksessä otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat, tarkoitus ei ole kuitenkaan ollut muuttaa käyvän hinnan määrityksessä noudatettavia oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa muodostuneita periaatteita. Perusteluissa jatketaan, että *siten lähtökohtana* käyvän hinnan määrittelylle, erityisesti julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä, on osakkeen *markkinahinta*, jos markkinahinnan voidaan katsoa muodostuneen luotettavasti.¹⁵⁷ Näistä perusteluista herää useita ristiriitaisia kysymyksiä.

Lienee selvää, että periaate kaikista kussakin yksittäistapauksissa huomioon otettavista seikoista koskee ilman lain tukeakin välimiesten toimintaa kutakin momenttia sovellettaessa. Mikä merkitys sen sijaan tulee antaa sille, ettei tarkoitus ole ollut *muuttaa* käyvän hinnan määrityksessä muodostuneita oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden periaatteita, kun toisaalta lakiin on otettu uudet OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännökset? VOYL:ssa ei ollut olettamasääntöjen kaltaisia normeja, vaikka ostotarjouksessa tarjottu hinta *voitiinkin ottaa huomioon* käyvän hinnan määrityksessä¹⁵⁸. Ostotarjoushinnan soveltaminen ei kuitenkaan

¹⁵⁷ HE 109/2005 s. 173.

¹⁵⁸ Ks. esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 33 ja 35, Eimo Oyj, välitystuomio 27.2.2004 s. 56 ja Sonera Oyj, välitystuomio 23.6.2003 s. 80. Ks. VOYL:n aikaisesta oikeuskirjallisuudesta esim. af Schultén 2004 s. 523, Nuolimaa 2004 s. 257 ja Sillanpää, NTS 2002 s. 42–43.

ollut nykyisen kaltaisen presumtion asemassa. Entä miten tulee ymmärtää se, että *lähtökohtana* käyvän hinnan määrittelyssä esitetään aiempien periaatteiden pohjalta olevan osakkeen *markkinahinta*, kun olettamasaännösten mukaan lähtökohtana on ostotarjouksessa maksettu hinta? Tähän liittyy oleellisesti se, mitä edeltävän käytännön ja siihen viittaavan markkinahinnan katsotaan tarkoittavan. Asia voitaneen käsittää ainakin seuraavalla kolmella tapaa:

(a) Aiemmassa käytännössä vakiintunut tapa määrittää pörssiyhtiön osakkeen lunastushinta on ollut lunastusmenettelyn vireilletulohetkeä edeltävä pörssinoteeraus tai vireilletulohetkestä ajallisesti taaksepäin eri tavoin laskettu arvo, tyypillisimmin kolmen kuukauden painotettu keskikurssi¹⁵⁹. Tämän voidaan siis aivan perustellusti ymmärtää tarkoittavan markkinahintaa¹⁶⁰. Mikäli kuitenkin markkinahinnan ymmärretään viittaavan juuri mainittuun käytäntöön, on sen asettaminen lähtökohdaksi ristiriidassa OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännösten kanssa, jotka puolestaan edellyttävät ostotarjouksessa maksetun hinnan lähtökohtaisuutta. Lunastushinnan määräytymistapa näissä tilanteissa on faktisesti erilainen, sillä toisin kuin yllä esitetty *lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävästä hetkestä* laskettu *painotettu keskikurssi*, ostotarjousvastike määräytyy lunastajan *ostotarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana maksaman korkeimman hinnan* mukaan. Mikäli lunastaja ei ole käynyt kohdeyhtiön osakkeilla kauppaa edeltävän kuuden kuukauden aikana, hinta määräytyy ostotarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden julkisessa kaupankäynnissä määräytyneen keskiarvon mukaan.

Pörssinoteerauksen ja ostotarjousvastikkeen välistä ristiriitaa ei voida nähdäkseni ratkaista siten, että pörssikurssi asetettaisiin esitöiden harhaanjohtavan ilmaisutavan pohjalta lähtökohdaksi olettamasaännöksiin nähden. OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöksillä on voimaansaatu EY-direktiivin mukaista pakottavaa lainsäädäntöä, jonka mukaan lähtökohtana on tietyn edellytyksin pidettävä ostotarjoushintaa. Näin ollen lain perusteluilla ei

¹⁵⁹ Ks. esim. Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹⁶⁰ Ks. esim. OSKL:n lausunto, OM 2003 ja Neuvonen, haastattelu 21.12.2006. Markkinahinnan ymmärrettäneen taloustieteen termein tarkoittavan juuri pörssinoteerausta. Ks. esim. Leppiniemi 1999, s. 18, ”-pörssilistä sisältää informaation asianomaisten hyödykkeiden *markkinahinnoista eli pörssikursseista*.” (kurs. tässä kirjoittajan).

voida tehdä tyhjäksi olettasääntöjen lähtökohtaisuutta¹⁶¹. Lisäksi lain sanamuodon mukainen tulkinta menee aina lain perustelujen edelle. OYL 18:7.2 ja 3:n olettasääntöjen voidaan myös perustella menevän erityissääntönä saman lainkohdan 1. momentissa säädetyn yleissäännön edelle. Etenkin perustelujen osoittautuessa jossain määrin väljiksi, epäselviksi tai jopa ristiriitaisiksi, niiden painoarvolle ei tule antaa suurta merkitystä.¹⁶² Lainsäätäjän ratio ei ole perustelujen mukaan ollut lähtökohtaisesti muuttanut aiempaa käytäntöä, mutta uusilla erityissäännöksillä on toki oma merkityksensä. Mahdollisimman absoluuttisen käyvän hinnan toteutumisesta on kuitenkin kaikissa tilanteissa varmistuttava, ja koska erityissäännöksetkin on luotu vain olettamiksi, on niistä tarvittaessa poikettava. Perustelujen tulkintaan liittyvät seikat eivät siis estä ottamasta huomioon ostotarjousta korkeampaa pörssikurssia vertailuseikkana suhteessa ostotarjouksessa maksettuun hintaan.

(b) Käsitettäessä markkinahinta pelkästään pörssinoteerausta kuvaavaksi, voidaan perustelujen myös vaihtoehtoisesti ajatella koskevan ainoastaan OYL 18:7.1:n perusteella sovellettavia lunastushinnan määräytymistilanteita, eli tilanteita, joissa OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännöt eivät sovellu. Käsitelmä olisi kuitenkin epäjohdonmukainen, sillä lain sanamuoto ja muut perustelujen osat kattavat selkeästi pykälän muutkin momentit – ainoastaan markkinahintaa koskevan määritelmän ei voitaisi katsoa soveltuvan yleissääntönä olettasäännösten kanssa sovellettavaksi. Tälläkin tapaa ymmärrettynä lain esityöt osoittautuvat sisäisesti ristiriitaisiksi, eikä niitä tulisi käyttää argumenttina¹⁶³.

(c) Sen sijaan termin markkinahinta voidaan laajemmassa merkityksessä ymmärtää käsittävän kurssiin pohjautuvan hinnan lisäksi myös ostotarjouksessa maksetun hinnan, sillä molempien voidaan sanoa muotoutuneen markkinoilla. Tämä korostaa markkinoilla määräytyneiden hinnanmäärittelytapojen ensisijaisuutta teoreettisiin arvonmäärittelytapoihin verrattuna. Tätä käsitystä tukee *Airaksisen ja Jauhiaisen sekä Säiläkiven* kommentit, joiden mukaan ostotarjouksen voidaan katsoa ilmentävän markkinahintaa, sillä lunastaja luo ostotarjouksella uuden markkinahintatason¹⁶⁴. Vastaavasti *Rambergin* mukaan pörssikurssi on

¹⁶¹ Timonen 1998 s. 24.

¹⁶² Aarnio 1989, s. 217 ja 254–255.

¹⁶³ m.t.s. 255.

¹⁶⁴ Airaksinen – Jauhainen 1997 s. 534 ja Säiläkivi, haastattelu 30.11.2006.

vähemmistöosakkeen lunastustilanteissa seurausta julkisessa ostotarjouksessa tarjotusta hinnasta¹⁶⁵. OYL:n perustelujen toteamus siitä, että tarkoitus ei ole ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, voidaan ymmärtää siten, että ostotarjouksessa maksettu hinta on kuitenkin voitu *ottaa huomioon* aiemmassakin hinnanmäärityskäytännössä. Tämä tulkintatapa pitäisi sisällään *Mäntysaaren* esittämän vaatimuksen siitä, että myös ostotarjouksen mukaisen lunastushinnan on tullut määräytyä luotettavasti¹⁶⁶. Tulkintatapa korostaisi myös ostotarjouksen lähtökohtaisuutta suhteessa muihin arvostusmenetelmiin. Tätä käsitystä tukisi entisestään *Timosen* esittämä ajatus, jonka mukaan vanhan lain mukainen hinnoittelukäytäntö on pääsääntöisesti edelleen relevanttia, mutta olettamasaännökset vaikuttanevat useissa tilanteissa siihen, miten hintaa koskevia väittämiä arvioidaan¹⁶⁷.

Nähdäkseni säännöstä tuleekin yllä esitetyn valossa tulkita siten, että ostotarjouksessa maksettu hinta on asetettu lähtökohdaksi pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen arvonmäärityksessä. Ostotarjousvastike ei kuitenkaan ole siinä mielessä ehdoton, ettei siitä voitaisi erityisestä syystä poiketa, ja poikkeamismahdollisuutta onkin sekä direktiivin että OYL:n esitöissä pidetty tärkeänä¹⁶⁸. Markkinahinta-termi ja OYL 18:7.1:n yleissääntö tulisi mielestäni ymmärtää tässä yhteydessä yllä esitetyn kaltaisena yläkäsitteenä sekä kurssinoteeraukselle että ostotarjoushinnalle. OYL:n yleissäännön perustelujen mukaisesti siis myös ostotarjouksen on tullut määräytyä luotettavasti ja sekä ostotarjous että kurssiin liittyvä lunastushinta ovat ensisijaisia muihin arvonmääritystapoihin nähden¹⁶⁹. Näin ymmärrettynä lain perusteluita ei tarvitse sivuuttaa tulkinta-argumenttina, ja yleissäännöstä voidaan johtaa erilaisia, jo aiemmassakin käytännössä vakiintuneita periaatteita lain sanamuodon mukaisen soveltamisen tueksi. Mahdollisuus ymmärtää perustelut useammalla tapaa vähentää mielestäni kuitenkin perustelujen painoarvoa, eikä niiden perusteella ainakaan tulisi tehdä *contra legem* - päätöksiä.

¹⁶⁵ Ramberg, Göran 2003 s. 72. Ks. myös Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 ja Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004, jossa markkinahinnan katsottiin tosiasiallisesti muodostuneen lunastajan tarjousehtojen perusteella.

¹⁶⁶ Mäntysaari 2002 s. 357.

¹⁶⁷ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹⁶⁸ Ks. myös Timonen – Kaisanlahti, OM 2002 s. 14, jotka pitävät lunastushinnan riittämättömyyttä oleellisena oikeussuojan toteutumisen kannalta.

¹⁶⁹ Myös useat haastattelemani henkilöt ovat vahvistaneet kannan yleissäännön asemasta tietynlaisena yläkäsitteenä, esim. Laitasalo, haastattelu 11.12.2006. Myös Timonen puhuu markkinahinnasta viitaten sekä pörssikurssiin että ostotarjoukseen, Timonen 1997 s. 270.

OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisten erityissäännösten presumtiivisuuden voidaan katsoa parantaneen lunastajan asemaa, sillä hinnanmääräytyminen on aikaisempaa paremmin ennakoitavissa. Sen sijaan säännösten presumtiivisen aseman voidaan katsoa tosiasiallisesti heikentäneen vähemmistöosakkeenomistajan asemaa tilanteissa, joissa pörssikurssi on kohonnut ostotarjouksen jälkeisenä aikana. Ostotarjousta korkeampaan pörssikurssiin on nyt vedottava erityisten syiden kautta, kun aiemmin pörssinoteerauksen perusteella määriteltävää arvoa pidettiin pikemminkin lähtökohtana, ja välimiehet ottivat ostotarjouksen ja lunastuksen vireilletulohetken välisen kurssikehityksen ”automaattisesti” huomioon. Kehityksen suunta voidaankin kyseenalaistaa, sillä vähemmistöosakkeenomistajilla on näin ollen aiempaa suurempi näyttötaakka osoittaa tällaisen erityisen syyn olemassaolo. Asetelman epätasapainoa korostaa se, että usein vähemmistöosakkeenomistajan tiedolliset ja taloudelliset resurssit ovat enemmistöä heikommat.¹⁷⁰

3.1.2 Pörssiyhtiön osakkeen lunastushinnan määräytyminen yleissäännön perusteella

Yllä on tuotu esiin, kuinka OYL 18:7.1:n yleissäännöstä voidaan johtaa oikeusohjeita myös OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännösten soveltamiseen. Ostotarjouksessa maksettua hintaa tultaneen myös vertaamaan ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välisen ajan kurssikehitykseen, ja osakkeen arvonnousu voidaan huomioida lunastushintaan vaikuttavana erityisenä syynä. Yleissäännöksen mukaista hinnanmääritystä tulee soveltaa *sellaisenaan* pörssiyhtiön kohdalla silloin, kun olettamasäännösten soveltamiseen liittyvät lain edellytykset eivät täyty. Tällöin siis osakkeen käypä hinta määräytyy kurssinoteerauksen pohjalta. Pörssiyhtiön lunastushinta määräytyy OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaan, mikäli lunastusta ei ole edeltänyt ostotarjous, jos vapaaehtoinen ostotarjous ei ole saavuttanut OYL 18:7.3:ssa edellytettyä yhdeksän kymmenesosan hyväksyntää¹⁷¹ tai kun ostotarjouksen ja

¹⁷⁰ Kotiranta, haastattelu 7.12.2006 ja Erma, haastattelu 13.12.2006

¹⁷¹ Jotta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettua hintaa voitaisiin pitää OYL:n mukaisena käypänä hintana, on OYL 18:7.3:ssa toisin kuin OYL 18:7.2:n pakollisen ostotarjouksen kohdalla lisäedellytyksenä, että lunastajan on tullut saada kyseisen tarjouksen perusteella haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista.

lunastusmenettelyn välillä voidaan katsoa kuluneen liikaa aikaa¹⁷². Vastaava tilanne voi aktualisoitua myös, mikäli lunastajalla on jo kohdeyhtiön listautuessa ollut yli puolet kohdeyhtiön ääniosuudesta, jolloin velvollisuutta tehdä pakollinen ostotarjous ei synny takautuvasti¹⁷³.

Yhtäläillä pörssi-yhtiön osakkeen hinnanmäärityksessä sovellettaisiin ainoastaan OYL 18:7.1:n yleissäännöstä, mikäli lunastaja on uuden OYL:n voimaantullessa omistanut jo valmiiksi yli puolet kohdeyhtiön osakkeista, jolloin tämä voi ylittää yhdeksän kymmenesosan ääniosuusrajan tekemättä pakollista ostotarjousta¹⁷⁴. Mikäli Rata päättäisi käyttää AML 6:14:n mukaista oikeuttaan myöntää poikkeus ostotarjousvelvollisuuteen, myös tällöin hinta määräytyisi pelkästään OYL 18:7.1:n yleissäännöksen perusteella¹⁷⁵. Jos sen sijaan kolmen kymmenesosan ääniosuusrajan alittavasta asetelmasta käsin on yksityisin kaupun tai vapaaehtoisella ostotarjouksella suoraan saavutettu yli yhdeksän kymmenesosan osakeomistus ja ääniosuus, tulee sekä pakollinen ostotarjous että pakkolunastus loppuista vähemmistöosakkeista toteuttaa rinnakkain^{176, 177}. Uskoisin OYL 18:7.2 ja 3:n olettamassäännösten vahvistavan aiempaa käytäntöä, jossa lunastushinnan on viimeksi mainitun kaltaisissa rinnakkaistilanteissa katsottu määräytyvän ostotarjousvastikkeen pohjalta¹⁷⁸.

¹⁷² The High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 66.

¹⁷³ Ks. Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 6.

¹⁷⁴ Tarjousvelvollisuus syntyi aiemmin voimassa olleen AML 6:6:n mukaan, kun osakkeenomistaja oli saavuttanut kahden kolmasosan ääniosuuden. Uudistetun AML:n mukaan tarjousvelvollisuuden rajana on joko kolme kymmenesosaa tai puolet kohdeyhtiön äänimäärästä. Jos siis enemmistöosakkeenomistajan ääniosuus on ollut uuden AML:n voimaantullessa enemmän kuin puolet, mutta vähemmän kuin kaksi kolmasosaa osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, osakkaan ei ole tullut, eikä tulekaan tehdä pakollista ostotarjousta.

¹⁷⁵ AML 6:14 mukaan pakollisen ostotarjousvelvollisuusrajan ylityttyä aikaa hakea poikkeuslupaa jäisi kaiken kaikkiaan kaksi kuukautta.

¹⁷⁶ AML:n mukaisessa pakollisessa julkisessa ostotarjouksessa ja OYL:n mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastuksessa on kyse erillisistä menettelyistä. OYL:n mukainen lunastus kohdistuu vain kohdeyhtiön osakkeisiin AML:n mukaisen pakollisen ostotarjouksen kohdistuessa sekä osakkeisiin että niihin oikeuttaviin arvopapereihin, ks. Yrityskauppalaautakunnan suositus 2006 s. 48. Ruotsissa sen sijaan tarjousvelvollisuus raukeaa, mikäli pakkolunastus alkaa neljän viikon sisällä tarjousvelvollisuuden syntymisestä, ks. lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden 3:6 (2006/451).

¹⁷⁷ Säiläkivi, haastattelu 30.11.2006. Kyseessä lienee kuitenkin lähinnä teoreettinen mahdollisuus, jolloin Rata voisi käyttää oikeuttaan myöntää AML 6:14 perusteella poikkeus tarjousvelvollisuudesta.

¹⁷⁸ Timonen 2001 s. 359.

Vaikka tarkoitukseni ei olekaan keskittyä viimeksi mainittuihin poikkeuksellisiin tilanteisiin, on syytä tiedostaa, missä tilanteissa pörssiyhtiön hinta määräytyy pelkästään OYL 18:7.1:n mukaisen yleissäännön varassa ja miten hinta määritellään kyseisissä tapauksissa. Lisäksi OYL 18:7.1:n luonteen vuoksi myös sekä käyvän hinnan määrittämiseen oikeusohjeita luovana yleissäännöksenä että vertailuseikkana, tutkimuksessa on keskeistä hahmottaa pörssiyhtiöitä koskevien nimenomaisten OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännösten ohella OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaiset hinnanmääräytymisperiaatteet. Yleissäännöksen moninaisen merkityksen vuoksi sen sisällön tunteminen onkin hinnanmäärityksen kannalta keskeistä.

Edellä esitetyn perusteella havaitaan, että pörssiyhtiön osakkeen hinnanmääritys voi pohjautua hyvin erilaisiin perusteisiin riippuen siitä, minkä momentin perusteella hinta määritellään. Erityisesti OYL 18:7.1:n yleissäännön ja OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännösten perusteella määritellyn osakkeen hinnan välillä voi olla suurikin ero. Kuten edellä on esitetty, ensimmäinen painottuu lunastushetkeä edeltävään ajankohtaan ja määräytyy useimmiten lyhyehkön ajanjakson painotetun keskikurssin mukaisesti, kun jälkimmäinen määritellään ostotarjousta edeltävän ajan, ensisijaisesti korkeimman hinnan mukaan. Sinänsä eri momenttien välinen, hyvinkin poikkeava hinnanmääritystapa voi olla ajoittain perusteltua. Yleisesti ottaen kritisoin kuitenkin sitä, voiko olla perusteltua määritellä hinta näinkin eri tavoin erilaisten yhtiöiden, jopa pelkästään pörssiyhtiöiden, välillä ainoastaan sillä perusteella, onko lunastusta edeltänyt lainkaan ostotarjous, minkälainen ostotarjous lunastusta on edeltänyt ja minkä momentin mukaan hinta loppujen lopuksi määritellään. Asiaan ei ole kiinnitetty huomiota OYL:n valmisteluissa, eikä sen perusteluissa.

3.2 OYL 18:7.1:n yleissäännön ilmentämät hinnanmääritysohjeet

3.2.1 Hinnanmäärityksen lähtökohtia

Uuteen OYL:in ei ole nimenomaisesti kirjoitettu VOYL 16:5:n ohjetta, jonka mukaan välimiehen on otettava hinnanmäärityksessä huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat. Uuden OYL:n perusteluissa on kuitenkin todettu nimenomaisesti,

ettei tarkoitus ole ollut muuttaa edeltävän lain aikana oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa muodostuneita käyvän hinnan määräytymisperiaatteita.¹⁷⁹ Näin ollen kyseinen periaate, kuten muutkin aiemmassa käytännössä vallinneet periaatteet, voidaan katsoa edelleen relevanteiksi. Vähemmistöosakkeen lunastussäännösten alkuperäisenä ajatuksena on ollut turvata vähemmistöosakkeenomistajille niin korkea lunastushinta, että he voisivat tappiota kärsimättä sijoittaa pääomansa muualle¹⁸⁰. Lunastusmenettelyn tulee myös olla siten järjestetty, että vähemmistöosakkeenomistajia uhkaava oikeudenmenetyksen vaara jää mahdollisimman pieneksi¹⁸¹. Lunastushinnan määrittäminen tulee edelleenkin toteuttaa ottamalla huomioon yleisten arvonmäärityksperusteiden ohella myös kunkin tapauksen erityispiirteet¹⁸². Kaikkiin näihin periaatteisiin on myös johdonmukaisesti viitattu tuoreessa oikeuskäytännössämme¹⁸³.

Vähemmistöosakkeiden hinnanmäärityksessä voidaan myös katsoa vakiintuneen tiettyjä hinnanmäärityksen ”nyrkkisääntöjä”. Osakkeiden hinnoitteluun ei saa vaikuttaa alentavasti se, että ne ovat vähemmistöosakkeita, eikä niillä siitä syystä ole mahdollisesti ollut lainkaan kauppaa-arvoa tai se on ollut pieni. Kirjallisuudessa on tämän periaatteen osalta yleisesti viitattu tiettävästi ainoaan lunastusasioista annettuun korkeimman oikeuden ratkaisuun KKO 1993:31, jossa periaate on lausuttu julki.¹⁸⁴ Periaate käy niin ikään ilmi Ruotsissa merkittävän periaatteellisen aseman saavuttaneesta lunastushintaa koskevasta Ruotsin korkeimman oikeuden Gimo-ratkaisusta¹⁸⁵. Sääntö on sittemmin lausuttu myös Ruotsin ABL:n lainvalmistelutöissä¹⁸⁶.

Kyläkallio, Iirola ja Kyläkallio katsovat, että kohdeyhtiön ja lunastajan yhteistoiminnan johdosta kohonnut kohdeyhtiön osakkeiden arvo ei vaikuttaisi osakkeiden hintaan nostavasti¹⁸⁷. *Mähönen ja Villa* kuitenkin huomauttavat, että tämä käsitys on, ainakin yksittäistapauksissa, kumottu jälkikäteen. On katsottu, että vähemmistöosakkeenomistajillakin

¹⁷⁹ HE 109/2005 s. 173.

¹⁸⁰ KM 1969:A20 s. 187.

¹⁸¹ HE 27/1977 s. 108.

¹⁸² HE 27/1977 s. 116.

¹⁸³ Ks. esim. Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 31–32 ja Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 20.

¹⁸⁴ Mähönen – Villa 2006b s. 531, Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 207 ja Mäntysaari 2002 s. 357.

¹⁸⁵ NJA 1957 s. 1 (HD 1957:1).

¹⁸⁶ Reg. Prop 1975:103 s. 533 ja SOU 1997:22 s. 278.

¹⁸⁷ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 207.

on oikeus saada osuutensa kohdeyhtiön lunastajayhtiön kanssa saavuttamista synergiahyödyistä.¹⁸⁸ Synergiahyötyjen huomioiminen toteutuneeksi ainakin jossain määrin uuden OYL:n myötä, sillä olettamasaäntöjen mukainen korkein hinta -malli pitää sisällään lunastajan määräysvallasta maksaman lisähinnan eli preemion. Sen kautta voidaan katsoa ainakin osittain jaettavan tulevia hyötyjä¹⁸⁹.

Kyläkallion, Irolan ja Kyläkallion mukaan puolestaan sillä seikalla, että vähemmistöosakkeenomistaja on saanut tai hankkinut osakkeita vielä sen jälkeen, kun OYL 18:1:n edellytykset ovat täyttyneet, ei ole merkitystä määrittäessä osakkeen käypää hintaa. He lisäävät, ettei myöskään sillä, *miten* vähemmistöosakkeenomistaja on saanut tai hankkinut osakkeensa, *millaisella vastikkeella* hän on ne hankkinut tai *mistä syystä* hän on jäänyt yhtiöön osakkeenomistajaksi, ole merkitystä osakkeen käypää hintaa määrittäessä. OYL:sta ei ole johdettavissa estettä hankkia vähemmistöosakkeita lunastusmenettelyyn jo alettua, eikä mitään aikarajaa, mihin mennessä vähemmistöosake olisi tullut hankkia.¹⁹⁰ Ilmeisestikin vastaavilla väitteillä on oikeuskäytännössä haluttu eliminoida vähemmistönsuojan hyväksikäyttö tilanteessa, jossa sijoittaja hankkii osakkeita vain lunastusmenettelystä mahdollisesti odotettavissa olevaa lunastushinnan nousua ja korkotuottoa silmällä pitäen¹⁹¹. Oma kysymyksensä kuitenkin on, kuinka hyväksyttävänä lunastusmenettelyyn hakeutumista voidaan pitää taloudellisen intressin ollessa hyvin pieni¹⁹².

¹⁸⁸ Mähönen – Villa 2006b s. 531, viitaten Riihimäen Puhelin Oy, välitystuomio 6.10.2003 s. 27.

¹⁸⁹ Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 38.

¹⁹⁰ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio, julkaisematon 4. painos.

¹⁹¹ OYL 18:8:n mukaan lunastaja vastaa välimiesmenettelyn kustannuksista. Välimiesmenettelyissä on viime vuosina veloitettu lunastaja korvaamaan myös välimiesmenettelyyn osallistuneiden osakkeenomistajien kulut, mikäli näiden voidaan katsoa voittaneen jutun, ks. Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 26.

¹⁹² Esim. Plandent Oyj:n välitystuomiossa 31.1.2006 s. 27 välimiesoikeus on todennut, ettei voida pitää hyväksyttävänä, että vastaajat osallistuisivat välimiesmenettelyyn lähes pelkästään siitä mahdollisesti saatavien oikeudenkäyntikulukorvausten vuoksi.

3.2.2 Käyvän hinnan määrittely

Käyvän arvon määrittämisen vaikeus pohjautuu siihen, ettei ole olemassa yhtä ehdotonta ”oikeaa” arvoa, sillä yrityksen arvoa ei voida yksiselitteisesti ja täsmällisesti laskea. On olemassa vain kohtuullisia ja harkittuja arvoja.¹⁹³ Yrityksen ja osakkeen arvo voidaan määrittää usealla eri tavalla ja arvon määrittelemiseksi onkin kehitetty lukuisia eri menetelmiä. Yrityksen ja sen osakkeiden arvonmääritys voidaan perustaa esimerkiksi markkinahintaan, kassavirtapohjaisiin malleihin eli tuottoarvon laskemiseen, substanssiarvoon, yrityksen toimintaa kuvaaviin yksittäisiin tunnuslukuihin¹⁹⁴ tai vertailuryhmiin perustuviin menetelmiin.¹⁹⁵

Keskeinen näkökulmaero vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisessä kulminoituu siihen, tulisiko osakkeen arvo määritellä markkinahinnan vai yhtiön arvon perusteella¹⁹⁶. Yksittäisen osakkeen arvo voidaan nimittäin määritellä osakkeelle markkinoilla muodostuneen hinnan perusteella tai laskemalla sen arvo koko yrityksen arvon pohjalta siten, että jaetaan yhtiön arvo sen osakkeiden lukumäärällä¹⁹⁷. Ensimmäinen osakkeen arvon määrittäminen korostaa osakkeen itsenäisen arvon perustumista nimenomaan sen luovutettavuuteen ja sitä kautta osakkeen käyvän arvon ilmentymistä markkinoilla muodostuneen hinnan pohjalta¹⁹⁸. Toinen tapa laskea osakkeen arvo sen sijaan pohjautuu perinteiseen yhtiöosuusajattelun mukaiseen käsitykseen siitä, että osakkeenomistaja omistaa osuuden yhtiöstä ja tällä on oikeus omistustaan vastaavaan osuuteen yhtiöstä lunastustilanteessa¹⁹⁹. Tällöin kyseeseen tulee yhtiön arvon määrittäminen teoreettisten arvonmäärittämenetelmien pohjalta²⁰⁰. Näkemyksestä vallitsee kuitenkin ristiriitaa, sillä huolimatta markkinahinnan saamasta

¹⁹³ Blomquist 1997 s. 87.

¹⁹⁴ Esimerkkejä yksittäisistä tunnusluvuista edustavat P/E-luku, P/B- ja EV/EBIT -luvut. Ks. näistä lisää esim. Kallunki – Niemelä 2004 s. 65 ss. ja Kariola – Niemelä – Angervuo 2004 s. 130 ss.

¹⁹⁵ Silaskivi, DL 2004 s. 1051, Kallunki – Niemelä 2004 s. 12, Blomquist 1997 s. 88 ja Blommé 1997 s. 12.

¹⁹⁶ af Sandeberg, JT 2004–05 s. 292 ja Hager 2003 s. 79.

¹⁹⁷ Leppiniemi 1999 s. 14.

¹⁹⁸ Rissanen 1987 s. 323.

¹⁹⁹ Ks. Havansi 1979 s. 4–8 ja Wolfram, haastattelu 13.12.2006. Vrt. Timonen 1997 s. 244 ja 267–268, joka katsoo tästä ajatustavasta luovutun.

²⁰⁰ af Sandeberg, JT 2004–05 s. 292, jonka mukaan käytännössä kyseeseen tulevat siis tuotto- ja substanssiarvon soveltaminen, joita käsitellään jäljempänä luvussa 3.2.2.3.

presumtiivisesta asemasta toiset katsovat edelleenkin osakekohtaisen käyvän hinnan määräytyvän yhtiön arvon pohjalta.²⁰¹

3.2.2.1 Lähtökohtana markkinahinta

Osakkeen markkinahinta on välimieskäytännön ja viimeaikaisen oikeuskirjallisuuden perusteella ollut usein ensisijainen tapa määrittää osakkeen arvo²⁰². Markkinahinnan katsotaan saavuttaneen uudessa OYL:ssa vahvan presumptionin aseman suhteessa muihin arvonmäärittämissä tapoihin, sillä lain esitöiden mukaan markkinahinta on *lähtökohta* käyvän hinnan määrittämiselle erityisesti pörssi-yhtiöissä²⁰³. OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaäntöjen voidaan katsoa myös korostavan nimenomaisesti lain tasolle kirjoitetuina markkinahinnan ensisijaisuutta suhteessa teoreettisiin arvonmäärittämissä tapoihin, sillä ostotarjousvastike muodostuu markkinoilla maksettujen hintojen pohjalta. OYL:n perusteluissa viitataan markkinahinnan yhteydessä perusteluna korkeimman oikeuden ratkaisuun KKO 1993:31, jossa ratkaisu perustettiin vaihtoehtoisten arvonmäärittämissä tapojen sijaan nimenomaisesti toteutuneisiin kauppoihin²⁰⁴.

Markkinahinnan presumtiivisyyden edellytyksenä on kuitenkin, että sen voidaan katsoa muodostuneen *luotettavasti*²⁰⁵. Tämä merkitsee, että markkinahinnan luotettavuus on kussakin

²⁰¹ Ks. esim. Nuolimaa 2004 s. 259, Mäntysaari 2002 s. 357, Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 209 ja Wolfram, haastattelu 13.12.2006. Vrt. toisin esim. Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006 ja af Schultén 2004 s. 523.

²⁰² Ks. oikeuskirjallisuudesta esim. Mähönen – Villa 2006b s. 529, Silaskivi, DL 2004 s.1051, Kaisanlahti, OM 2002 s.14 ja Timonen 2001 s. 351–370. Ks. välimiestuomioista esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.6.2006 s. 29 ja Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 53.

²⁰³ HE 109/2005 s. 173.

²⁰⁴ Ratkaisusta on katsottu olevan tulkittavissa periaate, jonka mukaan toteutuneille kaupoille ja siten muodostuneelle markkinahinnalle on annettava suurin merkitys hintaa määriteltäessä. Tapauksessa oli kyseessä käyvän hinnan määrittäminen sulautumista vastustaneen osakkeenomistajan lunastustilanteessa. Tapauksen soveltuvuutta vähemmistöosakkeiden lunastustapausten ennakkotapauksena on kuitenkin kritisoitu, sillä siinä ei varsinaisesti ollut riitä sulautuvan yhtiön arvosta. Riita koski sen sijaan sitä, oliko tapauksen osapuolen myydessään 225 osaketta katsottava tosiasiaa luopuneen myös jäljelle jääneistä 50 osakkeesta siten, että niille tulisi maksaa lunastushintana pelkästään nimellisarvo. Ks. kritiikistä Nuolimaa 2004 s. 259 ja Kaisanlahti 1995 s. 197. Sen sijaan tapauksesta voitaneen tehdä päätelmiä, että joissakin tilanteissa pienikin määrä kauppvoja voi osoittaa osakkeen käyvän hinnan, ks. Timonen 2001 s. 364 ja Nuolimaa 2004 s. 259.

²⁰⁵ HE 109/2005 s. 173, Mähönen – Villa 2006b s. 529 ja Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 53.

yksittäistapauksessa testattava²⁰⁶. OYL 18:7.2 ja 3 sallivat nimenomaisesti, että markkinoiden pohjalta määriteltävästä ostotarjouksen mukaisesta hinnasta saadaan poiketa, jos siihen on erityinen syy. Koska perustelujen mukaan tarkoitus ei ole ollut muuttaa aiempaa hinnanmäärityskäytäntöä ja koska välimiesten on otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa vaikuttavat seikat, markkinahinnasta on poikettava myös OYL 18:7.1:n mukaisessa hinnanmäärityksessä, mikäli sen luotettavuudesta ei voida varmistua²⁰⁷. Poikkeamismahdollisuutta perustelee mielestäni myös se, että Ruotsin samankaltaisen lunastushintasäännösten vastaava yleissääntö, *huvudregeln*, sallii nimenomaisesti poikkeamisen²⁰⁸.

Markkinahinta ei ollut erityisen korostuneessa asemassa VOYL:n esitöissä. Niiden mukaan sen sijaan käypää hintaa määritettäessä oli otettava huomioon muun muassa netto-omaisuuden (matemaattisen arvon) lisäksi yhtiön tulevaisuuden näkymät ja osakkeiden arvioitu tuotto²⁰⁹. Vuoden 1990 osakeyhtiölakitoimikunta jopa asetti markkina-arvon toissijaiseksi arvonmäärityserusteeksi teoreettisiin arvonmääritystapoihin, substanssi- ja tuottoarvoon, nähden²¹⁰, mitä *Kaisanlahti* tosin kritisoi voimakkaasti²¹¹. Ehdotus ei siirtynyt vuoden 1996 hallituksen esitykseen²¹², eikä siinä enää puhuttu substanssiarvosta. Ehdotukseen sisältyi kuitenkin sulautumisvastikkeen määrittelyyn liittyvä perustelu, jonka mukaan käypään hintaan sisältyy myös yhtiön tulevia voittoja koskeva odotusarvo, joka yleensä sisältyy osakkeen markkina-arvoon²¹³. *Timonen* on tulkinnut lausuman viittaavan markkinahinnan ensisijaisuuteen käyvän hinnan määrittämisperusteena²¹⁴.

Kuitenkin *Koski* ja *af Schultén* kirjoittivat vielä vuoden 2000 teoksessaan substanssiarvon olevan pääsääntöinen arvonmääritystapa, ja *Kyläkallio*, *Irola* ja *Kyläkallio* kirjoittavat teoreettisten arvonmääritystapojen olevan lähtökohtainen tapa määrittää osakkeen käypä

²⁰⁶ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

²⁰⁷ HE 109/2005 s. 173.

²⁰⁸ ABL 22:2.2.

²⁰⁹ HE 27/1977 s. 105.

²¹⁰ KM 1992:32 s. 323.

²¹¹ *Kaisanlahti* 1995 s. 190–192.

²¹² HE 89/1996.

²¹³ Sulautumisvastikkeen osalta hinnanmäärittely tarkentui oleellisesti vuoden 1997 OYL-muutoksen (1997/145) myötä, jossa otettiin huomioon sulautumisdirektiivin voimaansaattaminen. Ks. HE 89/1996 s. 138–139 ja 151.

²¹⁴ *Timonen* 1997 s. 260–261 ja *Timonen* 2001 s. 357.

arvo²¹⁵. *Airaksinen, Jauhiainen, Timonen ja Kaisanlahti* sen sijaan ovat jo pidempään suhtautuneet markkinahinnan lähtökohtaisuuteen myönteisesti²¹⁶. Markkinahinnan suuntaan muuttanutta oikeuskäsitystä kuvastaa myös se, että esimerkiksi vielä vuonna 1994 *Sillanpää* kirjoitti, että pörssikurssia ja julkista ostotarjousta voidaan vähemmistöosakkeiden lunastuksen kannalta pitää ainoastaan suuntaa antavana, sillä erityisesti pörssikurssi voi monista tekijöistä johtuen olla epänormaalin korkea tai alhainen. Vuoden 2002 kirjoituksessaan hän kuitenkin suhtautuu markkinahintaan jo suopeammin.²¹⁷ Tämä kuvastanee yhtäältä oikeusajattelun muutosta markkinahintamyönteisemmäksi ja toisaalta suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kehitystä kohti tehokkaampia markkinoita, joilla hinnan voidaan katsoa määräytyvän aiempaa luotettavammin²¹⁸.

Suomessa tapahtuneeseen kehitykseen lienee vaikuttanut se, että samaan aikaan Ruotsissa vahvistui periaatteellisesti merkittävän Balken-tuomion myötä käsitys markkinahinnan ensisijaisuudesta muihin arvonnäytystapoihin nähden.²¹⁹ *Ramberg* on korostanut Balken-tuomion ilmentävän itse asiassa oletettavasti mukaisen ostotarjoushinnan lähtökohtaisuutta, sillä käytännössä ostotarjous edeltää aina pörssiyhtiön lunastusta ja ilmentää näin ollen markkinahintaa.²²⁰ Tuomiossa yhtiön osakkeen arvoksi vahvistettiin substanssiarvoa alhaisempi markkinahinta, mikä on oikeuskirjallisuudessa esitetyn kannan mukaisesti ollut omiaan korostamaan markkinahinnan keskeisyyttä hinnanmäärityksessä.²²¹ Balken-ratkaisun on näin ollen katsottu myös merkitsevän siirtymistä yhtiön arvon laskemisesta osakkeen arvon määrittämiseen vähemmistöosakkeen lunastushinnan perustana²²². Nyttemmin tuomion mukainen linja on kirjoitettu Ruotsin uuteen ABL:iin²²³.

²¹⁵ Koski – af Schultén 2000 s. 486 ja 526 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 207.

²¹⁶ Kaisanlahti 1995 s. 166–198, Timonen 1997 s. 266–270 ja Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 535–536.

²¹⁷ Vrt. keskenään Sillanpää 1994 s. 292 ja Sillanpää, NTS 2002 s. 41.

²¹⁸ OYL-uudistus, OM 2000 s. 9–12.

²¹⁹ Ks. NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44).

²²⁰ Ramberg, Göran 2003 s. 72. Näin myös Ramberg – Ramberg, JT 1996–97 s. 235. Timonen on väitöskirjassaan vahvasti puoltanut Balken-tuomion mukaisen markkinahintaa korostavan hinnanmääritysperiaatteen sekä ostotarjousta koskevan oletettavasti mukaisen omaksumista suomalaisessa välimieskäytännössä, ks. Timonen 1997 s. 268. Myös Kaisanlahti on jo vuonna 1995 ehdottanut oletettavasti mukaisen ottamista lakiin, ks. Kaisanlahti 1995 s. 218. Ks. myös Kaisanlahti 1999 s. 77–79 ja Kaisanlahti, OM 2002 s. 18.

²²¹ Ks. tarkemmin Balken-tuomion jälkeisestä markkinahinnan ja vaihtoehtoisten arvonnäytystapojen välisestä debatista Ruosissa esim. Jennergren, JT 1996–97 s. 82 ja Kågerman, JT 1996–97 s. 119–121.

²²² Timonen 1997 s. 267 ja af Sandeberg, JT 2004–05 s. 292.

²²³ ABL 22:2.2. Ks. myös Svensson – Danelius 2005 s. 192 ja Andersson – Johansson – Skog 2006 s. 22:8–9.

Ruotsalaisten tuomioiden luomia periaatteita on siteerattu jopa suomalaisissa välitystuomioissa²²⁴.

Oikeuskirjallisuudessamme markkinahintaa on ehkäpä voimakkaimmin puoltanut *Kaisanlahti*, jonka mukaan markkinahinta on paras käytettävissä oleva perusta arvonmääritykselle. Markkinahinnasta poikkeaminen edellyttää aina erityistä syytä, kuten näyttöä siitä, että kurssitasoa on manipuloitu AML:n vastaisesti²²⁵. Markkinahinnan on katsottu olevan objektiivinen ja neutraali kaikkien markkinaosapuolten odotukset ja arvostukset huomioon ottava käyvän arvon mittari²²⁶. Markkinahintaan tiivistyy julkistetut tiedot arvopaperista, sen liikkeellelaskijasta ja taloudellisesta toimintaympäristöstä. Osakkeen arvostusta ei sen vuoksi voida perustaa yksittäisten osakkaiden markkina-arvosta poikkeaviin käsityksiin tai odotuksiin.²²⁷ Kaisanlahden mukaan voidaan katsoa, että pörssi kaupankäynnin edellytysten valvojana huolehtii asianomaisen osakkeen riittävästä likviditeetistä. AML 3:10.1:n mukaan pörssi voi ottaa listalleen ainoastaan sellaisen osakkeen, johon kohdistuu riittävästi kysyntää ja jonka hinnanmuodostuksen voidaan arvioida olevan luotettavaa. Jos edellytykset eivät täyty, pörssi voi poistaa osakkeen listalta. Lisäksi pidentämällä tarkastelu-aikaväliä esimerkiksi päivittäisen likviditeetin tarkastelusta pidemmälle aikavälille voidaan eliminoida poikkeuksellisten seikkojen vaikutus lunastushintaan.²²⁸ Markkinahintaa on viimeaikaisessa oikeuskirjallisuudessa pidetty hyvänä *lähtökohtana* vähemmistöosakkeen arvonmääritykselle korostaen kuitenkin, että sen luotettavuudesta on aina kussakin yksittäistapauksessa varmistuttava²²⁹.

²²⁴ Ks. Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 21.

²²⁵ Kaisanlahti 1999 s. 80–81. Timonen kuitenkin suhtautuu Kaisanlahden ehdottomuuteen varovaisemmin, ks. Timonen 2001 s. 358.

²²⁶ Sanitec Oyj:n lunastustuomiossa on kuitenkin huomautettu, että markkinahinta on siinä ja vain siinä merkityksessä ”oikea” hinta, että se suhteuttaa erilaiset käsitykset yhteiseksi, kulloistenkin osto- ja myyntinoteerausten yhteisvaikutuksena muodostuvaksi hinnaksi, ks. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002 s. 41.

²²⁷ Kaisanlahti 1995 s. 187 ja 2002 s. 14. Vastaavia argumentteja on hyödynnetty myös viimeaikaisissa välitystuomioissa, ks. esim. Eimo Oyj, välistystuomio 20.4.2004 s. 82. Näin myös Ylä-Mononen ja Sistonon, haastattelu 29.11.2006.

²²⁸ Kaisanlahti, TT 2003 s. 42–43.

²²⁹ Ks. esim. Silaskivi, DL 2004 s. 1058 ja Timonen 2001 s. 368–369. Samansuuntaisesti Välinen, haastattelu 14.12.2006.

3.2.2.2 Markkinahinnan luotettavuus ja markkinoiden tehokkuusongelmat

Markkinahinnan lähtökohtaisuuteen on kuitenkin suhtauduttu myös kriittisesti, ja sen luotettavuuden on katsottu useista tekijöistä johtuen voivan horjua. Asennoitumista kuvaa osuvasti *Saarion* kommentti, jonka mukaan ainoa ”mutu-tietoa” sisältävä tekijä listalla on yhtiön markkina-asema²³⁰. Pörssikurssille ja julkiselle ostotarjoukselle on katsottu voitavan antaa vähemmistöosakkaiden lunastuksen yhteydessä ainoastaan suuntaa antava merkitys²³¹. Koska osakkeiden vaihto suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla on vähäistä, yksittäinen arvopaperi menettää likvidiytensä helposti. Näin ollen lunastajan mahdollisuudet vaikuttaa markkinahintaan ovat varsin hyvät, eikä myöskään vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisuuksia vaikuttaa kurssiin voi sulkea pois.²³² Lisäksi kurssin äkilliset heilahtelut, olosuhteiden muutokset ja omistusrakenteeseen liittyvät tekijät ovat omiaan vaikuttamaan markkinahinnan pohjalta määritettävään käypään hintaan²³³. Niin ikään informaation epätäydellisyys ja sen epätasainen jakautuminen johdon ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä vaikuttaa siihen, ettei osakkeen kurssi välttämättä kuvaa sen todellista arvoa²³⁴. On myös esitetty kritiikkiä siitä, missä määrin markkinahinta todellisuudessa heijastaa tulevaisuuden odotuksia²³⁵. Käsitystä, jonka mukaan markkinahinta vastaisi osakkeen käypää hintaa vastaavaa täyttä korvausta, on pidetty harhaanjohtajavana²³⁶.

Markkinahinnan luotettavuus osakkeen käyvän arvon indikaattorina liittyy oleellisesti markkinoiden kehittyneisyyteen. Markkinoita arvioidaan yleensä niiden informatiivisen tehokkuuden mukaan²³⁷. Keskeinen kysymys on, missä määrin markkinahinnat heijastavat arvopapereiden arvoon vaikuttavan informaation. Markkinoiden informatiivinen tehokkuus voidaan luokitella heikoksi, puolivahvaksi ja vahvaksi. Tehokkailla markkinoilla kaikki

²³⁰ Saario, Meklari 2006 s. 14.

²³¹ Sillanpää 1994 s. 292.

²³² Timonen 1997 s. 269.

²³³ Erilaisista poikkeuksellisista tekijöistä esim. Immonen 2006 s. 172–173, af Schultén 2004 s. 523 ja Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 536.

²³⁴ Palepu – Healy – Bernard 2004 s. 1–2.

²³⁵ Wolfram, haastattelu 13.12.2006. Myös osakkeiden kysyntään nähden liika tarjonta voi jättää kurssit alhaiselle tasolle. Tällöin hinta voi olla alle kirjanpidollisen substanssiarvon. Vähemmistön omistuksen arvon säilyminen tulisi kuitenkin aina turvata.

²³⁶ Hager 2003 s. 83.

²³⁷ Kaisanlahti, OM 2002 s. 14.

yrityksestä saatavissa oleva hinnanmuodostuksen kannalta relevantti informaatio heijastuu välittömästi pörssikurssissa.²³⁸ *Leppiniemi* tuo esiin, että Suomen arvopaperimarkkinoista saatujen uusimpien tutkimustulosten valossa edes heikot tehokkuuden ehdot eivät täyty. Tämä tarkoittaa siis, että pörssikurssit eivät heijasta kaikkea yrityksestä julkaistua tietoa ja sitä, mitä yrityksestä, sen osakkeesta ja markkinoiden kehityksestä tiedetään. Näin ollen markkinoilla voi esiintyä epäloogisuuksia ja hinnoitteluvirheitä.²³⁹ Markkinoidemme tehokkuus on myös kyseenalaistettu useammassa yhteydessä sekä oikeuskäytännössä että -kirjallisuudessa²⁴⁰ ²⁴¹. Yllä esitetyt, markkinahinnan lähtökohtaisen aseman kyseenalaistavat tekijät osoittavat, että markkinahinnan asemaan vahvana presumtiona tulee suhtautua tietyllä varauksella. Tämä korostaa tarvetta arvioida poikkeamisen tärkeyttä kussakin tilanteessa.

3.2.2.3 Vaihtoehtoiset arvonmäärittystavat (tuottoarvo ja substanssiarvo)

Yhtä lailla kuin markkinahinta on kirjoitettu OYL:n perusteluihin, esitöissä myös nimenomaisesti todetaan, että vaikka markkinahintaa onkin pidettävä lähtökohtana, *toisaalta myös muilla arvonmäärittämis menetelmillä voi olla merkitystä käyvän hinnan määrittelyssä*. Esitöissä on viitattu esimerkinomaisesti muina arvonmäärittäystapoina osakkeen *tuotto- ja substanssiarvoon*, joita onkin välimieskäytännössä tyypillisimmin käytetty vaihtoehtoisina arvonmäärittäystapoina.²⁴² OYL:n sanamuoto ei kuitenkaan aseta välimiehille esteitä soveltaa kaikkia muitakin yleisesti hyväksytyjä arvonmäärittämis menetelmiä ja valita niistä kulloiseenkin

²³⁸ Tätä kutsutaan niin sanotuksi *ECMH (Efficient Capital Market Hypothesis) -teoriaksi*, ks. lisää Brealey – Myers – Marcus 2004 s. 165.

²³⁹ *Leppiniemi* 1999 s. 19 ja 81. Tehottomilla markkinoilla voi näin ollen esiintyä yli- ja alihinnoittelua. Ks. vastaavasti af Sandeberg, JT 2004–05 s. 294–295.

²⁴⁰ Ks. esim. Timonen 1997 s. 269. Näin myös Välinen, haastattelu 14.12.2006. Ks. myös Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004, jossa todetaan, etteivät Helsingin Pörssin osakemarkkinat ole yhtenäisesti tehokkaat.

²⁴¹ Myös kansainvälisessä keskustelussa markkinoiden tehokkuus ja pörssikurssin sopivuus vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittäjänä on ajoittain kyseenalaistettu. Esimerkiksi Bebchuk ja Kahan ovat kyseenalaistaneet pörssikurssin sopivuuden käyvän arvon mittariksi kun taas Mahoney on vasta-argumentoinut sen olevan perusteltu lähtökohta, Bebchuk – Kahan 2000 s. 250 ja Mahoney 2000 s. 259–260. Kaisanlahti on vertaillut ansioituneesti eri näkökulmia, ks. lisää Kaisanlahti, OM 2002 s. 14–18. On kuitenkin oleellista huomioida, että tehokkuutta tulee lähtökohtaisesti tarkastella nimenomaan Suomen arvopaperimarkkinoiden kannalta.

²⁴² HE 109/2005 s. 173. Osakkeen arvo on voitu määrittää pelkästään tuotto- tai substanssiarvon perusteella tai käyttäen näiden yhdistelmiä. Niitä on myös voitu hyödyntää tukevana laskutapoina markkinahinnan rinnalla. Usein välimieskäytännössä on myös päädytty ratkaisuihin, joiden mukaan käypä hinta on määritelty jonkin eri arvonmäärittäystavoilla saatujen arvojen välimaastoon.

tilanteeseen parhaiten sopiva vaihtoehto²⁴³. Myös esimerkiksi vertailuryhmiin perustuvaa hinnoittelua²⁴⁴, yrityksen arvoa kuvaavia yksittäisiä tunnuslukuja ja kohdeyhtiön osien erillisarvostusta voidaan soveltaa hinnanmäärityksessä²⁴⁵. *Välisen* mukaan eri hinnanmääritysmekanismia yhdistelemällä pystytäänkin varmistamaan osakkeen käyvästä arvosta parhaiten²⁴⁶.

Kuten OYL:n perusteluista käy ilmi, markkinahinta on aiempaan oikeuskäytäntöön viitaten asetettu arvonmäärityksen lähtökohdaksi, mikäli se on muodostunut luotettavasti. Suhtaudun kuitenkin varauksella *Mähösen ja Villan* argumenttiin, jonka mukaan tuotto- ja substanssiarvolle voidaan antaa merkitystä vasta markkinahinnan kokonaan puuttuessa²⁴⁷. Mielestäni muille arvonmääritystavoille tulisi *Silaskiven* esittämän mukaisesti antaa merkitystä jo silloin, jos voidaan esittää epäilyksiä markkinahinnan luotettavuudesta²⁴⁸. Käsittelen tässä yhteydessä tarkemmin tuotto- ja substanssiarvoja, sillä niihin on nimenomaisesti viitattu OYL:n esitöissä. Kuten sanottu, ne ovat myös tyypillisimmin tulleet sovellettavaksi vaihtoehtoisina sekä vertailevina arvonmääritysmenetelminä. Seuraavassa luvussa tarkastelen tuotto- ja substanssiarvon keskinäistä suhdetta sekä markkinahinnan suhdetta näihin vaihtoehtoisiiin arvonmääritystapoihin.

Substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen varojen ja velkojen erotusta. Yrityksen substanssiarvo kuvaa sitä rahamäärää, joka jäisi jäljelle, jos yritys lopetettaisiin, velat maksettaisiin pois ja varat jaettaisiin. Substanssiarvoa kutsutaankin osuvasti yrityksen likvidaatio- eli

²⁴³ Ks. esim. Silaskivi, DL 2004 s. 1059 ja 1062 ja Oy Radiolinja Ab, välitystuomio 29.5.2001 s. 100. Ajattelutapa on yhdenmukainen erityisesti Yhdysvaltojen Delawaressa omaksutun käytännön kanssa, jossa on merkittävänä periaattina toimivan Weinberger -tapauksen (Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, Delaware Supreme Court 1983) johdosta nimenomaisesti noudatettu periaatetta, jonka mukaan kaikki liikeloudessa yleisestikin hyödynnettävissä olevat arvostustavat ovat sallittuja osakkeen käyvän hinnan määrittämisessä, ks. Subramanian, Yale L.J. 2005 s. 8.

²⁴⁴ Wolfram pitää vertailuryhmiin perustuvaa hinnoittelua erityisen hyvänä keinona varmistaa, etteivät sijoittajat menetä pääomiaan pakkolunastuksessa, Wolfram, haastattelu 13.12.2006. Sijoittaja pystyy näin ollen sijoittamaan pääomansa tappiotta johonkin muuhun vastaavan toimialan yritykseen lunastusmenettelyn päätyttyä.

²⁴⁵ Silaskivi, DL 2004 s. 1059. Ks. lisää eri arvonmääritysmenetelmistä esim. Kallunki – Niemelä 2004 s. 65 ss. ja Leppiniemi 1999 s. 21 ss.

²⁴⁶ Yhdistelemällä kassavirta-analyysiä, vertailuryhmän tunnuslukuja, kasvuprosentteja sekä tapauskohtaisia erityistekijöitä saadaan arvoväli, jota voidaan suhteuttaa pörssikurssiin ja löytää näin selkeät indikaatiot siitä, vastaako pörssikurssi käypää hintaa. Välinen, haastattelu 14.12.2006.

²⁴⁷ Mähönen – Villa 2006b s. 533.

²⁴⁸ Silaskivi, DL 2004 s. 1059. Näin myös Spar Oyj, välitystuomio 28.6.2006 s. 35 ja Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003 s. 44.

”teurasarvoksi”.²⁴⁹ Yrityksen *tuottoarvon* perusajatuksena on tulevien tuottojen diskonttaaminen laskenta-ajankohtaan. Vastaiset tuotot voivat perustua joko kassavirtaperusteisiin (*DCF eli Discounted Cash Flow* -menetelmä) tai tulokseen perustuviin laskelmiin.²⁵⁰ Substanssiarvon soveltuvuutta vähemmistöosakkeen arvonmääritykseen on kritisoitu, sillä menetelmään liittyy epävarmuus yhtiön tilinpäätöksen eli tasesubstanssin mukaisten vara- ja velkaerien luotettavuudesta. Substanssiarvon luotettava selvittäminen edellyttäisi näiden erien markkina-arvon selvittämistä.²⁵¹ Myös tuottoarvoon liittyy useita epävarmuutta lisääviä tekijöitä, yhtenä suurimmista epävarmuus tulevaisuuden liiketoiminnan arvioimisesta. Tuottoarvon laskennassa käytettävien teknisten laskentakertoimien, kuten beta-kertoimen, määrittäminen voi olla tulkinnanvaraista.²⁵² Nämä seikat puoltavat osaltaan markkinahinnan soveltuvuutta, sillä sen voidaan katsoa sisältävän informaation niin tulevaisuuden tuotoista kuin yhtiön tasesubstanssin alittavasta käyvästä arvosta.²⁵³

3.2.2.4 Markkinahinnan ja vaihtoehtoisten arvonmääritystapojen keskinäinen suhde

VOYL:n alkuperäisissä esitöissä painotettiin substanssiarvon eli yhtiön matemaattisen arvon merkitystä suhteessa muihin arvonmääritystapoihin²⁵⁴. Substanssi- ja tuottoarvon keskinäisessä suhteessa substanssiarvolle annettiin enemmän painoarvoa. Vuoden 1997 OYL:n osittaisuudistuksessa ei kuitenkaan enää puhuta substanssiarvosta. Sen sijaan perusteluissa painotetaan markkinahinnan ja siihen vaikuttavan tuottoarvon merkitystä.²⁵⁵ Tuottoarvon on viimeaikaisessa välimieskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa korostettu olevan ensisijainen arvonmääritystapa substanssiarvoon nähden²⁵⁶. Sen on katsottu soveltuvan liiketoimintaa jatkavalle yritykselle (*going concern*) ja huomioivan tulevaisuuden odotukset pelkästään yrityksen historialliseen kehitykseen perustuvaa substanssiarvoa paremmin.

²⁴⁹ Ks. mm. Leppiniemi 1999 s. 15, Silaskivi, DL 2004 s. 1059 ja Mähönen – Villa 2006b s. 531.

²⁵⁰ Blomquist 1997 s. 89 ss., Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 207–208 ja Silaskivi, DL 2004 s. 1060.

²⁵¹ Mähönen – Villa 2006b s. 532.

²⁵² Blomquist 1997 s. 89 ss., Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 207–208 ja Silaskivi, DL 2004 s. 1060.

²⁵³ Mähönen – Villa 2006b s. 532.

²⁵⁴ HE 27/1977 s. 105.

²⁵⁵ HE 89/1996 s. 151, joka tosin koskee fuusiotilanteita, mutta sen on katsottu soveltuvan myös vähemmistöosakkeen hinnanmääritykseen.

²⁵⁶ Ks. Mähönen – Villa 2006b s. 532–533, Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 24–25 ja Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 64.

Tuottoarvon onkin katsottu soveltuvan toimivan yrityksen, substanssiarvon purettavan yrityksen arvonmäärittämiseen.²⁵⁷ Substanssiarvon on katsottu soveltuvan hyvin niin ikään kiinteistöosakeyhtiöiden arvon määrittämiseen, sillä niiden arvo muodostuu kiinteästä omaisuudesta, jonka markkina-arvo pystytään määrittämään suhteellisen luotettavasti²⁵⁸.

Välimieskäytännössä on myös esitetty substanssi- ja tuottoarvon perusteella saatujen arvojen keskinäisen suhteen olevan teoriassa sellainen, että käypä arvo määräytyy niistä korkeamman mukaan. Kantaan on kuitenkin suhtauduttu kriittisesti ja huomauttaen, että siitä on useita poikkeuksia.²⁵⁹ Markkinahinnan ja teoreettisten arvonmäärittäytapojen keskinäisessä suhteessa lainsäätäjän voidaan todeta katsovan, että lunastusvastike ei saa alittaa pörssikurssitasoa, vaikka tuotto- tai substanssiarvo olisi tätä pienempi²⁶⁰. Tämä on perusteltua myös säännöksen vähemmistönsuojaluonteen pohjalta, sillä poikkeaminen markkinahinnasta alaspäin asettaisi lunastuksen kautta osakkeensa myyvät osakkaat vapaille markkinoilla kauppvoja tekeviä osakkaita huonompaan asemaan.

Substanssiarvon on usein esitetty muodostavan osakkeen *minimiarvon* suhteessa muihin arvonmäärittäytapoihin²⁶¹. Vaikka vähemmistöosakkaalla ei olekaan mahdollisuutta saada yhtiötä puretuksi eikä näin ollen oikeutta yhtiön residuaaliin, pakkolunastuksen voidaan katsoa vastaavan vähemmistöosakkeenomistajan kannalta tosiasiallisesti yrityksen purkamista. Vähemmistöosakkaalla ei enää lunastusrajan ylittymisen jälkeen ole mahdollisuutta vaikuttaa yhtiön liiketoiminnallisiin päätöksiin ja hänen osakkeensa lunastetaan.²⁶² *Osakesäästäjien keskusliitto* on esittänyt uuden OYL:n valmisteluvaiheessa antamassaan lausunnossa, että lakiin tulisi ottaa säännös substanssiarvon vähimmäishinnan periaatteesta. Perusteluna se esittää, että substanssiarvoa pidetään liiketaloustieteessä yleisesti yrityksen minimiarvona. Sen

²⁵⁷ Mähönen – Villa 2006b s. 529–533.

²⁵⁸ Laitasalo, KKK:n välimiespäivä 28.11.2006 ja Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004.

²⁵⁹ Hämeenkylässä kauppa Oy, välitystuomio 21.12.1998 s. 9, Mähönen – Villa 2006b s. 532 ja Silaskivi, DL 2004 s. 1061. Hager on perustellut korkeimman arvon valitsemisen olevan oikeutettua, mikäli vähemmistöosakkeen lunastuksella ymmärretään olevan vahingonkorvausoikeudellisia piirteitä. Näin ”vahingonkorvaus” kattaisi parhaiten kärsityn vahingon, ks. Hager 2003 s. 82.

²⁶⁰ HE 318/1992 s. 16, KM 1990:44 s. 41 ja Kaisanlahti 1995 s. 189.

²⁶¹ Leppiniemi 1999 s. 15 ja Timonen 2001 s. 370. Ks. esim. Keskinäinen Kiinteistö Oy Tervakosken Suruttomat, välitystuomio 5.4.2004 s. 56, jossa tuottoarvolle on annettu määräävä asema, mutta substanssiarvo on asetettu minimihinnaksi ja näitä hintoja on verrattu markkinahintaan.

²⁶² Timonen 2001 s. 370. Yhtiöoikeudellisen vähemmistönsuojan kannalta on perusteltua myös vaatia, että tuottoarvon ollessa substanssiarvoa alhaisempi, se ei saa koitua vähemmistöosakkaan vahingoksi.

mukaan osakkeiden kautta omistettua varallisuutta ei tule miltään osin antaa vastikkeettomasti pakkolunastajalle, eikä osakkeiden kautta omistettua varallisuutta tulisi näin ollen määrätä tätä vähimmäishintaa pienemmäksi.²⁶³ Myös *af Schultén* on korostanut, ettei osakkeen lunastushintaa saisi juurikaan määrätä substanssiarvon alittavan markkinahinnan mukaisesti²⁶⁴.

Toisaalta tuoreimmassa oikeuskirjallisuudessa ja -käytännössä on tuotu esiin, että markkinahinta voi alittaa substanssiarvon²⁶⁵. Sijoittajien on katsottu voivan arvostaa yhtiön osakkeet alle niiden substanssiarvon esimerkiksi silloin, jos heillä ei ole luottamusta yhtiön kykyyn tuottaa lisäarvoa sijoitetulle pääomalle²⁶⁶. Plandent Oyj:n välitystuomiossa on viitattu Ruotsin Balken-tuomioon, jossa on korostettu markkinahinnan ensisijaisuutta ja määrätty lunastushinta substanssiarvoa alhaisemmaksi²⁶⁷. Tuomiossa korostetaan, ettei vähemmistöosakkeenomistajalla ole oikeutta yhtiön purkamisen mukaiseen residuaalisubstanssiin, eivätkä he näin ollen voi vaatia osakeomistustaan vastaavaa osuutta yhtiön varallisuudesta. Mikäli yhtiön osakkeille on osakekauppojen perusteella lähimenneisyydessä muodostunut luotettavaksi katsottava markkinahinta, vahvistetaan se osakkeen käyväksi hinnaksi.²⁶⁸ Vaikka tuottoarvoa ja markkinahintaa pidetäänkin nykyään substanssiarvoa merkittävämpinä arvonmäärittäytapoina, Plandent Oyj:n tuomiossa kuitenkin korostetaan, että substanssiarvoa tulisi pitää sellaisena *varmistuspisteenä*, jonka alittaminen edellyttää hyvin poikkeuksellisia olosuhteita²⁶⁹. Mielestäni substanssiarvon soveltaminen vähintäänkin tällaisen varmistuspisteen merkityksessä on perusteltua, sillä kuten edellä on esitetty, markkinahinta ei aina osoita osakkeen käypää hintaa luotettavasti, pakkolunastuksen voidaan katsoa vastaavan vähemmistöosakkeenomistajan kannalta tosiasiaalisesti yrityksen

²⁶³ OSKL:n lausunto, OM 2003. Vastaavasti Neuvonen, haastattelu 21.12.2006.

²⁶⁴ *Af Schultén* 2004 s. 524.

²⁶⁵ Mähönen – Villa 2006b s. 531–532 ja Immonen 2002 s. 487

²⁶⁶ Silaskivi, DL 2004 s. 1060.

²⁶⁷ NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44). Periaatteen on katsottu soveltuvan Suomessakin, ks. Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 535.

²⁶⁸ Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 21–22. Ks. myös Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 53. Tuoreessa välimieskäytännössä on myös katsottu, ettei pörssiosakkeen käypä arvo välttämättä ole yhteydessä sen substanssi- tai tuottoarvoon, eikä se välttämättä seuraa niiden kehitystä, vaikka markkinoilla ei olisi häiriötekijöitä, ks. esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 35 ja Saunalahti Oyj, välitystuomio 26.5.2006 s. 39.

²⁶⁹ Ks. samansuuntaisesti myös Silaskivi, DL 2004 s. 1059–1060 ja Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004 s. 203.

purkamista ja substanssiarvo mielletään liiketaloustieteessäkin yleisesti yrityksen minimiarvoksi.

Tyypillisimmin enemmistöosakkeenomistaja vetoaa markkinahintaan, kun taas vähemmistöosakkeenomistaja yrittää muilla arvonmäärittäytavoilla osoittaa, ettei markkinahinta kuvaa osakkeen käypää arvoa²⁷⁰. Mikäli osakeomistukseen liittyy markkinahintaan heijastumatonta todellista yliarvoa, tarkoittaisi sen jakaminen pelkästään enemmistölle taloudellista menetystä vähemmistölle²⁷¹. Jos markkinahinnan luotettavuutta on syytä epäillä, markkinahintaa korkeampi substanssi- ja tuottoarvo voidaankin ottaa erityisestä syystä huomioon²⁷². Kiinnittäen huomiota tutkimuksessa esitettyihin lukuisiin tekijöihin, jotka voivat olla omiaan kyseenalaistamaan markkinahinnan luotettavuuden, pidän yleisesti ottaen perusteltuna, että vaihtoehtoisille arvonmäärittäytavoille annetaan painoarvoa ja hinnanmääräytymisen luotettavuus varmistetaan teoreettisten arvonmäärittäytmenetelmien avulla. Tulee muistaa, ettei laissa ole haluttu nimenomaisesti lukita käyvän hinnan määritystapaa²⁷³.

3.2.3 Lunastushinnalle maksettava korko

Lunastushinnan voidaan kokonaisuudessaan katsoa koostuvan osakkeesta maksettavasta hinnasta ja sille maksettavasta korosta. Uuden OYL 18:7.1:n mukaan korko määräytyy välimiesmenettelyn vireilletulon jälkeiseltä ajalta korkolain 12 §:ssä tarkoitetun kulloinkin voimassa olevan viitekoron mukaisesti. Suomen Pankin vahvistama viitekorko on 4 prosenttia²⁷⁴. Näin ollen korko vastaa riskittömän sijoituksen tuottoa. VOYL 19:21:n mukaan lunastushinnalle tuli maksaa *käypä korko* välimiesmenettelyn aloittamista koskevan vaatimuksen tiedoksiantamisen ja lunastushinnan vahvistamisen väliseltä ajalta. Säännös on

²⁷⁰ Timonen 2001 s. 354–355 ja Hager 2003 s. 79.

²⁷¹ Hager 2003 s. 81.

²⁷² Immonen 2006 s. 173. Ks. myös aiemman oikeuskäytännön osalta Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003 s. 44–45, jossa nimenomaisesti todetaan, että markkinahintaan pohjautuvaa arvoa on korotettava, mikäli osakkeen tuotto- tai substanssiarvo johtaisi korkeampaan lunastushintaan. Markkinahintaa korkeampi substanssiarvo on myös mainittu AML:n aiemmissa perusteluissa ostotarjoushinnan määrittäytmisessä vaikuttavaksi erityiseksi syyksi, ks. HE 318/1992 s. 267.

²⁷³ Kotiranta, haastattelu 7.12.2006.

²⁷⁴ Suomen pankin ajalle 1.1.–30.6.2007 vahvistama viitekorko.

ollut omiaan lisäämään erimielisyyttä välimiesmenettelyssä. Viimeaikaisen välimieskäytännön mukaan lunastushinnalle maksettavan käyvän koron suuruus on vakiintunut 5 ja 6 prosentin välille²⁷⁵.

Koronmääräytymisen sitominen viitekorkoon on parantanut hinnanmäärityksen ennustettavuutta ja vähentäneet prosessikustannuksia. Koron pienentyminen on merkittävä etu lunastajalle, sillä korkokulut ovat voineet muodostua huomattaviksi. Koron madaltumisen voidaan myös katsoa vähentävän pelkästään koronhankkimistarkoituksessa lunastusmenettelyihin pyrkivien sijoittajien insentiiviä²⁷⁶. Sen sijaan uuden OYL:n mukainen alhaisempi korko takaa vähemmistöosakkeenomistajalle huonomman tuoton kuin kohdeyhtiössä mahdollisesti maksettu korkeampi osinko. Koska vähemmistöosakkaan varat on sidottu lunastusmenettelyn ajan yhtiöön, on tämä ”pakotettu” osinkoa pienempään tuottoon, eikä myöskään pysty sijoittamaan varojaan lunastusmenettelyn aikana muualle.²⁷⁷ Näin ollen lakiuudistus on tässä suhteessa tosiasiaassa heikentänyt vähemmistöosakkeenomistajan asemaa.

Merkittävänä uutena ongelmana lunastussääntelyssä on myös huomattava, että koron määräytyminen voi alkaa vähemmistöosakkeenomistajien kesken eri ajankohtina johtuen lunastusmenettelyn mahdollisista eriävistä vireilletuloajankohdista. Välimiesmenettely voi tulla vireille kahdella tapaa. Yhtäältä menettely voidaan OYL 18:4.2:n mukaisesti saattaa vireille lunastamista vaativan osapuolen antaessa vastapuolelle tiedoksi Keskuskauppakamarin lunastuslautakunnalle osoittamansa hakemuksen²⁷⁸. Toisaalta uskottu mies voi ottaa vastaan hakemusta koskevan tiedoksiannon vähemmistöosakkeenomistajien puolesta. Tällöinkin ilmoitus hakemuksen sisällöstä ja uskotun miehen henkilötiedoista on lähetettävä tiedoksi kaikille niille osakkeenomistajille, joiden yhteystiedot lunastusasian hakijalla on. Ilmoitus on lisäksi julkaistava virallisessa lehdessä, mikä OYL 18:5.2:n perusteella vaihtoehtoisesti aktualisoi vireilletulon. Näin ollen lunastusta hakeva osapuoli voi ensin yrittää tavoitella

²⁷⁵ Ks. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 36, jossa koroksi vahvistettiin 6 prosenttia ja Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 26, jossa korko oli 5 prosenttia.

²⁷⁶ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

²⁷⁷ Wolfram, haastattelu 13.12.2006.

²⁷⁸ Hakemuksen saatuaan lunastuslautakunnan on haettava tuomioistuimelta uskotun miehen määräämistä valvomaan vähemmistöosakkeenomistajien etua välimiesmenettelyssä, jollei se ole OYL 18:5.1:n mukaisesti kaikkien asianosaisten ilmoituksesta tarpeetonta.

osakkeenomistajia itsenäisesti, ja jollei tämä tavoita kaikkia osakkeenomistajia, antaa ilmoituksen uskotulle miehelle, joka julkaisee sen virallisessa lehdessä. Tästä seuraa, että voi syntyä eriäviä vireilletulohetkiä, joiden ajallinen väli voi olla hakemuksen ja uskotun miehen määräämisen välinen parikin kuukautta.²⁷⁹ *Huhtala* esittääkin toivomuksen, että välimiehet päätyisivät tulevaisuudessa ratkaisemaan ongelman määräämällä yhden yhtenevän vireilletulohetken^{280 281}.

3.3 OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännökset käyvän hinnan määräytymisen lähtökohtina

Pörssiyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyä edeltää varsin usein julkinen ostotarjous²⁸². Näin ollen määriteltäessä pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushintaa lähtökohtana ovat uutena lakiin otetut OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännökset. Niiden mukaan ostotarjouksessa tarjottua AML:n perusteella määräytynyttä hintaa on pidettävä OYL:n mukaisena käypänä hintana, jollei muuhun ole erityistä syytä. Tässä luvussa analysoidaan tarkemmin olettamasäännöksiä pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen hinnanmääräytymisen pääsääntöinä. Ensiksi tarkastellaan AML:n ja OYL:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistämisen perusteluja. Huomiota kiinnitetään myös yhtenäistämisen osalleen saamaan kritiikkiin ja sen ongelmakohtiin. Tämän jälkeen tutkitaan, miten käypä hinta määritellään olettamasääntöjen pohjalta ja mihin OYL:n mukaisena käypänä hintana pidettävän AML:n mukaisen hinnan määräytyminen pohjautuu.

Vastaavia olettamasäännöksiä ei ollut VOYL:ssa, jossa toisiaan saattoi seurata jopa kolme lähtökohdiltaan poikkeavaa peräkkäistä hinnanmääritystapaa AML:n mukaisen vapaaehtoisen ja pakollisen ostotarjouksen sekä OYL:n mukaisen hinnanmäärityksen muodossa. Olettamasäännökset kirjoitettiin uuteen OYL:in ostotarjousdirektiivin implementoinnin myötä.

²⁷⁹ Laitasalo, KKK:n välimiespäivä 28.11.2006.

²⁸⁰ Huhtala, haastattelu 5.12.2006.

²⁸¹ Vastaava ongelma eriävistä vireilletuloajankohdista liittyy myös varsinaiseen hinnanmääritykseen, jos se tehdään lunastusmenettelyn vireilletulohetken kurssinoteerauksen nojalla. Yleensä parin kuukauden ajan yrityksen elinkaareissa ei katsota vaikuttavan hinnan määräytymiseen, mutta jos välissä on tapahtunut esimerkiksi yrityskauppa, voi sillä olla huomattava vaikutus osakkeen hintaa määriteltäessä, ks. Laitasalo, KKK:n välimiespäivä 28.11.2006.

²⁸² Ramberg 2003 s. 72.

AML:n ja OYL:n mukaisten lunastushintojen yhtenäistämismahdollisuutta tutkittiin myös kansallisesti uuden lain valmistelun yhteydessä²⁸³. OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistämistä on ehdotettu oikeuskirjallisuudessa aiemminkin useampaan otteeseen²⁸⁴. Vastaavaa säännöstä ehdotettiin ensikerran otettavaksi jo VOYL:n valmistelun yhteydessä, sillä Ruotsin aiemman ABL:n valmisteluissa²⁸⁵ oli kiinnitetty huomiota ostotarjouksen ja pakkolunastuksen tyypilliseen peräkkäisyyteen ja lunastushinnan yhtenäistämistarpeeseen²⁸⁶. Ostotarjousta koskeva olettamasäännös, *särregeln*, sisällytettiin jo Ruotsin vuoden 1975 ABL:iin²⁸⁷. Vaikka ostotarjoushinnalle on usein annettu oikeuskäytännössä merkitystä lunastushintaa määriteltäessä²⁸⁸, sen soveltaminen ei ole ollut kaavamaisista²⁸⁹. AML:n mukaisen ostotarjouksen hinnalle on voitu antaa painoarvoa OYL:n mukaisessa hinnanmäärittelyssä erityisesti, jos AML:n tarjousvastikkeen hinta on perustunut sitä edeltäneeseen vapaaehtoiseen ostotarjoukseen tai vapailla markkinoilla vallinneeseen hintaan. AML:n mukaiselle hinnanmääritykselle on annettu merkitystä myös, mikäli OYL:n mukainen lunastus on tehty samaan aikaan AML:n mukaisen ostotarjouksen kanssa tai melko pian sen jälkeen ja valtaosa osakkeenomistajista on hyväksynyt AML:n mukaisen lunastushinnan.²⁹⁰

²⁸³ Ks. AML:n ja OYL:n mukaisten lunastushintojen yhtenäistämistarpeen ja -mahdollisuuksien arvioimisesta lainvalmisteluvaiheessa OYL-uudistus, OM 2000 s. 50, 52 ja 128, Timonen – Kaisanlahti, OM 2002 s. 13–17 ja Kaisanlahti, OM 2002 s. 18–23 ja 45–46. Suurin osa lausunnonantajista kannatti normistojen välistä hinnanmäärityksen yhtenäistämistä, ks. OM:n lausuntotiivistelmä 2003:39 s. 73.

²⁸⁴ Sillanpää 1994 s. 310–311, Kaisanlahti 1995 s. 216–218 ja Timonen 1997 s. 268–269.

²⁸⁵ Reg. Prop. 1975:103 s. 532.

²⁸⁶ Sillanpää 1994 s. 292.

²⁸⁷ Uuden lain aikana säännös löytyy ABL 22:2.4:sta.

²⁸⁸ Ks. esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 33 ja 35, Eimo Oyj 2004, välitystuomio 27.2.2004 s. 56 ja Sonera Oyj, välitystuomio 2003 s. 80. Ks. edeltävän lain aikaisesta oikeuskirjallisuudesta esim. af Schultén 2004 s. 523, Nuolimaa 2004 s. 257 ja Sillanpää, NTS 2002 s. 42–43.

²⁸⁹ Esimerkiksi Sanitec Oyj Abp:n vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa tuomiossa todetaan, että AML:n mukainen lunastusvastike ei välimieskäytännön mukaan *sellaisenaan* voi olla OYL:n mukaisen lunastushinnan lähtökohta, ks. Sanitec Oyj Abp, välitystuomio 31.1.2002 s. 40.

²⁹⁰ Esim. Merita Oyj, välitystuomio 19.4.2000 s. 33.

3.3.1 OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistäminen

3.3.1.1 OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännösten perustelut

Olettamasäännön mukaista hintaa voidaan kutsua eurooppalaiseksi lunastushinnaksi, sillä se pohjautuu ostotarjousdirektiivin harmonisoimaan hinnanmääritystapaan. *High Level Group* on ostotarjousdirektiivin valmisteluvaiheessa katsonut pakollisessa ostotarjouksessa maksetun hinnan olevan käypä hinta (*fair price*) edellyttäen, että hinta on määritelty edeltävässä ostotarjouksessa kohtuulliseksi ja tasapuoliseksi (*equitable*)²⁹¹. Olettamasäännösten mukaista hintojen yhtenäistämistä voidaan pitää perusteltuna esimerkiksi prosessuaalisten tehokkuusnäkökohtien, hinnanmuodostuksen ennakoitavuuden sekä osakkeenomistajien yhdenmukaisen kohtelun näkökulmasta²⁹².

Ruotsissa vastaavan olettamasäännöksen tavoitteista ja perusteluista on argumentoitu runsaasti. Ruotsin uusimmassa hallituksen esityksessä katsotaan enemmistön hyväksymän hinnan osoittavan käypää hintaa. Näin ollen ostotarjoushintaa voidaan pitää kohtuullisena ja tarkoituksenmukaisena (*rimlig och lämplig*) lähtökohtana jäljelle jääneiden ja ostotarjouksesta kieltäytyneidenkin osakkeenomistajien kohdalla²⁹³. Ostotarjoushinnan soveltaminen olettamana alentaa myös vähemmistön uskoa hinnan kohoamiseen lunastusmenettelyssä ja lisää näin ollen lunastusmenettelyn selkeyttä, ennustettavuutta ja kustannustehokkuutta²⁹⁴.

Bergström ja Samuelsson pitävät perusteltuna jo vuoden 1975 ABL:n yhteydessä ilmaistua olettamasäännön ajatusta siitä, ettei vähemmistöosakkeenomistajille lähtökohtaisesti makseta korkeampaa hintaa, kuin minkä osakkeenomistajien enemmistö on jo aiemmin hyväksynyt. Ilman lunastussääntelyä ja olettamasäännöstä vähemmistön on katsottu voivan painostaa enemmistöä korkeamman hinnan toivossa.²⁹⁵ Suomalaisessa aiemmassa oikeuskirjallisuudessa

²⁹¹ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65.

²⁹² Ks. Silaskivi, DL 2004, s. 1056, Kaisanlahti, OM 2002 s. 18, Timonen - Kaisanlahti, OM 2002 s. 13–16, Timonen 2001 s. 363 ja Sillanpää 1994 s. 310–311.

²⁹³ Reg. Prop. 2004/05:85 s. 452, SOU 1997:22 s. 283 ja Ramberg, Göran 2003 s. 932.

²⁹⁴ Skog 2006 s. 262 ja Ramberg, Göran 2003 s. 932.

²⁹⁵ Reg. Prop. 1975:103 s. 533 ja Bergström – Samuelsson 2001 s. 183.

ja -käytännössä on myös katsottu olevan epäoikeudenmukaista, jos ostotarjouksen hylännyt saakin paremman hinnan myöhemmässä lunastusmenettelyssä²⁹⁶. Mikäli lunastusmenettelyä edeltää ostotarjous, suuri enemmistö on tällöin suostunut myymään kyseisellä hinnalla osakkeensa, jolloin tätä markkinahintaa tulisi pitää käypänä hintana²⁹⁷.

Ostotarjousvastiketta on pidettävä vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisen alarajana, jonka alle ei tule mennä²⁹⁸. *Kaisanlahti* on jo vuonna 1995 perustellut ostotarjoushinnan asettamista vähimmäishinnaksi sillä, että se turvaa vähemmistöosakkaalle ainakin edeltävää ostotarjousta vastaavan hinnan ja mahdollisuuden harkita ostotarjouksen edullisuutta tarjoukseen nähden jälkikäteen ilman menetyksen uhkaa. Ilman tätä ostotarjoukseen osallistuminen voisi käytännössä olla ”pakottavaa” osakkeenomistajan kannalta, vaikka hän katsoisi tarjotun vastikkeen olevan osakkeen todellista arvoa pienempi. Tämä johtuu siitä, että omistuksen keskittymisen seurauksena vähemmistöosakkeenomistajalla ei välttämättä olisi ostotarjouksen jälkeen mahdollisuutta myydä osakkeitaan edes ostotarjouksen osoittamaan hintaan. Problematiikkaa kutsutaan oikeustaloustieteessä *vangin ongelmaksi*. Oma kysymyksensä sen sijaan on, voidaanko ostotarjousta edeltävää markkinahintaa ja näin ollen ostotarjoushintaa pitää osakkeen ”oikean” arvon kuvaajana.²⁹⁹ *Kaisanlahti* on myös argumentoinut sijoittajien arvioivan ennen investointipäätöstään riskikysymyksiä. Mikäli sijoittajan tulisi kantaa riski markkinahintaa alhaisemmasta pakkolunastushinnasta, hän tuskin olisi halukas investoimaan osakkeisiin, ainakaan tarjottuun hintaan, mikä vaikuttaisi kurssia laskevasti³⁰⁰. Näin ollen olettamasaäntöjen voidaan katsoa toimivan vähemmistöosakkeenomistajien eduksi tilanteissa, joissa uhka ostotarjousta alhaisemmasta lunastushinnasta olisi olemassa.

²⁹⁶ Sillanpää, NTS 2002 s. 42.

²⁹⁷ Ylä-Mononen ja Sistonen, haastattelu 29.11.2006.

²⁹⁸ *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 19. Ks. myös Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003, s. 44–45, jossa ostotarjouksen muotoama markkinahinta muodosti lunastushinnan määrittämisen alarajan.

²⁹⁹ *Kaisanlahti* 1995 s. 166–176.

³⁰⁰ *Kaisanlahti* 1995 s. 193 ja *Kaisanlahti* 1999 s. 127.

3.3.1.2 Yhdenvertaisuusperiaate olettamasaännösten perusteluna

Kuten aiemmin luvussa 2.1.2 on tuotu esiin, osakkeenomistajien taloudelliselle yhdenvertaisuudelle on annettava merkitystä lunastushintaa määritettäessä. Periaate saanee entistä korostuneemman aseman uuden OYL:n myötä, jossa se on kirjoitettu ensi kertaa lain tasolle. OYL:n mukaisen vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämistä ostotarjoushinnan mukaan on perusteltu yhdenvertaisuusperiaatteella. Tässä yhteydessä yhdenvertaisuusperiaate ilmenee käsityksenä siitä, että osakkeenomistajia ei voida asettaa eriarvoiseen asemaan sen perusteella, missä vaiheessa he luopuvat osakkeistaan³⁰¹. AML:n mukaan arvopaperinhaltijoita on kohdeltava sijoitusmarkkinoilla keskenään yhdenvertaisella tavalla, ja tämän vaatimuksen katsotaan olevan johdettavissa myös OYL:sta³⁰². Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti ostotarjoushinta tulisi hyväksyä OYL:n mukaiseksi käyväksi hinnaksi, mikäli valtaosa osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen. Muiden osakkaiden asettaminen heitä parempaan asemaan maksamalla osakkeista myöhemmin korkeampi hinta edellyttäisi erityisiä perusteita.³⁰³ Vastaavasti ostotarjouksen hyväksymättä jättäneiden osakkaiden kohtelu sen hyväksyneistä poiketen, eli maksamalla heille ostotarjousta alhaisempi hinta, edellyttäisi erityisiä perusteita.³⁰⁴ Tämä vahvistaa osaltaan ostotarjouksen hinnan merkitystä käyvän hinnan määrittelyn alarajana. Välimieskäytännössä on esitetty nimenomaan osakkeenomistajien taloudellisesta yhdenvertaisuudesta johtuvan, että mitä suurempi osa osakkeista on hyväksynyt AML:n mukaisen lunastustarjouksen, sitä suurempi merkitys sille voidaan antaa³⁰⁵.

Yhdenvertaisuudesta ei ole kuitenkaan voitu katsoa johdettavan suoraviivaista sääntöä sille, että lunastushinta tulisi aina määrätä ostotarjouksessa vapaaehtoisesti osakkeistaan luopuneiden hyväksymän hinnan perusteella, vaikka nämä edustaisivatkin yli puolta eli enemmistöä tarjouksen kohteena olevista osakkeista. Yhdenvertaisuudelle on voitu antaa merkitystä OYL:n mukaista lunastushintaa määritettäessä vain, jos AML:n ja OYL:n

³⁰¹ Mähönen – Villa 2006b s. 534.

³⁰² Turun arvokiinteistöt Oyj, välitystuomio 2.5.2005 s. 62 ja Sonera Oyj, välitystuomio 23.6.2003 s. 83.

³⁰³ Mähönen – Villa 2006b s. 534 ja Timonen 2001 s. 363.

³⁰⁴ Timonen 2001 s. 363.

³⁰⁵ Ks. esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 33.

mukaisissa lunastusprosesseissa on hankittu merkittävä osuus yhtiön osakekannasta ja hankinnat ovat tapahtuneet julkisessa ostotarjouksessa käytettyyn tai vapailla markkinoilla vallinneeseen hintaan.³⁰⁶ Saunalahti Oyj:n välitystuomiossa on todettu, että yhdenvertaisuusperiaatteesta ei voitaisi johtaa, että sen perusteella eri osakkaita tulisi eri aikoina kohdella yhdenvertaisesti. Välimiesoikeus on katsonut yhdenvertaisuusperiaatteen vallitsevan kohdeyhtiön ja sen osakkaiden välisessä suhteessa, mutta ei välttämättä enemmistöosakkaan ja muiden osakkaiden välisessä suhteessa. Yhdenvertaisuusperiaatteen ei myöskään välimiesoikeuden kannan mukaan voida katsoa tuovan lunastajalle tässä suhteessa oikeuksia ja muille osakkaille velvoitteita.³⁰⁷ Kanta kyseenalaistaa voimassa olevan olettamasäännöksen ja kiinnittää huomion poikkeamismahdollisuuksien keskeisyyteen. Yhtäältä siis yhdenvertaisuudella on perusteltu AML:n ja OYL:n mukaisen hinnan suhdetta, mikäli ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä ei ole kulunut liikaa aikaa ja riittävän merkittävä määrä osakkeenomistajia on hyväksynyt ostotarjouksen. Toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteen ei ole katsottu voivan edellyttää suoraviivaisesti, että OYL:n mukainen lunastushinta tulisi määrittää AML:n mukaista ostotarjoushintaa vastaavaksi.

Keskeiseksi muodostuukin se, miten säännöstä tulkitaan. Osakkeenomistajien taloudelliselle yhdenvertaisuudelle on annettava merkitystä lunastushintaa määritettäessä, mutta koska välimiesten on kuitenkin otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat, on yhdenvertaisuusperiaatetta pidettävä vain yhtenä kriteerinä muiden relevanttien kriteerien joukossa³⁰⁸. Edellä esitetyn perusteella näkisin, että yhdenvertaisuudelle tulee tässä yhteydessä antaa merkitystä vain erityiset syyt huomioon ottaen. Yhdenvertaisuuden vaatimus puoltaa siis lähtökohtaisesti sitä, että AML:n mukainen ostotarjousvastike tulisi asettaa OYL:n mukaiseksi lunastushinnaksi. Tämä ei kuitenkaan ole poikkeuksetonta, vaan erityiset syyt voivat antaa perusteen poiketa yhdenvertaisuuden kaavamaisesta soveltamisesta. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus voi toteutua lunastushinnan määrittelykontekstissa kaavamaisesti vain, mikäli lunastus tapahtuu ajallisesti riittävän nopeasti ostotarjouksen jälkeen ja ostotarjouksen on hyväksynyt riittävä määrä osakkeenomistajia.

³⁰⁶ Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 23 ja Mähönen – Villa 2006b s. 534.

³⁰⁷ Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 41.

³⁰⁸ Chips Oyj, välitystuomio 1.11.2005 s. 26.

3.3.1.3 Olettamasäännösten kritiikki

Ostotarjoushinnan ja lunastushinnan kytkemistä toisiinsa on kuitenkin myös kritisoitu. *Osakesäästäjien keskusliitto* on lainvalmisteluvaiheessa antamassaan lausunnossa kiinnittänyt huomiota siihen, että OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännöt mitätöivät aiemman välimieskäytännön, jossa hinta on noussut lunastajan vaatimukseen nähden, mikäli yhtiön pörssikurssi on viimeisinä kuukausina ennen lunastusmenettelyn vireilletuloa ylittänyt lunastajan tarjoaman hinnan. Osakesäästäjien keskusliiton lausunnon mukaan olettamasäännöt tekisivät koko välimiesmenettelyn tarpeettomaksi, jos niitä sovellettaisiin kaavamaisesti.³⁰⁹ Kuten *Silaskivi* on ennen lainuudistusta esittänyt, katsoisin välimiehillä edelleen kuitenkin olevan merkittävä työ arvioida AML:n mukaisen hinnan luotettavuutta OYL:n mukaisen hinnan pohjana. Silaskivi on arvioinut vähemmistöosakkaiden tulevankin jatkossa vetoamaan siihen, että erityisiä syitä poiketa AML:n mukaisesta hinnoittelusta on olemassa.³¹⁰ Ottaen huomioon lunastussäännösten vähemmistönsuojafunktio, ja jotta osakkeen käyvästä arvosta voitaisiin kussakin yksittäistapauksessa varmistua, tosiasiallinen mahdollisuus vedota erityisiin syihin tulisikin taata.

Timonen ja Kaisanlahti ovat korostaneet AML:n ja OYL:n mukaisten menettelyiden eroavan vähemmistöosakkeiden kannalta olennaisesti toisistaan. Luopuminen osakkeista ostotarjouksen myötä perustuu vapaaehtoisuuteen. Osakkeenomistajilla olisi tällöin mahdollisuus jäädä yhtiöön ja saada osansa tulevaisuuden odotuksista. OYL:n mukaisessa pakkolunastuksessa lunastus sen sijaan perustuu vähemmistöosakkeenomistajien pakkoon luopua koko osakeomistuksestaan. Näin ollen osakkeenomistaja menettää osakkeen arvonnousuun kohdistuvat tulevaisuuden odotukset joutuessaan myymään osakkeensa. Timonen ja Kaisanlahti toteavat mielestäni olettamasäännön tulkinnan kannalta merkityksellisesti, että AML:n mukainen hinta voi täten OYL:n tarkoittamissa lunastustilanteissa olla enimmillään vain vahvan presumtion asemassa.³¹¹ Sanottu siis korostaa erityisten syiden huomioon ottamisen tärkeyttä ja mahdollisuutta tarvittaessa poiketa

³⁰⁹ OSKL:n lausunto, OM 2003.

³¹⁰ Silaskivi, DL 2004 s. 1056.

³¹¹ Timonen - Kaisanlahti, OM 2002 s. 16. Myös Airaksinen ja Jauhiainen ovat kiinnittäneet huomiota menettelyiden välisiin eroavaisuuksiin, ks. Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 356–358.

ostotarjouksessa maksetusta hinnasta. Myös *High Level Group* on painottanut poikkeamismahdollisuuksien oleellisuutta³¹².

Mäntysaari on korostanut, ettei ostotarjoushinta välttämättä ole määräytynyt tehokkailla markkinoilla, eikä se näin ollen kuvasta osakkeen käypää hintaa. Hänen mukaan enemmistöosakkeenomistajan saama määräysvalta on myös voinut alentaa kurssia.³¹³ *Timonen* huomauttaa, että lunastaja perustelee usein tarjoustaan sillä, että se on joko markkinahintainen tai jopa markkinahinnan ylittävä. Lunastusta edeltävät vaiheet, kuten omistusosuuden kasvattaminen, kasvusuunnitelmien julkistaminen ja vapaaehtoinen julkinen ostotarjous ovat kuitenkin yleensä vaikuttaneet hintatasoon. Etenkin, jos menettely kokonaisuudessaan kestää pitkähkön ajan, on lunastajalla siten käytännössä ollut mahdollisuus vaikuttaa omilla toimillaan yhtiön osakkeiden hintatasoon ja näin ollen ostotarjouksen suuruuteen jopa aivan oleellisesti.³¹⁴ *Timosen* mukaan osakkeen käypä arvo on aiemman lainsäädännön aikana juuri OYL:n vähemmistöosakkeen lunastuksen pakkolunastusluonteen vuoksi tarkoituksellisesti jätetty määritettäväksi tapauskohtaisesti, sillä käypää hintaa ei ole voitu määrittää AML:n kaltaisella kaavamaisella tavalla³¹⁵. *Silaskivi* on lisäksi huomauttanut olettasäännösten olevan ristiriidassa OYL:n mukaisen lähtökohdan kanssa, jonka pohjalta lunastushinta määritetään lunastustarjouksen tekemistä edeltävän hetken mukaan³¹⁶.

³¹² High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65-66.

³¹³ Ks. *Mäntysaari* 2002 s. 357-358. Hän viittaa Ruotsin Balken-tuomioon, NJA 1992 s. 872 (HD 1992:133), jossa hovioikeuden mielestä se, että Pronatorin tehdessä julkisen ostotarjouksen ABV ja Företagsfinans olivat jo hyväksyneet tarjouksen ja saaneet 77,18 prosenttia Balkenin äänistä oli omiaan vaikuttamaan markkinoihin. Tässä tapauksessa voitiin katsoa olevan erityisiä syitä poiketa tarjotusta hinnasta.

³¹⁴ *Timonen* 2001 s. 354 ja 361-362.

³¹⁵ *Timonen* 2001 s. 362.

³¹⁶ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1056.

3.3.2 Pakollisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana

3.3.2.1 Kuuden kuukauden korkein hinta

Seuraavassa analysoidaan AML:n mukaisen ostotarjouksen käyvän hinnan määräytymisen perusteita, joiden on siis uudessa OYL:ssa katsottu kuvaavan OYL:n mukaista vähemmistöosakkeen lunastushintaa. Ostotarjousdirektiivin 5 artiklan mukaan käypänä hintana pidetään *korkeinta hintaa*, jonka *tarjouksen tekijä* tai yhdessä hänen kanssaan toimivat henkilöt ovat maksaneet kohdeyhtiön arvopapereista tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävänä aikana, jonka jäsenvaltiot saavat määritellä 6–12 kuukauden väliltä. Suomessa ajanjaksoksi on valittu AML 6:11.2:n mukainen kuusi kuukautta. Tämä vastaa Ruotsin³¹⁷ ja muiden Pohjoismaiden mallia³¹⁸. Korkeimman hinnan malli on peräisin Iso-Britannian ostotarjouskäytännöstä, jossa ostotarjousvastikkeen määrittämisessä on perinteisesti noudatettu 12 kuukauden ajanjaksoa³¹⁹.

Ostotarjousdirektiivin salliman aikavälin mukainen kuutta kuukautta pidempi seuranta-ajanjakso lisäisi vähemmistöosakkeenomistajien suojaa siten, että se vähentäisi lunastajan mahdollisuuksia kiertää määräaika tekemällä huomattavia osakekauppoja vain hieman ennen seurantajakson alkua. Ostotarjousdirektiivin perusteella Suomessakin voidaan kuitenkin, esimerkiksi kyseisessä erityistilanteessa, ottaa huomioon myös tarjousta edeltävän 6–12 kuukauden aikana tehdyt osakekaupat³²⁰. Tätä voitaneen kontrolloida AML 6:11.4:n mukaisella lunastajan velvollisuudella ilmoittaa Ratalle tiedot tarjousta edeltävien 12

³¹⁷ Ks. NBK:s Takeover-reglerna 2003 s. 15. Ruotsissa ostotarjousten sääntely on perinteisesti toteutettu itsesääntelynä markkinatahoja edustavan *Näringslivet's Börskommittén* sääntöjen ja tämän alle perustetun *Aktiemarknadsnämndenin* lausuntojen mukaan. Kuitenkin ostotarjousdirektiivin implementoinnin myötä Ruotsissakin on säädetty ostotarjouksia koskeva laki, *lag om offentliga uppköpserbjudanden*.

³¹⁸ Clausen – Sørensen 1998 s. 93.

³¹⁹ Ks. The City Code 2006, Section F16, Rule 9.5 ja tarkemmin Francis 2006 s. 138–140. Iso-Britanniassakin sääntely on perustunut itsesääntelyyn, eli Lontoon pörssin yhteydessä toimivan itsenäisen *Panel on Takeovers and Mergers* -lautakunnan antamiin *The City Code on Takeovers and Mergers* -sääntöihin. Ostotarjousdirektiivin johdosta sääntely on tullut kuitenkin kodifioida lain tasolle. Uusi *Companies Act 2006*, Sec. 974–991, sisältää säännöt vähemmistöosakkeiden lunastamisesta, mutta lunastushinnan pohjana oleva ostotarjoushinta määräytyy lain nojalla edelleen City Coden perusteella, ks. Explanatory Notes on the Companies Act 2006 s. 179 ja 189–193.

³²⁰ Mähönen – Villa 2006b s. 448–449.

kuukauden aikana tekemistään arvopaperihankinnoista. Toki 12 kuukauden määräaikaakin voidaan yrittää vastaavalla tavalla kiertää, mutta mitä pidemmälle taaksepäin tarkkailuajanjakso ulottuu, sitä epätodennäköisempää on, että yritys kykenisi suunnitelmallisesti ajoittamaan korkeampaan hintaan tekemät kauppansa sitä edeltävälle ajalle. Pitkän ajanjakson voidaan toisaalta kritisoida lisäävän tarvetta poiketa pääsäännön mukaisesta hinnanmäärityksestä, jotta mahdolliset olennaiset muutokset kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla voitaisiin ottaa huomioon³²¹.

High Level Group perustelee korkeimman hinnan mallin olevan yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen. Se katsoo mallin soveltamisen luovan molemminpuolista etua sekä vähemmistöosakkeenomistajalle että lunastajalle. Ensinnäkin korkein hinta -malli saattaa vähemmistöosakkeenomistajan osalliseksi siitä preemiosta eli yksittäisen osakkeen markkina-arvon ylittävästä arvosta, jonka enemmistöosakas on maksanut määräysvallasta. Toiseksi se antaa lunastajalle varmuuden siitä, että hänen ei tarvitse maksaa lunastusmenettelyssä ostotarjousta edeltävän ajanjakson aikana maksamaansa korkeinta hintaa enempää. Malli lisää ennustettavuutta, sillä lunastaja voi itse ennakoida ja säädellä, mitä hän on valmis jatkossakin maksamaan.³²² Tarjouksen tekijä pystyy näin ollen jo vapaaehtoista ostotarjousta suunnitellessaan ottamaan huomioon pakollisen ostotarjouksen vastikkeen määrän, sillä sen mukainen kuuden kuukauden korkein hinta määräytyy yleensä vapaaehtoisen ostotarjouksen aikana tehtyjen kauppojen perusteella³²³. Näin ollen siis vapaaehtoisen ostotarjouksen hinnoittelun voidaan sanoa vaikuttavan pakollisen ostotarjouksen hinnoitteluun. *Julkiset ostotarjoukset -työryhmä* perustelee korkeimman hinnan mallin takaavan vähemmistöosakkeenomistajalle parhaan mahdollisen hinnan kaikissa tapauksissa ja tarjouksentekijälle puolestaan mahdollisimman suuren oikeusvarmuuden³²⁴.

Clausenin ja Sorensenin mielestä direktiivin keskeisten tavoitteiden, vähemmistöosakkeenomistajien suojaamisen ja osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun,

³²¹ HE 6/2006 s. 46.

³²² High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 50.

³²³ Kisanlahti, BLF-seminaari 3.11.2005.

³²⁴ Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 27.

perusteella voidaan pitää kohtuullisena, että myös vähemmistö saa premion osakseen³²⁵. Etenkin yritysvaltaustilanteissa osakekauppoja tehdään usein julkisten markkinoiden ulkopuolella ja määräysvallan tuottavista osakkeista maksetaan osakkeen pörssikurssia korkeampi vastike. Yksityisessä osakekaupassa maksetun hinnan on katsottu usein osoittavan osakkeen todellisen markkina-arvon, jolloin se on kohtuullista asettaa ensisijaiseksi arvonmäärittäjäperusteeksi.³²⁶ Korkeimman hinnan malli ottaakin AML 6:11.2:n sanamuodon mukaisen tulkinnan perusteella huomioon lunastajan mahdollisesti julkisten markkinoiden ulkopuolella tekemät kaupat, joten mallia voidaan pitää tässäkin suhteessa perusteltuna. Yritysjärjestelyn synergiaeduista koituvaa arvonnousua voidaan myös katsoa jaettavan lunastajan ja kohdeyhtiön sekä vastaavasti niiden osakkeenomistajien kesken premion kautta³²⁷. Premion laskemista vähemmistöosakkeenomistajan eduksi voidaan perustella myös sillä, että se tarjoaa osakkeenomistajalle insentiivin luopua osakkeista juuri tietyllä hetkellä tiettyyn hintaan³²⁸. Toisin sanoen, ilman premiota osakkeenomistajat tuskin luopuisivat omistuksestaan, ja näin ollen preemiollisen hinnan voidaankin väittää kuvaavan osakkeen käypää hintaa³²⁹.

Timonen on kuitenkin kritisoinut aiemmissa kirjoituksissaan vähemmistöosakkeenomistajan oikeutta määräysvaltapremioon. Hänen mukaansa pienosakkaan sijoitukseen ei sisälly tällaista yhtiön määräysvaltaan liittyvää yksittäisten osakkeiden markkina-arvon ylittävää arvoa. Näin ollen yhdenvertaisuudestaan ei Timosen mukaan voida johtaa velvollisuutta hyvittää tätä premiota vähemmistöosakkeenomistajalle lunastustilanteessa.³³⁰ Huomionarvoinen seikka on kuitenkin se, että maksettavien premioiden suuruusluokan voidaan katsoa pienentyneen AML:n mukaisten ostotarjousvelvollisuusrajojen alennuttua. On epätodennäköisempää, että lunastaja maksaisi korkean premion lähtiessään tavoittelemaan

³²⁵ Clausen – Sorensen 1998 s. 51–53.

³²⁶ KM 1991:48 s. 393, Astola 1990 s. 173, Timonen 1997 s. 266, Mäntysaari, DL 1997 s. 711 ja Mäntysaari, DL 1995 s. 622.

³²⁷ Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 38.

³²⁸ Erma, haastattelu 13.12.2006.

³²⁹ Wolfram, haastattelu 13.12.2006.

³³⁰ Timonen 1997 s. 308–309, viitaten Kaisanlahti 1995 s. 173–175 ja Easterbrook – Fischel 1991 s. 110 ja 124–126.

merkittävää määräysvaltaa ääniosuuden ollessa alle kolmen kymmenesosan verrattuna aiempaan kahden kolmasosan ääniosuusrajaan.³³¹

Välimiesmenettelyissä on myös usein ollut riidan kohteena se, lasketaanko erilaiset julkisten ostotarjousten toteuttamiskaupat käyvän hinnan arviointiin mukaan. Pörssikurssiin pohjautuvan hinnanmäärityksen yhteydessä on todettu, että ne voidaan sulkea hinnanmäärityksen ulkopuolelle, sillä lunastusvaatimuksen esittäminen on voinut vaikuttaa osakkeen kurssiin.³³² Toteuttamiskaupoista ei synny ongelmaa olettamasaännöksiä sovellettaessa, sillä ne eivät sisälly korkeimman hinnan malliin, koska siinä kyse on tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän ajanjakson kaupoista.

Kaisanlahden mukaan korkein hinta -periaate indikoi sijoittajien intressien homogeenisyyttä. Korkein maksettu hinta edustaa yksittäistä pistearvoa. Periaatteen myötä pelkästään tarjouksen tekijän ja tämän etupiirin tekemät kaupat tulevat tarkastelun kohteeksi, kun sen sijaan keskiarvohinnassa tiivistyy kaikkein osapuolten näkemys osakkeen arvosta. Kun siis korkeimman hinnan katsotaan osoittavan käyvän hinnan, on taustaolettamana se, että sijoittajat muodostavat intresseiltään homogeenisen joukon. Kaisanlahti toteaa myös yhdenvertaisuusperiaatteen heijastavan käsitystä siitä, että sijoittajien intressit ovat yhteneväiset.³³³ Argumenteilla sijoittajaryhmän homogeenisuudesta voitaneen myös perustella AML:n ja OYL:n mukaisten hintojen yhteneväisyyttä. Toisaalta *Ellsworth* on kyseenalaistanut *shareholder value* -mallin mukaisen argumentin, jonka mukaan osakkeenomistajat olisivat yhtenäinen homogeeninen ryhmä. Otettaessa huomioon, että osakkeenomistajat voivat edustaa sekä suuria institutionaalisia sijoittajia että piensijoittajia, näiden odotukset voivat tosiasiasa poiketa keskenään merkittävästi. Sijoituksen määrä, aikajänne ja syy voivat olla hyvin kaukana toisistaan, mikä vaikuttaa siihen, miten osakkeenomistaja mieltää osakkeen käyvän arvon.³³⁴ Ellsworthin kritiikin voidaan siis ajatella kyseenalaistavan korkeimman hinnan

³³¹ Erma, haastattelu 13.12.2006.

³³² Immonen 2006 s. 173, Silaskivi, DL 2004 s.1053 ja Timonen 2001 s. 369. Ks. esim. Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 16.

³³³ Kaisanlahti, TT 2003 s. 41.

³³⁴ Käypä hinta on näin ollen erilainen sen mukaan, tavoitteleeko sijoittaja voittoa lyhyellä vai pitkällä aikavälillä. Ks. Ellsworth 2002 s. 176–180.

periaatteen, ja se osaltaan tukee käsitystä ostotarjouksessa maksettua hintaan kohdistuvien poikkeamismahdollisuuksien tärkeydestä.

Kuuden kuukauden korkeimman hinnan mallin voidaan kuitenkin yleisesti ottaen katsoa olevan hyvä uudistus. Ennen AML:n muutosta, jolloin ostotarjouksen hinnanmäärityksessä otettiin huomioon 12 kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä muodostunut kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo, osakekurssien ollessa laskevia keskikurssi osoitti ylihintaa. Tämä saattoi olla esteenä julkisten ostotarjousten tekemiselle. Luopumisen aiemmasta keskikurssimallista katsotaankin edesauttavan kaupankäyntiä ja julkisten ostotarjousten tekemistä. Käyvän hinnan määrittely painottuu nykyään siis enemmänkin tarjouksen tekijän omiin ratkaisuihin verrattuna aiempaan markkinoiden kehitykseen keskittyneeseen laskentatapaan.³³⁵ Toisaalta mallin heikkona puolena voidaan pitää juuri sitä, että se ottaa huomioon ainoastaan lunastajan itsensä tekemät kaupat. Mikäli samaan aikaan markkinoilla tehdään kauppia tää korkeampaan hintaan, voidaan ne mahdollisesti ottaa huomioon erityisinä syinä.

3.3.2.2 Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo

Julkiset ostotarjoukset -työryhmä kiinnitti huomiota ostotarjousdirektiivin implementointivaiheessa siihen, että käyvän hinnan määräytymistapa saattaa olla epäselvä, mikäli ostotarjouksen tekijä ei ole hankkinut kohdeyhtiön osakkeita ennen julkisen ostotarjouksen tekemistä³³⁶. Tilanne, jossa tarjousvelvollinen ei ole hankkinut arvopapereita edeltävän kuuden kuukauden aikana voi aktualisoitua esimerkiksi silloin, kun tarjousvelvollinen on hankkinut määräysvallan yhtiöstä, jonka ääniosuus julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta yhtiöstä ylittää tarjousvelvollisuuden rajan tai silloin, kun tarjousvelvollisuus on syntynyt yksissä tuumin toimimisen perusteella³³⁷. Hinnanmääräytymisestä näissä tapauksissa ei ole säädetty ostotarjousdirektiivissä. Direktiivi

³³⁵ Kaisanlahti, TT 2003 s. 42.

³³⁶ Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 27. Ks. myös HE 6/2006 s. 12. Kolmen kuukauden säännös on siis toissijainen kuuden kuukauden sääntöön nähden.

³³⁷ Ratan standardi 5.2c s. 34. Yksissä tuumin toimiminen voi perustua yhtäältä sopimukseen, kuten osakassopimukseen, mutta toisaalta osakkeenomistajien yhdenmukainen käyttäytyminen voi perustua muuhunkin yhteisymmärrykseen, ks. tarkemmin HE 6/2006 s. 44.

sallii kuitenkin jäsenvaltioiden antaa valvontaviranomaisilleen lupa muuttaa pääsääntöistä hinnanmäärittäytapaa selkeästi määriteltyjen olosuhteiden ja perusteiden nojalla, direktiivin yleiset periaatteet huomioon ottaen. Jäsenvaltiot voivat direktiivin mukaan myös määrittää tällaisissa tapauksissa sovellettavat hinnanmäärittäysperusteet, joita voivat olla esimerkiksi markkinoiden keskihinta tietyltä ajalta, substanssiarvo eli yhtiön arvo sen purkautuessa tai muut rahoitusanalyysien laadinnassa yleisesti käytetyt objektiiviset perusteet.³³⁸

Suomessa sääntely on toteutettu siten, että mikäli tarjousvelvollinen ei ole hankkinut yllä esitetyn kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevia arvopapereita, käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidetään AML 6:11.3:n mukaisesti *tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa*. Hinnasta voidaan poiketa AML:n perusteluissa mainituilla erityisillä syillä³³⁹. Säännöksen tulkinnan mukaan kolmen kuukauden painotetussa keskiarvossa ei siis oteta huomioon julkisen kaupankäynnin ulkopuolella tehtyjä kauppvoja, sillä ne on voitu tehdä markkinahinnasta poikkeavaan osapuolten sopimaan hintaan. Näin ollen painotettu keskiarvo kuvaa nimenomaan markkinahinnan keskiarvoa.³⁴⁰ Uusimmissa säännöksissä ei myöskään kielletä niin sanottujen blokkikauppojen huomioonottamista keskiarvohinnan määrittäyksessä³⁴¹.

Lain esitöiden perustelut sille, miksi nimenomaan kolmen kuukauden keskihintaan on päädytty, ovat jossain määrin ristiriitaiset. Edeltävää 12 kuukauden keskiarvoa on kritisoitu muun muassa siksi, että sen on katsottu olevan este ostotarjouksen tekemiselle erityisesti laskevien kurssien aikana, jolloin keskiarvoon pohjautuva lunastushinta olisi usein huomattavasti valitsevaa kurssitasoa korkeampi. Vastaavasti positiivisen kurssikehityksen aikana keskihinta voi olla vallitsevaa markkinahintaa huomattavasti alhaisempi, minkä on

³³⁸ Ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

³³⁹ HE 6/2006, s. 47. Erityisiä syitä käsitellään jäljempänä luvussa 4.

³⁴⁰ Ks. tarkemmin painotetun keskiarvon laskemisesta Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005 s. 317.

³⁴¹ Blokkikaupoilla tarkoitetaan ison osake-erän kauppaa, joka toteutetaan pörssissä. Menettelyllä vältetään pörssin ulkopuolella tapahtuvia kauppvoja koskeva arvonnisävero. Jos blokkikaupalla tavoitellaan esimerkiksi äänivaltaa, se voidaan toteuttaa vallitsevaa markkinatasoa korkeampaan hintaan. Kyseessä voi olla myös ison osake-erän myyminen markkinoille kauppaa varten kerätylle sijoittajaryhmälle, jolloin hinta on yleensä markkinatasoa alhaisempi. Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005 s. 319.

katsottu uhkaavan vähemmistöosakkaan aitoa mahdollisuutta poistua yhtiöstä markkinahintaan, ellei tämä vetoaisi alihinnoitteluun välimiesmenettelyn kautta. Nykyaikaisilla suhteellisen lyhyen aikavälin muutoksilla toimivilla markkinoilla 12 kuukautta on pitkähkö aikaväli, eikä 12 kuukauden painotetun keskiarvon useinkaan uskota kuvaavan kohdeyhtiön vallitsevaa markkina-arvoa.³⁴²

Esitöissä kuitenkin jatketaan, että lyhyt keskihinnan määräytymisajanjakso saattaa johtaa kohtuuttomuuksiin tilapäisten markkinahäiriöiden yhteydessä. AML:n perusteluissa mainitaan esimerkkinä, että yksinomaan kuluva kvartaalia koskeva tulosvaroitusta saattaa lyhytaikaisesti vaikuttaa negatiivisesti kohdeyhtiön kurssiin, vaikka varoituksella ei olisikaan vaikutusta kohdeyhtiön arvoon pidemmällä aikavälillä. Tämän jälkeen esitöissä kuitenkin ehdotetaan kyseisillä perusteilla juuri kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettua keskihintaa.³⁴³ Perustelut vaikuttavat näin ollen sisäisesti ristiriitaisilta. *Kaisanlahti* tuo puolestaan esiin, että mitä suurempi likviditeetti eli osakkeen vaihtuvuus on, sitä lyhyempi tarkasteluajanjakso voi olla. Hänen mukaan mitään absoluuttista rajaa tarkastelujakson pituudelle ei näin ollen voida esittää.³⁴⁴

Mielestäni kolmen kuukauden painotettua keskiarvoa voidaan kuitenkin pitää hyvänä ratkaisuna, sillä se ottaa huomioon muiden kuin lunastajan tekemät kaupat toisin kuin esimerkiksi kuuden kuukauden korkein hinta -malli. Painotettu keskiarvo heijastaa näin ollen markkinoiden yleistä arvostusta. Lyhyt hinnanmääräytymisajanjakso myös heijastaa markkinoiden muutosta nopeasti³⁴⁵ ja vähentää ali- sekä ylihinnoittelun voimakkuutta. Kolmen kuukauden keskiarvo vastaa myös lunastuskäytännössä vakiintunutta hinnanmäärityksen ajanjaksoa ja tuntuneen näin ollen lainsoveltajalle tutulta. On kuitenkin huomattava, että ostotarjouksen myötä sovellettavana tämä keskiarvo kuvaa aikaa ennen tarjousvelvollisuuden syntymistä, josta voi siis olla pitkä aikaväli lunastusmenettelyn vireilletuloon. Kolmenkin kuukauden painotettuun keskiarvoon voivat kuitenkin vaikuttaa erilaiset markkinahäiriöt, ja nousevien tai laskevien kurssien aikaan keskiarvo saattaa edustaa

³⁴² HE 6/2006 s. 47–48. Ks. myös Timonen 2001 s. 361 ja *Kaisanlahti*, TT 2003 s. 42.

³⁴³ HE 6/2006 s. 47–48.

³⁴⁴ *Kaisanlahti*, TT 2003 s. 42–43.

³⁴⁵ Näin on todettu jo HE 318/1992 s. 38–39.

ali- tai ylihintaa. Koska kolmen kuukauden malli edellyttää, että lunastaja ei ole tehnyt kauppoja kohdeyhtiön osakkeilla ainakaan edeltävään kuuteen kuukauteen, lunastaja ei ole tarkkailuajanjakson puitteissa pystynyt manipuloimaan kurssia laskevasti. Sen sijaan vähemmistöosakkeenomistajalla on voinut olla mahdollisuus tehdä kauppoja korkeampaan hintaan, jolloin keskipurssi on voinut nousta. Myös kolmen kuukauden painotettuun keskiarvoon liittyy kuuden kuukauden korkeimman hinnan mallin kaltaisesta uhka siitä, että lunastaja yrittää kiertää lain määräaikoja tekemällä merkittäviä kauppoja ostotarjousta edeltävän 6–12 kuukauden aikana.

3.3.3 Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana

OYL 18:7.3 sisältää ostotarjousdirektiivin mukaisesti oletettavien sääntöjen, jonka mukaan vapaaehtoisen ostotarjouksen edeltäessä lunastusta siinä maksettua hintaa tulee pitää lunastushinnan määrittämisen lähtökohdaksi³⁴⁶. Sääntöjen toteutuminen edellyttää kolmen vaatimuksen täyttymistä. Ensinnäkin lunastusta on täytynyt edeltää nimenomaan AML 6 luvun mukainen vapaaehtoinen ostotarjous. Toiseksi tarjouksentekijän on tullut saada vapaaehtoisella ostotarjouksella vähemmistöosakkeiden lunastamiseen vaadittava yhdeksän kymmenesosan osakeomistus- ja ääniosuusrajan ylittävä määrä kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä. Kolmanneksi tarjouksentekijän on tullut kyseisen vapaaehtoisen ostotarjouksen perusteella saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista.

Ostotarjousdirektiivissä säädetään ainoastaan vapaaehtoisen ostotarjouksen presumtiivisyydestä OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä. Sen sijaan direktiivissä ei oteta kantaa vapaaehtoisen ostotarjouksen hinnan määräytymiseen. Direktiivi sääntelee tarjousvastikkeen määräytymistä pelkästään pakollisen tarjousten osalta.³⁴⁷ Koska kuitenkin säännöksillä pyritään suojaamaan kohdeyhtiön arvopaperien haltijoiden tasavertaista kohtelua, hintaa koskevien sääntöjen ulottaminen myös tiettyihin vapaaehtoisin tarjouksiin voidaan

³⁴⁶ Ostotarjousdirektiivi, 15 (5) art.

³⁴⁷ Ostotarjousdirektiivi, 5, 15 ja 16 art.

sallia. Säännösten ei katsota myöskään haittaavan tavanomaista tarjousmenettelyä.³⁴⁸ Näin ollen AML 6:12.3:ssa on säädetty, että kun vapaaehtoinen ostotarjous on tehty *kaikista* kohdeyhtiön liikkeelle laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista, lähtökohtana vastikkeen hinnanmäärittelyssä pidetään korkeinta ostotarjouksen tekijän ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana kohdeyhtiön arvopapeista maksamaa hintaa. Tästäkin hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä, aivan kuten pakollisen ostotarjouksen kohdalla. Kun ostotarjous on vastaavalla tavalla tehty kaikille äänioikeutettujen arvopaperien haltijoille kaikista heidän osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista, voidaan AML 6:10.5:n mukaan poiketa velvollisuudesta tehdä pakollinen ostotarjous, joka siis normaalisti aina seuraa vapaaehtoista ostotarjousta. Tästäkin syystä on perusteltua määrätä laissa tällaisen täydellisen pakollisen ostotarjouksen määräytymisestä³⁴⁹.

Mikäli ostotarjous sen sijaan koskee vain osaa osakkeista tai niihin oikeuttavista arvopapereista, vastike voidaan määrätä vapaasti³⁵⁰. Jotta OYL 18:7.3:n mukaiset vaatimukset täyttyisivät, on yhdeksän kymmenesosan lunastusrajan täytynyt tällöinkin ylittyä, ja lunastajan on tarjouksen perusteella tullut saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleesta äänioikeutetusta pääomasta. AML ei myönnä poikkeusta olla tekemättä pakollista ostotarjousta tällaisen vapaaehtoisen ostotarjouksen jälkeen, joten OYL:n mukainen lunastusmenettely ja pakollinen ostotarjous tulee tehdä rinnakkain. Käytännössä OYL:n mukainen hinnanmääritys lienee tässä tapauksessa yhteneväinen pakollisen ostotarjouksen hinnanmäärityksen kanssa³⁵¹ ja pakollisen ostotarjouksen pohjautuessa tarjousvelvollisuutta edeltävän kuuden kuukauden korkeimpaan hintaan, tämä taas vastaa usein vapaaehtoisen ostotarjouksen myötä maksettua hintaa. Jollei vapaaehtoisella ostotarjouksella saavuteta vaadittavaa yhdeksän kymmenesosan hyväksyntää, sovelletaan hinnanmäärityksessä OYL 18:7.1:n mukaista lunastushinnan määrittämismenettelyä³⁵².

³⁴⁸ HE 6/2006 s. 49 ja Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 75.

³⁴⁹ HE 6/2006 s. 49.

³⁵⁰ Mähönen – Villa 2006b s. 501. Tällaista tarjousta voidaan kutsua epätäydelliseksi tarjoukseksi.

³⁵¹ Timonen 2001 s. 359.

³⁵² High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 66.

3.3.4 Korotus- ja hyvitysvelvollisuus

Tarjouksentekijän mahdollisesti maksamia korkeampia kauppahintoja kontrolloidaan myös AML:in otettujen nimenomaisten korotus- ja hyvityssääntöjen mukaan. Tämä voi jälkikäteen vaikuttaa siihen, mikä ostotarjousvastike, eli OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä noudatettava olettamahinta on. Mikäli ostotarjouksen tekijä tai tämän etupiiriin kuuluva hankkii tarjousaikana kohdeyhtiön arvopapereita ostotarjousta paremmin ehdoin, on tarjouksen tekijän AML 6:13.1:n mukaisesti *korotettava* tarjouksensa vastaamaan tätä paremmin ehdoin tehtyä hankintaa³⁵³. Tarjousaika tarkoittaa vapaaehtoisen ostotarjouksen julkistamisen tai ostotarjousvelvollisuuden syntymisen sekä ostotarjouksen päättymisen välistä aikaa.

AML 6:13.2:n mukaan sen sijaan ostotarjouksen tekijän on *hyvitettävä* vastikkeiden välinen erotus ostotarjouksen hyväksyneille, jos tarjouksen tekijä tai tämän etupiiriin kuuluva hankkii yhdeksän kuukauden kuluessa tarjouksen *päättymisestä* kohdeyhtiön arvopapereita julkista ostotarjousta paremmin ehdoin. Hyvitysvelvollisuus on ostotarjousdirektiivin vaatimusten sallima, vaikkei siitä nimenomaisesti ole säädettykään, sillä se korostaa kohdeyhtiön arvopaperinhaltijoiden tasavertaista kohtelua³⁵⁴. Hyvitysvelvollisuuden myötä ostotarjouksen hyväksyvä taho voi luottaa saavansa lunastajan mahdollisen myöhemmin tekemän korkeamman tarjouksen mukaisen hinnan hyväkseen. Lain perustelujen mukaan hyvitysvelvollisuus on omiaan vähentämään spekulointia, jossa kohdeyhtiön osakkeenomistajat jäävät odottamaan mahdollista parempaa tarjousta. Tämä osaltaan turvaa tehokkaiden yritystomarkkinoiden toimintaa.³⁵⁵

AML 6:13.5 sisältää kuitenkin *poikkeussäännöksen* korotus- ja hyvitysvelvollisuuteen. Säännöksen mukaan korotus- ja hyvitysvelvollisuus ei ulotu välimiesoikeuden OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä määräämään mahdolliseen korkeampaan hintaan.

³⁵³ Ks. myös ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

³⁵⁴ HE 6/2006 s. 49. Myös Ruotsissa ja Iso-Britanniassa on omaksuttu hyvitys- ja korotusvelvollisuussäännökset. Hyvitysvelvollisuus on alkujaan sisällytetty AML:iin lain muutoksella 740/1993.

³⁵⁵ HE 6/2006 s. 49–50. Sekä korotus- että hyvitysvelvollisuus koskee kaikkia kohdeyhtiön arvopaperihankintoja riippumatta siitä, sisältyvätkö kyseiset arvopaperit tarjoukseen. Eri arvopaperilajeista maksettavien vastikkeiden tulee olla keskenään järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa.

Velvollisuudet koskevat siis ainoastaan lunastajan itsensä tarjoamia määräysvallan saamiseksi maksamia korkeampia hintoja. Poikkeussäännös on katsottu keskeiseksi lunastajan kustannuksiin liittyvien ennakoimismahdollisuuksien ja toimivien yritysostomarkkinoiden kannalta.³⁵⁶

4 KÄYVÄN HINNAN MÄÄRÄYTYMISEN LÄHTÖKOHDISTA POIKKEAMISEEN OIKEUTTAVAT ERITYISET SYYT

Tarkastelen tässä luvussa niitä erityisiä syitä, joilla käyvän hinnan määrittämisen lähtökohdista voidaan poiketa. Poikkeaminen pääsäännön mukaisesti määräytyvästä lunastushinnasta tarkoittaa käytännössä sitä, että sovelletaan vaihtoehtoisia arvonmääritystapoja sellaisenaan, hyödynnetään eri arvonmääritysmenetelmistä muodostuvia erilaisia yhdistelmiä³⁵⁷ tai arvioidaan useiden eri tekijöiden yhteisvaikutusta³⁵⁸. Mikäli markkinahinta katsotaan lähtökohtaisesti oikeaksi arvonmääritystavaksi, poikkeaminen voidaan toteuttaa myös oikaisemalla markkinahintaa ottamalla huomioon se lisäarvo, jonka esimerkiksi substanssi- tai tuottoarvo kulloinkin osoittaa³⁵⁹ tai eliminoimalla erityisten olosuhteiden vaikutus hinnanmuodostuksessa³⁶⁰.

Poikkeamismahdollisuutta erityisten syiden perusteella on pidetty tärkeänä elementtinä ostotarjoushintolettamista säädettäessä³⁶¹. Näin ollen erityisten syiden hahmottaminen on keskeistä pyrittäessä muodostamaan juridisia puitteita käyvän hinnan määrittämiselle. Olenkin

³⁵⁶ HE 6/2006 s. 50.

³⁵⁷ Ks. esim. Radiolinja Oy, välitystuomio 29.5.2001 s. 106, jossa välimiesoikeus on perustanut lunastushintaa koskevan päätöksensä useampiin hinnanmääritysmenetelmiin. Se on *antanut merkitystä* tehdyille kaupoille, *saanut johtoa* lunastajan kurssista, *tukeutunut* tuotto- ja kassavirtalaskelmiin sekä *nojahtunut* vertailuhintamenetelmään (kursiivi tässä, kirjoittajan huomautus).

³⁵⁸ Ks. esim. Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 21, jossa lunastushinnan määrittäminen perustui *kokonaisarvioon*, joka oli osakkeen vaihtotarjouksen julkistamishetken perustunutta hintaa korkeampi, mutta vastasi osakkeen arvonkehitystä vaihtotarjouksen aikana. Mitään esitetyistä lunastushinnan laskuperusteista *ei sellaisenaan* voitu ottaa käyvän arvon määrittämisen perusteeksi, mutta hinta oli määrättävä niiden osoittamissa *puitteissa*. Ks. myös Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 20, jossa käypä hinta on perustettu useiden eri tekijöiden *yhteisvaikutuksen* arvioitiin siten, että suurin merkitys on annettu kuitenkin kurssitasolle ja toteutuskaupoille.

³⁵⁹ Af Schultén 2004 s. 523.

³⁶⁰ Eimo Oyj:n lunastusasiassa välimiesoikeus eliminoi kurssikehitystä vinouttaneita vaikutuksia ottamalla huomioon samoilla osakemarkkinoilla toimivat viiteyritykset ja niiden osakekurssin kehittymisen, ks. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 63.

³⁶¹ Ks. esim. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65 ja Timonen – Kisanlahti, OM 2002 s. 14.

pyrkinyt seuraavassa identifioimaan ja tulkitsemaan mahdollisia kyseeseen tulevia erityisiä syitä. *OYL:ssa* ei ole täsmennetty, mitä nämä erityiset syyt voisivat olla ja missä tilanteissa niille on annettava merkitystä. *OYL:n perusteluissa* sen sijaan mainitaan ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn vireilletulon välisen ajan voivan ennen kaikkea tulla huomioonotetuksi erityisen syyn olemassaoloa arvioitaessa. Mikäli lunastusta on edeltänyt pakollinen ostotarjous, asian arvioinnissa voidaan kiinnittää huomiota siihen, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olevista osakkeenomistajista on hyväksynyt edeltävän ostotarjouksen. Vapaaehtoisen ostotarjouksen edeltäessä lunastusta huomioita voidaan kiinnittää ajan lisäksi ostotarjouksen kattavuuteen. Lain esitöissä mainitut vaihtoehdot ovat kuitenkin esimerkinomaisia, eikä syitä ole ilmaistu tyhjentävästi.³⁶² Erityisten syiden puutteellista ja täsmentymätöntä ilmaisemista on kritisoitu, sillä se aiheuttaa epävarmuutta siitä, miten ja missä olosuhteissa säännöksestä saadaan poiketa³⁶³.

Myös AML:n mukaisen käyvän hinnan määrittämiseen liittyy erityisiä syitä, joilla lähtökohtahinnasta voidaan poiketa. Nämä syyt tosin eroavat oleellisesti OYL:n perusteluissa mainituista, eikä niitäkään ole ilmaistu tyhjentävästi.³⁶⁴ *Timosen* mukaan voidaan käytännössä perustellusti olettaa, että erityisinä syinä ostotarjouksen hinnanmäärittämisessä tulevat esille samat seikat, joita on käytetty aiemmassa välimieskäytännössä perusteina pörssikurssiin perustuvasta markkinahinnasta poikkeamiselle³⁶⁵. Vähemmistöosakkeen lunastusmenettelyissä muodostunut välimieskäytäntö antaakin paljon esimerkkejä poikkeamismahdollisuuksien arvioimisesta. *Timosen* oletaman mukaisesti voitaneen siis ajatella, että pitkälti samoja syitä voidaan käyttää poikkeamisperusteena sekä OYL 18:7.1:n yleissäännön että OYL 18:7.2 ja 3:n olettamassäänntöjen mukaisissa hinnanmäärittämissä tilanteissa, vaikka toki lähtökohtahintojen muodostumisen erilaisuus tuo omia erityispiirteitään myös poikkeamisen tarpeelle. Tarkastelutapani lähtökohtana tässä on kuitenkin olettaa siitä, että lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous.

³⁶² HE 109/2005 s. 173–174.

³⁶³ Ks. esim. Savela 2002 s. 15, joka kritisoi sitä, että missään ei myöskään täsmennetä, milloin erityiset syyt ovat niin erityisiä, että ne on otettava huomioon. Samansuuntaisesti myös Neuvonen, haastattelu 21.12.2006, jonka mukaan erityisiä syitä olisi tullut täsmentää laissa.

³⁶⁴ HE 6/2006 s. 47.

³⁶⁵ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

4.1 OYL:n ilmentämät erityiset syyt

4.1.1 Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika

Kun vähemmistöosakkeiden lunastamista edeltää pakollinen tai vapaaehtoinen ostotarjous, siinä maksettua AML:n mukaista hintaa pidetään käypänä hintana, jollei muuhun ole erityistä syytä. OYL:n esitöissä on nimenomaisesti tuotu esiin, että erityisen syyn olemassaoloa arvioitaessa on ennen kaikkea kiinnitettävä huomiota AML:n mukaisen ostotarjouksen ja OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn väliseen *aikaan*. Mitä pidempi aika ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä on kulunut, sitä vähemmän merkitystä AML:n mukaisessa ostotarjouksessa maksetulle hinnalle voidaan antaa OYL:n mukaista lunastushintaa määrittäessä.³⁶⁶ Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välisellä ajalla voi olla erittäin suuri merkitys. Esimerkiksi nousevien kurssien aikana ostotarjousta edeltävään aikaan perustuva hinta voi olla hyvinkin kaukana osakkeen lunastusmenettelyn vireilletulohetkeä edeltävästä pörssikurssista tai vastaavasti osakemarkkinoiden kehitystä kuvaavien indeksien osoittamasta hintatasosta³⁶⁷.

Ostotarjousdirektiivissä on katsottu, että lunastusvaatimus tulisi esittää kolmen kuukauden kuluessa tarjouksen toteuttamisesta³⁶⁸. Sääntöä ei kuitenkaan ole implementoitu voimassa olevaan OYL:in, ja sen esitöiden mukaan kansallisen lain säännökset menevätkin sikäli direktiivin vaatimuksia pidemmälle, että ostotarjoushintaa voidaan pitää presuntiona vielä tämän ajan jälkeen. Direktiiviehdotuksen mukaista aikavaatimusta voidaan joka tapauksessa käyttää tulkinnan mittapuuna tarkempien määritelmien puuttuessa OYL:sta.³⁶⁹ Yrityskauppalautakunta huomauttaa suosituksessaan direktiivin määräajasta ja korostaa, että erityisesti OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn seurattessa ajallisesti suoraan aiemmin tehtyä julkista ostotarjousta, voidaan aiemmin maksettuun tarjousvastikkeeseen perustuvaa käyvän hinnan määrittäystä pitää perusteltuna. Lautakunta suositteleeekin, että tarjouksentekijä vaatii

³⁶⁶ HE 109/2005 s. 174, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2006 s. 400 ja Timonen – Kisanlahti, OM 2002 s. 17.

³⁶⁷ Kotiranta, haastattelu 7.12.2006.

³⁶⁸ Ostotarjousdirektiivi, 15(4) art.

³⁶⁹ HE 109/2005 s. 174.

lunastusta mahdollisimman nopeasti sen jälkeen, kun tarjouksentekijä on saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Tällöin kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus voitaisiin käsitellä samassa menettelyssä³⁷⁰. Mielestäni ajan ohella on kuitenkin ennen kaikkea kiinnitettävä huomiota ajanjakson sisällä tapahtuneisiin muutoksiin osakkeen kurssissa sekä mahdollisiin kurssimuutoksiin vaikuttaneisiin syihin. Ostotarjouksessa maksettua hintaa on myös verrattava toimialaa ja osakemarkkinoita kuvaaviin indekseihin.

Lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä on OYL 18:2.1:n mukaan ilmoitettava kohdeyhtiölle viipymättä. Ilmoituksen laiminlyönti on kriminalisoitu OYL 25:2.1:n mukaisena osakeyhtiölakirikkomuksena. Mikäli lunastaja on laiminlyönyt ilmoittaa lunastustilanteen syntymisestä yhtiölle, lunastushinnan määrittelyssä voidaan ottaa huomioon osakkeen arvon alentuminen lunastusedellytysten syntymisen ja lunastusvaatimuksen esittämisen välisenä aikana³⁷¹. Osakkeen lunastushinnassa on niin ikään otettava huomioon se, mikäli lunastajan katsotaan vahingoittaneen vähemmistöosakkeenomistajien intressejä lunastusmenettelyn perusteettomalla pitkittämisellä³⁷².

4.1.2 Hyväksymisen ja ostotarjouksen kattavuuden merkitys

Uuden OYL:n esitöiden mukaan arvioitaessa pakollisessa ostotarjouksessa tarjotun hinnan soveltuvuutta OYL:n tarkoittamaksi käyväksi hinnaksi, huomiota voidaan kiinnittää siihen, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olevista osakkeenomistajista on hyväksynyt AML:n mukaisen ostotarjouksen. Ostotarjouksen mukaiselle hinnalle voidaan antaa sitä suurempi painoarvo, mitä suurempi osa osakkeenomistajista on hyväksynyt sen käyväksi hinnaksi.³⁷³ Ostotarjousdirektiivissä, OYL:ssa tai sen esitöissä ei kuitenkaan ole tarkennettu, kuinka suuri määrä tarjouksen hyväksyneitä tulisi olla. Pakollisessa ostotarjouksessa maksetun hinnan

³⁷⁰ Mikäli tarjouksen tekijällä ei ole velvollisuutta tehdä pakollista ostotarjousta, olisi suositeltavaa, että tarjouksentekijä saattaa lunastusmenettelyn vireille heti lunastusoikeuden saatuaan, ks. Yrityskauppalaatukunnan suositus 2006 s. 48–49.

³⁷¹ Ks. Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2002 s. 202 ja 209.

³⁷² Kanta on todettu useissa välitystuomioissa, ks. esim. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002 s. 42.

³⁷³ HE 109/2005 s. 174. Kanta on todettu johdonmukaisesti aiemmassa välimieskäytännössäkin.

oletetaan lähtökohtaisesti vastaavaan osakkeen käypää hintaa³⁷⁴. Välimieskäytännössä on edellytetty, että *merkittävä* osuus osakekannasta on vaihtunut ostotarjouksen tai vapaiden markkinoiden hintaan³⁷⁵. Riittävänä osuutena oikeuskäytännössä on esitetty, että mikäli yli puolet vähemmistöosakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen mukaisen vastikkeen, siitä poikkeamiseen tulisi olla painavia syitä³⁷⁶.

Myös *Kaisanlahti* on tutkimuksessaan päätenyt siihen, että ostotarjouksen mukaista hintaa on pidettävä käypänä hintana ja riittävänä osoituksena tarjotun vastikkeen kohtuullisuudesta, mikäli osakkaat, jotka omistavat enemmistön tarjouksen kohteena olevista osakkeista, ovat hyväksyneet sen. Hän puolustaa yksinkertaisen enemmistön riittävyttä myös sillä, että osakkeenomistajien odotusten voidaan katsoa olevan yhteneväiset³⁷⁷. Hyväksymisrajan asettaminen tätä korkeammaksi saattaisi kannustaa sijoittajia olemaan hyväksymättä ostotarjousta siinä odotuksessa, että nämä saisivat tarjottua vastiketta paremman hinnan tarjousajan päättymisen jälkeen yksityisin kaupoin³⁷⁸. Määräenemmistövaatimus myös aiheuttaisi sen, että pieni osa osakkeenomistajia voisi estää enemmistöosakkeenomistajan tavoitteen toteutumisen³⁷⁹ ³⁸⁰.

Vaikka oletettavasti sääntöjen soveltamista on perusteltu yhdenvertaisuusperiaatteen mukaiseksi, siitä ei kuitenkaan voida johtaa suoraviivaista sääntöä ostotarjousvastikkeen soveltamiselle

³⁷⁴ Ks. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65, jossa todetaan pelkästään, että toisin kuin vapaaehtoisesta ostotarjouksesta, pakollisesta ostotarjouksesta maksettua hintaa voidaan pitää käypänä, vaikka sen olisi hyväksynyt osakkeenomistajat, joilla on alle 90 prosenttia tarjouksen kohteena olleista osakkeista. Vrt. Ruotsin ABL 22.2, joka edellyttää, että osakkeenomistajien, joilla on 90 prosenttia tarjouksen kohteena olleista osakkeista, on tullut aina hyväksyä ostotarjous.

³⁷⁵ Ks. esim. Dentaldepot Ab, välitystuomio 11.7.2003 s. 22–23 ja Mähönen – Villa 2006b s. 534.

³⁷⁶ Ks. Nuolimaa 2004 s. 257. Ostotarjouksen soveltamista näissä tilanteissa on perusteltu mm. yhdenvertaisuusperiaatteella, ks. tarkemmin edellä luku 3.3.1.2. Vrt. kuitenkin Turun Arvokiinteistöt Oyj, välitystuomio 2.5.2005, jossa todetaan, ettei AML:n mukaisen ostotarjouksen hyväksyneiden osakkeenomistajien välttämättä tarvitse edustaa yli puolta kyseisistä osakkeista vaan vähäisemmällekkin osakkeenomistajien määrälle voidaan antaa merkitystä yhdenvertaisen kohtelun täyttymiseksi. Ks. vastaavasti Sonera Oyj, välitystuomio 26.6.2003 s. 84.

³⁷⁷ Olettaman osakkeenomistajien odotusten homogeenisyydestä on kuitenkin kiistänyt esim. Ellsworth 2002 s. 178–180.

³⁷⁸ Taloustieteessä ilmiötä kuvataan pidättäytymisongelmaksi (*hold-out problem*), mikä itse asiassa saattaisi koitua ostotarjouksen menestymättömyyden kautta koko osakaskunnan tappioksi.

³⁷⁹ Tällöin vähemmistön mielipiteen painoarvo olisi tosiasiallisesti suurempi kuin enemmistön, mikä siis voitaisiin lunastushinnan kannalta ajateltuna tulkita siten, että vähemmistön käsitys osakkeen oikeasta arvosta olisi samassa suhteessa painokkaampi. Koska kuitenkin heillä ei voi odottaa olevan mitään parempaa sisäpiiritietoa, väite on Kaisanlahden mukaan perustelematon.

³⁸⁰ Ks. lisää tästä argumentaatiosta Kaisanlahti, OM 2002 s. 23–27.

lunastushintana, mikäli ostotarjouksen on hyväksynyt vain pieni määrä sen kohteena olevista osakkeenomistajista³⁸¹. Tällöin riittävä määrä osakkeenomistajia ei ole katsonut kyseistä vastiketta osakkeen käyväksi hinnaksi, ja tällaisissa tilanteissa ostotarjouksen mukaisesta vastikkeesta on OYL 18:7.2:n mukaisena erityisenä syynä poikettava. Kuten todettu, asiaa ei ole määritelty tarkemmin laissa. Toki suuri hyväksyntä on aina vahva indisio hinnan käypyydestä. Käytäntö siitä, mitä pidetään riittävänä hyväksyntänä, jäänee kuitenkin tulevan oikeuskäytännön muotoamaksi.

Huomiota voidaan kiinnittää myös siihen, miten vähemmistöomistus jakaantuu. Perusteluissa puhutaan nimenomaan siitä, kuinka suuri osa osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen, eikä siitä, kuinka suurta osaa koko osakekannasta hyväksyntä edustaa³⁸². Tällöin voidaan kysyä, osoittaako sellainen ostotarjous, jonka on hyväksynyt suuri määrä pienen omistusosuuden omaavia vähemmistöosakkeenomistajia, mutta torjunut muutama suuren osake-erän omistaja, osakkeen käyvän hinnan³⁸³.

OYL 18:7.3:n olettamasäännöksen vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksetun hinnan soveltamiselle on puolestaan asetettu yhdeksän kymmenesosan lunastusrajan ylittämisen lisäksi vaatimus siitä, että tarjouksentekijän on tullut saada tarjouksella haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olevista osakkeista. *Savela* on kritisoinut jo ostotarjousdirektiivin valmisteluvaiheessa sitä, että osakkeenomistaja voi ensin päästä enemmistöasemaan ja odottaa, että markkinat hinnoittelevat tämän enemmistöaseman osakkeen arvoon, minkä jälkeen tämä vasta tekee vähemmistöosakkaille ostotarjouksen. Näin ollen osakkeet voitaisiin hinnoitella vähemmistöosakkeina ja siitä huolimatta yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olevista osakkeista saattaisi tulla myydyiksi. *Savelan* mukaan tätä ei voida pitää perusteltuna, ja hän huomauttaakin esitetyn olevan lunastussäännöksen vähemmistönsuojaluonteen ja omaisuudensuojan vastaista³⁸⁴.

³⁸¹ Ks. esim. *Eimo Oyj*, välitystuomio 20.4.2004 s. 61 ja *Sonera Oyj*, välitystuomio 23.6.2003 s. 84.

³⁸² HE 109/2005 s. 174.

³⁸³ *Nuolima* 2004 s. 257 ja 262. Tämä heijastaisi kantaa, että kaikkien osakkeenomistajien mielipide on yhtä painava huolimatta heidän osakeomistustensa määrästä.

³⁸⁴ *Savela* 2002 s. 15. Vastaavan kaltaisesti pakollisen ostotarjouksen kohdallakaan ostotarjoushinnalle ei voida antaa suurta merkitystä, mikäli omistusosuus on ollut pitkään lunastusrajan tuntumassa, ks. *Mähönen – Villa* 2006b s. 534 viitaten *Plandent Oyj*, välitystuomio 31.1.2006 s. 24.

Pakollisessa ja täydellisessä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjous on tullut AML 6:10 ja 12:n mukaisesti kohdistaa kaikille osakkeenomistajille. Tällöin riittävän hyväksymisprosentin toteaminen on yksinkertaisempaa. Jos sen sijaan vapaaehtoinen ostotarjous on tehty epätäydellisenä, se on voitu kohdistaa hyvinkin pienelle osakkeenomistajajoukolle tai vain tietyille osakelajeille, jolloin yhdeksän kymmenesosan hyväksyntääkään ei voida pitää edustavana. Lunastusta edeltäneen OYL 18:7.3:n mukaisen vapaaehtoisesta ostotarjouksen olettamahinnasta katsotaankin lain esitöiden mukaan voitavan poiketa, mikäli ostotarjousta ei ole kohdistettu riittävän *kattavalle* yleisölle. Kattavuus on arvioitava monilajisessa yhtiössä osakelajeittain.³⁸⁵

4.2 AML:n ilmentämät erityiset syyt

AML:n esitöiden mukaan pääsäännön mukaisesta vastikkeen määräytymisestä voidaan poiketa esimerkiksi kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla tapahtuneen olennaisen muutoksen johdosta³⁸⁶. Lisäksi ostotarjousdirektiivin mukaan kansalliselle valvontaviranomaiselle voidaan antaa valtuudet säätää poikkeuksista tarjousvastikkeeseen³⁸⁷. Suomessa valvontaviranomaisen tehtävästä vastaa Rata, joka onkin standardissaan antanut määräyksiä tarjousvastikkeen vähimmäismäärään vaikuttavista erityisistä syistä³⁸⁸.

Oikeuskirjallisuuden ja -käytännön perusteella voidaan vahvasti katsoa, että AML:n mukaisia erityisiä syitä voidaan käyttää perusteluina myös OYL:n mukaista lunastushintaa määriteltäessä. Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa on nimenomaisesti todettu, että AML:sta ilmeneviä tulkintaperiaatteita voidaan käyttää avuksi etsittäessä OYL:n tarkoittamaa käypää hintaa. Välimiesoikeuden mukaan se, että AML edellyttää korjaamaan julkisten markkinoiden hinnanmuodostuksen epätäydellisyydestä johtuvat puutteellisuudet

³⁸⁵ HE 109/2005 s. 174. Näin myös Ramberg, Göran 2003 s. 74.

³⁸⁶ HE 6/2006 s. 47. Poikkeaminen tulee aina tehdä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleiset periaatteet, kuten sijoittajien tasapuolinen kohtelu, huomioon ottaen.

³⁸⁷ Ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

³⁸⁸ HE 6/2006 s. 47 ja Ratan standardi 5.2c s. 34–35.

lunastushinnassa, korostaa tämän tekijän merkitystä myös OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä³⁸⁹.

Myös *Immonen* on tuoreessa teoksessaan katsonut, että AML:n perusteita voidaan soveltaa vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksessa³⁹⁰. Nin ikään *Timosen* mukaan ”kaikkia syitä”, myös AML:n mukaisia, voidaan hyödyntää perusteluina lunastushinnasta poikkeamiselle³⁹¹. *Säiläkivi* kiinnittää huomiota siihen, ettei OYL:n mukainen lista ole tyhjentävä. Koska OYL:n ja AML:n mukaiset hinnanmäärittämissä tilanteet ovat hyvin samankaltaisia, AML:n mukaiset syyt voivat tulla sovellettaviksi poikkeamisen perusteluina.³⁹² AML:n mukaisten erityisten syiden voidaan joka tapauksessa katsoa sisältyvän välimiesten velvollisuuteen ottaa huomioon kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat³⁹³, minkä voidaan katsoa olevan ilman lainsäädännöstäkin itsestään selvää.

Mielestäni AML:n mukaisten erityisten syiden soveltaminen OYL:n mukaisen lunastushinnan määräytymisen yhteydessä on erittäin perusteltua, eikä muunlainen tulkinta voisi olla lunastussäännösten tavoitteena olevan vähemmistönsuojan mukainen. Edellä esitettyjen argumenttien lisäksi käsitystä tukee se, että olettasäännösten mukainen hinta on nimenomaisesti määräytynyt AML:n mukaan, joten poikkeamisenkin tulisi olla mahdollista *saman säännöksen* periaatteiden mukaisesti. Erityiset syyt olisi ollut mahdollista huomioida jo AML:n mukaisessa hinnanmäärittämissä vaiheissa, mutta tilanne on voinut esimerkiksi muuttua ostotarjousvastikkeen määrittelyhetkestä siten, että erityiset syyt ovat aktualisoituneet vasta lunastusvaiheissa. Yhtäläisten periaatteiden soveltamista voidaan perustella myös analogialla, sillä kyse on samoin perustein tapahtuvasta hinnan määrittämisestä. Sekä AML:n että OYL:n lunastussäännösten tavoitteena on lisäksi yhteneväisesti vähemmistöosakkeenomistajan suojaaminen.³⁹⁴

³⁸⁹ Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 23. Ks. myös Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004 s. 202.

³⁹⁰ Ks. *Immonen* 2006 s. 173, ”Fuusiolunastuksessa, toisin kuin vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksessa OYL 18 luvun mukaan, AML:n perusteita käyvän hinnan määrittämiseksi edellytetään sovellettavaksi *vain* eräänä huomioon otettavana seikkana.” (kursivointi tässä, kirjoittajan huomautus).

³⁹¹ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

³⁹² Säiläkivi, haastattelu 30.11.2006.

³⁹³ Ks. HE 109/2005 s. 173.

³⁹⁴ Ks. analogia-argumenteista Aarnio 1989 s. 243–247.

OYL:n ja AML:n mukaisten erityisten syiden yhdenmukaisuuteen ei ole kiinnitetty huomiota säännöksissä tai niiden valmistelutöissä, mikä on mielestäni yllättävää, sillä lakien lunastussäännösten yhtenäistämistä on muuten pidetty keskeisenä. Mielestäni lainsäätäjän olisi tullut kiinnittää huomiota sääntelykohteiden yhteneväisyyteen ja ottaa se huomioon lakien synkronisoinnissa. Lienee tuskin tarkoituksenmukaista, että samankaltaisia tilanteita ja samaa prosessia sääntelevät erityiset syyt ovat AML:n ja OYL:n perustelujen mukaan täysin toisistaan poikkeavat. Erityisten syiden parempi synkronisoiminen lakien välillä olisikin nähdäkseni lisännyt prosessitehokkuutta ja ennakoitavuutta sekä parantanut vähemmistönsuojaa.

4.2.1 Erityiset etuudet

Ratan standardin mukaan sijoittajien tasapuolisen kohtelun vaatimuksen toteutuminen voi edellyttää, että tarjousvastiketta korotetaan tilanteessa, jossa ostotarjoukseen läheisesti liittyvässä tai ostotarjousta edeltäneessä sopimuksessa tai muussa järjestelyssä on sovittu erityisistä etuuksista joillekin kohdeyhtiön arvopaperinhaltijoille³⁹⁵. Siten ei voida sopia erityisesti tietyille osakkeenomistajille kohdistetuista erityisistä etuuksista, jotka johtaisivat siihen, että nämä osakkeenomistajat saisivat *tosiasiallisesti* ostotarjouksessa tarjottua paremman vastikkeen.³⁹⁶ Näin ollen merkitystä ei tule antaa pelkästään osakkeesta maksetulle käteishinnalle, vaan on myös tarkasteltava yritysjärjestelyyn liittyvien kokonaisjärjestelyiden arvoa. Järjestelyyn liittyvät mahdolliset muut etuudet on huomioitava osakkeen hintaa määriteltäessä.

Vaikka Ratan standardi koskeekin julkisen ostotarjouksen vastikkeen määräämistä, sen mukaisten perustelujen voidaan katsoa soveltuvan myös OYL:n mukaisen lunastushinnan määrittelyyn. Edellä esittämäni mukaisesti AML:n mukaisia erityisiä syitä saadaan hyödyntää myös OYL:n mukaisia erityisiä syitä arvioitaessa³⁹⁷. Tätä vahvistaa osaltaan sekin jo edellä

³⁹⁵ Pelkästään korottavat tekijät voidaan ottaa huomioon vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisessä, sillä ostotarjouksessa maksettua hintaa on pidettävä edellä esitetyllä tavalla hinnanmäärityksen alarajana.

³⁹⁶ Ratan standardi 5.2c s. 14 ja 34.

³⁹⁷ Ks. edeltävä luku 4.2. Näin siis mm. Immonen 2006 s. 173 ja Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 23.

mainittu seikka, että välimiesten on joka tapauksessa otettava huomioon kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat³⁹⁸. Sekä OYL:n että AML:n mukaisten hinnanmääritysnormistojen tavoitteet ja hinnanmääritysolosuhteet ovat tosiasiaassa yhteneväiset. Molempien normistojen mukaan osakkeen hinnan on oltava käypä ja tavoitteena on suojata vähemmistöosakkeenomistajaa.

Standardin mukainen poikkeamismahdollisuus perustuu osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun vaatimuksen turvaamiseen. Kuten edellä on esitetty, tulee AML:n mukaiselle tasapuolisen kohtelun periaatteelle ja OYL:n mukaiselle yhdenvertaisuusperiaatteelle antaa yhteneväinen merkitys näissä tavoitteiltaan ja olosuhteiltaan samankaltaisissa tilanteissa³⁹⁹. Näin ollen se, että standardissa on nimenomaisesti huomioitu osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden olevan mainituissa tilanteissa uhattuna, on omiaan vahvistamaan seuraavassa esitettävää käsitystä siitä, että kyseessä on puhtaasti osakeyhtiöoikeudellisessakin mielessä yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen toimi⁴⁰⁰.

OYL 1:7:n 1. virkkeen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti kaikki yhtiön osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet. Osakkeenomistajia ei saa siis asettaa perusteettomasti eriarvoiseen asemaan⁴⁰¹. Periaatteen keskeisenä tarkoituksena on estää enemmistöosakkeenomistajien suosiminen vähemmistön kustannuksella⁴⁰². Mikäli jollekin osakkeenomistajalle tarjottaisiin erityisiä etuuksia, asetettaisiin osakkeenomistajat yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti eriarvoiseen asemaan ja osakkeet tuottaisivat epäyhtäläisen kompensaaion. OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeen mukaan yhtiön johto ei saa tehdä päätöstä, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yleislausekkeen on katsottu ulottavan yhtäläillä fidusiaarisia velvollisuuksia myös määräävälle osakkeenomistajalle muita osakkeenomistajia kohtaan⁴⁰³. Ainoastaan joillekin osakkeenomistajille erityisiä etuuksia tarjoava järjestely olisi

³⁹⁸ HE 109/2005 s. 173.

³⁹⁹ Ks. luvussa 2.1.2 esitetty.

⁴⁰⁰ Ks. myös Plandent Oyj, välitystuomio 13.1.2006 s. 23, jossa on todettu samansuuntaisesti.

⁴⁰¹ Palm 2005 s. 288–289.

⁴⁰² Ks. HE 109/2005 s. 39.

⁴⁰³ Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 105 ja 149.

omiaan tuottamaan näille epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Airaksinen ja Jauhiainen ovat nimenomaisesti todenneet, että markkinahinnasta poikkeamiseen on yleensä perusteita, jos yhdenvertaisuutta on loukattu⁴⁰⁴. Yhdenvertaisuusargumentin painoarvoa on omiaan lisäämään se, että sen asemaa on nimenomaisesti korostettu uuden lain myötä. Perusteluissa on todettu olevan selvää, että toimenpiteen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuuteen voidaan vedota tuomioistuimessa.⁴⁰⁵ Kaiken tämän argumentaation pohjalta on mielestäni selvää, että kokonaisjärjestelyjen ja mahdollisten erityisten etujen arvo tulisi huomioida vähemmistöosakkeiden lunastushintaa määriteltäessä.

Erityisten etuuksien huomioon ottaminen lunastushinnassa on herättänyt keskustelua viime aikoina. Parhaillaan välimiesmenettelyssä käsiteltävänä olevassa Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa on paljastunut lunastusmenettelyä edeltäneen ostotarjouksen mukaisen kaupan sisältäneen tavallisen osakekaupan lisäksi muita salaisiin sopimusasiakirjoihin sisältyneitä ehtoja. Vähemmistöosakkeenomistajat ovat esittäneet väitteitä, joiden mukaan lunastajan roolissa oleva OKO olisi osakekaupan yhteydessä antanut enemmistöomistaja Ilmariselle erityisinä etuuksina valtakunnalliset myyntikanavansa ja asiakasrekisterinsä. OKO:n on myös kerrottu järjestäneen suunnatun osakeannin, jossa se tarjosi Ilmariselle ja Suomelle mahdollisuutta merkitä edullisesti kymmenen prosenttia sen osakkeista. Vastaavaa mahdollisuutta ei tarjottu muille Pohjolan osakkeenomistajille.⁴⁰⁶ Tällä voidaan katsoa asetettavan osakkeenomistajat eriarvoiseen asemaan ja tuotettavan toisille osakkeenomistajille epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Kaupan ohessa saadut muut edut ovat muodostaneet epäilemättä korvaamattoman arvokkaan osan vastikkeesta. Niiden on arvioitu vaikuttaneen osakkeen käteishintaan ja näin ollen pörssikurssiin alentavasti⁴⁰⁷. Käteishinta on siis ollut kokonaisvastikkeen reaaliarvoa

⁴⁰⁴ Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 536.

⁴⁰⁵ HE 109/2005 s. 37. Vrt. Toiviainen, BLF 2006 s. 43–47 ja Toiviainen 2006 s. XIII, joka huomauttaa yhdenvertaisuusperiaatteen varaan jäämisen aiheuttamista oikeusvarmuuteen ja ennakoitavuuteen liittyvistä ongelmista. Ks. kriittisesti myös af Schultén, JFT 2006 s. 314.

⁴⁰⁶ TS 26.9.2006, TS 17.8.2006 ja HBL 19.1.2006.

⁴⁰⁷ TS 17.8.2006.

alhaisempi. Erityisten etuuksien arvon tulisikin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti sisältyä kaikkien vähemmistöosakkeenomistajien saamaan lunastushintaan.

Liittyen läheisesti erityisiin etuuksiin, *Osakesäästäjien keskusliiton lausunnossa* on kiinnitetty huomioita myös epäkohtaan, jonka mukaan lunastaja on saattanut jollakin muulla nimikkeellä maksaa jollekin osakkeenomistajalleen ostotarjouksessa tai lunastusmenettelyssä maksettua hintaa suuremman osakekohtaisen hinnan. Lausunnon mukaan OYL:ssa pitäisikin selkeästi todeta, että lunastushintaa määrättäessä on otettava huomioon lunastajan mahdollisesti jollekin osakkeenomistajalle maksama lisähinta riippumatta siitä, millä nimikkeellä se on maksettu.⁴⁰⁸ Mielestäni OYL:in tulisi ottaa selkeät määräykset Ratan standardissa esitetyn kaltaisten erityisten etuuksien ja mahdollisella muulla nimikkeellä maksettujen hintojen vaikutuksesta käyvän hinnan määrittelyyn. Näiden erityisten syiden jättäminen huomioonotettavaksi pelkästään yhdenvertaisuusperiaatteen varassa tarjoaa toki nimellistä suojaa, mutta niihin vetoaminen voi olla käytännössä vaikeaa, eikä varmuutta niiden toteutumisesta ole. AML:n ja OYL:n ilmentämät erityiset syyt olisi myös aihetta synkronisoida keskenään.

4.2.2 Yritys kiertää lain määräaikoja

Kun lunastusta on edeltänyt ostotarjous, lunastushintana pidetään OYL 18:7.2 ja 3:n mukaan tarjousvastikkeena maksettua hintaa, eli ensisijaisesti lunastajan itsensä ostotarjousta edeltävän kuuden kuukauden aikana ostotarjouksen kohteena olevista osakkeista maksamaa hintaa. Lunastajan omat kaupat siis määräävät vähemmistölunastuksessa sovellettavan hintatason, mikä voikin olla omiaan houkuttelemaan lunastajaa vaikuttamaan tarkasteluajanjakson hintaan esimerkiksi tekemällä kauppoja korkeammalla hinnalla ennen kuuden kuukauden seuranta-ajanjakson alkua⁴⁰⁹. Ostotarjousdirektiivin mukaan jäsenvaltiot saivat direktiivin implementointivaiheessa kansallisesti valita korkeimman hinnan seuranta-ajanjakson 6–12

⁴⁰⁸ OSKL:n lausunto, OM 2003. Lausunnossa on viitattu AvestaPolarit Oyj:n ja Partek Oyj:n välitystuomioihin, joissa tällaisia eriä ei ole otettu huomioon lunastushinnassa. OSKL:n mukaan käytäntö mahdollistaa väärinkäytökset. Ks. AvestaPolarit Oyj, välitystuomio 9.6.2003 s. 39–40, jossa erimielisyyttä on syntynyt terminaattiosopimuksessa maksetun hinnan kuulumisesta osaksi kauppahintaa ja Partek Oyj, välitystuomio 2.4.2003 s. 39, jossa vähemmistö vaati ostotarjouksen hyväksyneille maksettua korkohyvitystä osakseen.

⁴⁰⁹ Mähönen – Villa 2006b s. 499 ja 501.

kuukauden väliltä⁴¹⁰. Ostotarjousdirektiivin muodostama aikaväli mahdollistaakin sen, että myös Suomessa voidaan ottaa huomioon tarjoustusta edeltävän 6–12 kuukauden aikana tarjousvastiketta korkeampaan hintaan tehdyt osakekaupat⁴¹¹. Näin voidaan menetellä erityisesti, mikäli yksittäiseltä osakkeenomistajalta on hankittu merkittävä määrä osakkeita hieman ennen kuuden kuukauden määräytymisajanjakson alkamista ilmeisenä tarkoituksena välttää tarjousvastikkeen määräytymistä koskevien säännösten soveltuminen⁴¹². Sääntö on kirjoitettu myös nimenomaisesti Ratan standardiin⁴¹³. Kauppojen kontrollointia helpottanee AML 6:11.4:n säännös lunastajan velvollisuudesta ilmoittaa Ratalle kaikki ostotarjoushetkeä edeltävän 12 kuukauden aikana tehdyt kaupat ja niissä maksetut vastikkeet.

Kauppahinnasta on voitu myös nimenomaisesti sopia etukäteen, jolloin kuuden kuukauden tarkkailuajanjaksolla suoritettut kaupat voivat osoittautua vallitsevaa kurssitasoa alhaisemmiksi⁴¹⁴. Ratan standardin mukaan vastikkeen vähimmäismäärää voi olla aiheellista korottaa myös, jos kohdeyhtiön toisesta arvopaperilajista maksettu tai tarjottu korkeampi vastike ei ole järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisesta arvopaperista tarjottavaan vastikkeeseen. Luettelo on esimerkinomainen, ja neljäntenä tekijänä Rata mainitsee, että mikäli tarjousvelvollisuus on syntynyt muuten kuin osakehankinnan johdosta, esimerkiksi yksissä tuumissa toimimisen johdosta, ja tarjousvelvollisuuden syntyhetkellä vallitseva kohdeyhtiön arvopaperien markkinahinta on merkittävästi käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidettävää hintaa korkeampi, peruste korottamiselle voi niin ikään tulla kyseeseen.⁴¹⁵

⁴¹⁰ Ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

⁴¹¹ Mähönen – Villa 2006b s. 498–499.

⁴¹² HE 6/2006 s. 46–47.

⁴¹³ Ratan standardi 5.2c s. 34–35.

⁴¹⁴ Ks. esim. Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 18, jossa kiinteästi sovittu kauppahinta ei heijastunut markkinahintaan.

⁴¹⁵ Ks. Ratan standardi 5.2c s. 34–35.

4.2.3 Kohdeyhtiössä tai markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset

AML:n esitöiden mukaan pääsäännön mukaisesta vastikkeen määräytymisestä voidaan poiketa myös esimerkiksi kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla tapahtuneen olennaisen muutoksen johdosta⁴¹⁶. Erityisiä syitä ei ole kuitenkaan selvennetty enempää lainvalmisteluissa. Lunastushinnassa on voitu ottaa huomioon esimerkiksi yhtiön taloudellisten tunnuslukujen kehitys⁴¹⁷. Myös jokin muu yhtiön taloudellisen aseman voimakas ja äkillinen muutos, kuten merkittävä tuoteinnovaatio tai päinvastaisella tavalla kurssiin vaikuttava tulosvaroitin, voisi olla vahva peruste poiketa lähtökohtaisesta hinnasta⁴¹⁸. Kohdeyhtiössä tapahtuneena olennaisena muutoksena voinee tulla kyseeseen myös ostotarjouksen jälkeen tehty menestyksekkäs yrityskauppa, joka nostaa kohdeyhtiön arvoa⁴¹⁹. Ruotsissa voidaan uuden ABL:n perustelujen mukaan poiketa ostotarjouksessa maksetusta hinnasta myös, mikäli sen jälkeen on ilmaantunut ”uusia tärkeitä seikkoja”⁴²⁰. Tällaiseksi voidaan katsoa tilanne, jossa osakkeen markkinahinta on noussut voimakkaasti jonkin ulkomaailman tapahtuman johdosta. Myös mikäli voidaan osoittaa, että ostotarjous on tehty poikkeuksellisesti alhaisen kurssitason aikana, voidaan ostotarjoushinnasta poiketa.⁴²¹ Sanotut perusteet soveltunevat poikkeamisperusteiksi myös Suomessa.

Markkinoilla tapahtuneisiin olennaisiin muutoksiin voidaan *Immosen* mukaan lukea edelleen aiempien AML:n perustelujen mukaisesti markkinoiden voimakkaat hintaheilahtelut⁴²² sekä osakkeen hinnan nopea laskeminen⁴²³. Hänen mukaansa myös markkina-arvoa suurempi

⁴¹⁶ HE 6/2006 s. 47.

⁴¹⁷ Ks. esim. Kauppakaari Oyj, välitystuomio 4.12.2000 s. 7.

⁴¹⁸ Ks. Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005 s. 326. Elisa Oyj:öön sulautuneen Yomi Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa Yomi Oyj:n osakkeen kurssin seurattua sulautumispäätöksen julkaisemisen jälkeen Elisa Oyj:n kurssia, Elisa Oyj:n antamalla tulosvaroituksella oli vaikutusta myös Yomi Oyj:n kurssiin, mikä oli huomioitava lunastushintaa määritettäessä. Ks. Elisa Oyj (Yomi Oyj), välitystuomio 19.4.2005 s. 28–29.

⁴¹⁹ Erma, haastattelu 13.12.2006.

⁴²⁰ Reg. Prop. 2004/05:85 s. 453, jossa käytetään termiä ”nya viktiga omständigheter”.

⁴²¹ Kadelburger – Mellqvist, JT 2002–03 s. 443 ja Ramberg, Magnus JT 2002–03 s. 933–934.

⁴²² Ks. Immonen 2006 s. 173, Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005 s. 325 ja Sillanpää 1994 s. 61 ja HE 318/1992 s. 39. Ks. myös Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 16, jossa välimiehet huomioivat hinnanmäärittämisessä vuoden 2002 olosuhteet, joissa pörssikurssit vaihtelivat lyhytaikaisesti ja päivittäinkin poikkeuksellisen voimakkaasti ilman yksittäistä yrityksestä johtuvaa erityistä syytä.

⁴²³ Ks. esim. Kauppakaari Oyj, välitystuomio 4.12.2000 s. 5, jossa on poikettu ostotarjoushinnasta erityisin syin kurssin laskettua voimakkaasti keväällä 2000. Tuomiossa sovellettiin tuotto- ja substanssiarvoa.

tuotto-odotus tai substanssiarvo voidaan ottaa huomioon hintaa korottavina tekijöinä⁴²⁴. Pohjolan Sanomat Oy:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa on nimenomaisesti todettu, että markkinahintaa tulee korottaa, mikäli tuotto- tai substanssiarvo johtaisi korkeampaan arvoon⁴²⁵. Välimieskäytännössä on kuitenkin esitetty myös, etteivät tuotto- ja substanssiarvon pohjalta saadut poikkeavat arvot *sellaisenaan* ole markkinahinnasta poikkeamisen edellytys⁴²⁶. Mikäli markkinahinnan luotettavuutta on syytä epäillä, markkinahintaa korkeampi substanssi- ja tuottoarvo voidaan kuitenkin ottaa erityisestä syystä huomioon⁴²⁷. Tuottoarvon huomioonottamiseen on puolestaan perusteita, mikäli voidaan osoittaa, ettei markkinahinta heijasta yhtiön tulevaisuuden odotuksia⁴²⁸. Hinnanmäärityksen on kuitenkin aina perustuttava toteutuneeseen kehitykseen, eikä hypoteettisia ennustuksia voida ottaa huomioon⁴²⁹. Markkinoihin liittyviä erityisiä syitä käsitellään lisää seuraavassa luvussa.

4.3 Markkinoihin liittyvät muut erityiset syyt ja lunastajan toimet

4.3.1 Kurssikehitys poikkeamisen indikaattorina

4.3.1.1 Ostotarjousta korkeampi pörssikurssi

Välimieskäytännön mukaan vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksessä on vakiintuneesti otettu huomioon kohdeyhtiön osakkeen lunastusvaatimusta edeltäneen ajan pörssikurssi, mikäli se on lunastajan tarjoamaa hintaa korkeampi⁴³⁰. Saunalahti Oyj:n välitystuomiossa on

⁴²⁴ Immonen 2006 s. 173. Markkinahintaa korkeampi substanssiarvo on myös mainittu AML:n aiemmissa perusteluissa ostotarjoushinnan määrittelemisessä vaikuttavaksi erityiseksi syyksi, ks. HE 318/1992 s. 267.

⁴²⁵ Ks. esim. Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003 s. 44–45.

⁴²⁶ Ks. esim. Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 16.

⁴²⁷ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Ks. vastaavasti myös luvussa 3.2.2.3 esitetty.

⁴²⁸ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Vähemmistöosakkeen lunastuksessa osakkeenomistaja menettää mahdollisuutensa tulevaisuuden tuottoihin. Mikäli teoreettiset arvostustavat osoittavat yrityksessä olevan yliarvoa, tulisi vähemmistöosakkeenomistajan saada osansa siitä, ks. Hager 2003 s. 81.

⁴²⁹ Ks. esim. Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004, s. 23, jossa merkitystä ei annettu sille minkäläinen Instrumentariumin arvonkehitys ja sen osakkeen kurssikehitys *olisi voinut olla*, jos GE:n ostotarjousta ei olisi tehty. Esitettyjen laskelmien ongelmana on niiden hypoteettisuus, ja OYL:n nojalla osakkeenomistajalla on oikeus saada korvaus osakkeen käyvästä arvosta nimenomaan vireilletuloa edeltävällä hetkellä.

⁴³⁰ Ks. esim. Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.6.2006 s. 30.

nimenomaisesti todettu, ettei menettelylle, jossa lunastushinta määrättäisiin jonkin lunastusvaadetta aikaisemman ja alhaisemman arvon mukaan, löydy tukea aikaisemmista vähemmistöosakkeiden lunastusriidoista. Tapaus on tyypillinen esimerkki siitä, että soveltamalla ostotarjouksessa maksettua hintaa, olisi päädytty alhaisempaan lunastushintaan.⁴³¹ Ostotarjousvastiketta onkin pidetty hinnanmäärityksen alarajana, eikä nimenomaisena käypänä hintana. Sen sijaan pörssikurssin pohjalta määräytyvän markkinahinnan on tyypillisesti katsottu muodostavan hinnanmäärityksen perustan.⁴³² Kun kuitenkin lain tarkoitus ei ole perustelujen mukaan ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, pörssikurssin kohoaminen tulisi huomioida erityisenä syynä hinnanmäärityksessä⁴³³. Korkeamman pörssikurssin huomioiminen tukee myös perustuslain omaisuudensuojasäännöksen mukaista vaatimusta, jonka mukaan hinnan on vastattava lunastushetken käypää arvoa⁴³⁴.

Jotta korkeampi pörssikurssi voitaisiin huomioida, osakkeella on tullut olla riittävästi aitoon markkinaehtoiseen kaupankäyntiin perustuvaa vaihdantaa⁴³⁵. Useissa tuomioissa on kuitenkin lausuttu, että markkinahinnasta poikkeavaan osakkeen käypään hintaan vaikuttavana seikkana pidetään tyypillisesti yksittäisistä osakkeista maksettuja mahdollisia korkeampia hintoja sekä erityisesti suurten osake-erien kauppohen hintatasoa⁴³⁶. Mikäli osakkeilla on tehty erilaisia julkisten ostotarjousten toteutuskauppoja, joiden ei voida katsoa perustuvan normaalin pörssikaupan menettelyihin, näiden vaikutus hinnanmuodostuksessa tulisi eliminoida⁴³⁷.

⁴³¹ Ostotarjoushinta oli 2,29 euroa osakkeelta, mutta välimiesoikeus antoi ratkaisevan merkityksen pörssikurssille ja totesi osakkeen käyväksi arvoksi 2,56 euroa. Vrt. toisaalta Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006, jossa osakkeen lunastushinta vastasi lunastajan ostotarjouksessa maksamaa hintaa.

⁴³² OSKL:n lausunto, OM 2003.

⁴³³ Erma, haastattelu 13.12.2006, Laitasalo, haastattelu 11.12.2006 ja Neuvonen, haastattelu 21.12.2006.

⁴³⁴ Laitasalo, haastattelu 11.12.2006.

⁴³⁵ Laitasalo, haastattelu 11.12.2006 ja Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Yksittäisten kauppohen soveltaminen olisi kohtuutonta, ks. Airaksinen – Jauhiainen s. 540 av. 20. Ks. myös Tilamarkkinat – Yhtiöt Oyj, välitystuomio 6.7.2000 s. 14, jossa pienille, ostotarjoushintaa korkeampaan hintaan tehdyille kauppoille ei annettu merkitystä. Ks. samansuuntaisesti myös Instrumentarium Oyj, välitystuomio s. 22 ja Chips Oyj, välitystuomio 1.11.2005 s. 25.

⁴³⁶ Ks. esim. Sonera Oyj, välitystuomio 27.6.2003 s. 80 ja Immonen 2006 s. 172.

⁴³⁷ Immonen 2006 s. 173.

4.3.1.2 Ostotarjouksen julkitulon vaikutusten huomioon ottaminen

Ostotarjouksen tai aiotun yritysjärjestelyn julkistamisella voi olla huomattava vaikutus osakkeen kurssiin⁴³⁸. Lunastajatahon aikoman järjestelyn julkitulon aikaansaama, usein pörssikurssia nostava vaikutus on huomioitava lunastushinnan määrittämisen yhteydessä. Kohdeyhtiön kurssi voi kääntyä nousuun erityisesti osakkeiden vaihtotarjouksen johdosta, jolloin kohdeyhtiön osakkeen kurssi alkaa seurata lunastajayhtiön kurssikehitystä. Lunastajataho luo uuden kurssitason varmistaessaan mahdollisuutensa saada haluamansa määrä kohdeyhtiön osakkeita maksamalla preemiota vallinneeseen kurssitasoon nähden.⁴³⁹ Lunastajan toimenpiteet lasketaan siis vähemmistöosakkeenomistajan hyväksi. Lunastusjärjestelyn julkitulo voi vaikuttaa kurssiin myös negatiivisesti. Mikäli markkinoiden odotukset esimerkiksi lunastajan johdon vaikutuksista kohdeyhtiölle ovat huonot, kurssitaso voi laskea⁴⁴⁰. Ostotarjouksessa maksettu vastike turvaa vähemmistöosakkeenomistajaa kuitenkin osakkeen vähimmäishintana⁴⁴¹.

Usein kuitenkin ostotarjoushinnan vertaaminen kohdeyhtiön omaan pörssikurssiin ei anna luotettavaa kuvaa osakkeen käyvistä arvosta. Julkinen ostotarjous saattaa lukita kohdeyhtiön kurssin ostotarjouksessa maksetun hinnan tasolle⁴⁴². Mikäli tarjouksen uskotaan saavuttavan pakkolunastusrajan, ostotarjouksen mukaista hintaa voidaan pitää suurella varmuudella osakkeen vähimmäishintana tulevassa realisointitilanteessa. Sijoittajat eivät näin ollen ole kiinnostuneita maksamaan osakkeista ostotarjousvastiketta korkeampaa hintaa.⁴⁴³ Kohdeyhtiön kurssin ei siten voida ostotarjouksen jälkeen välttämättä katsoa muodostuneen

⁴³⁸ Ks. Yrityskauppalautakunnan suositus 2006 s. 10

⁴³⁹ Ks. Hartwall Oyj, välitystuomio 2003 s. 18, jossa hinnan määrittämisessä otettiin huomioon osakkeen arvonkehitys vaihtotarjouksen sekä sen ja lunastusmenettelyn välisenä aikana. Ks. myös Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 16 ja Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 42.

⁴⁴⁰ Wolfram, haastattelu 13.12.2006.

⁴⁴¹ Myöskään määriteltäessä lunastushintaa sulautumisen yhteydessä sulautumisen mahdollista osakkeen arvoa alentavaa vaikutusta ei oteta huomioon, ks. HE 109/2005 s. 159.

⁴⁴² Ks. esim. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 63. Hinnassa voi tosin olla jokin pienehkö diskonttaus tarjoushintaan nähden, ks. Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004 s. 21.

⁴⁴³ Ks. esim. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 63 ja Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004 s. 23–24, jossa välimiehet myönsivät ostotarjouksen ohjanneen hinnanmuodostusta, mutta koska vaihto oli ollut ostotarjouksen julkaisemisen jälkeen riittävää ja koska valtaosa osakkeista oli hyväksynyt tarjotun hinnan, sille ei annettu tässä tapauksessa merkitystä. Ks. myös Yrityskauppalautakunnan suositus s. 10, jossa on tuotu ilmi, että ostotarjouksen julkistamisella voi olla huomattava vaikutus osakkeen kurssiin.

vapaasti ja kuvaavan osakkeen käypää arvoa. Välimieskäytännössä on kuitenkin usein esitetty, ettei ostotarjouksen julkituloa ja lunastajan toimia voida sellaisenaan pitää pörssikurssia vinouttavina seikkoina. Sen sijaan erilaiset olosuhteet voivat vaikuttaa siihen, että kurssikehityksen lukkiutuminen yhdessä siihen vaikuttaneiden erityisten syiden kanssa tulee ottaa huomioon arvioitaessa osoittaako pörssikurssi käypää hintaa.⁴⁴⁴ *Timonen* katsoo, että edelleen uuden OYL:n aikana voidaan erityisenä syynä vedota tällaiseen kurssin ”jäädymiseen”⁴⁴⁵.

4.3.1.3 Vertailu indekseihin

Yhtiön pörssikurssi lukkiutuu usein yllä esitetyllä tavalla edustamaan ostotarjouksessa maksettua hintatasoa. Kuten tutkielmassa on tuotu esille, pörssikurssin luotettavuutta on omiaan kyseenalaistamaan myös lukuisat muut tekijät. Näin ollen ostotarjoushintaa tulisi verrata yhtiön oman pörssikurssin sijasta nimenomaisesti yleiseen kurssikehitykseen eli osakeindekseihin⁴⁴⁶. Kun OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisena lunastushinnan lähtökohtana pidetään ostotarjouksessa maksettua hintaa, joka ensisijassa on määräytynyt lunastajan itsensä ostotarjousta edeltävän kuuden kuukauden aikana tekemien kauppojen pohjalta, aikaa lunastajan maksamasta korkeimmasta hinnasta välimiesmenettelyn vireilletuloon on voinut kulua huomattavasti. Ostotarjouksen mukainen hinta voi näin ollen nousevien osakeindeksien aikana olla hyvinkin kaukana sekä kohdeyhtiön pörssikurssin että etenkin indeksien osoittamasta vireilletuloa edeltävän ajankohdan arvosta. Lunastajan tarjoamaa hintaa olisikin aina syytä verrata lunastushetkellä vallitsevaan yleiseen kurssitasoon ja osakemarkkinoiden yleiseen kehitykseen⁴⁴⁷. Mikäli ostotarjouksessa maksettu hinta poikkeaa huomattavasti yleisestä kurssitasosta, tätä tuskin voidaan pitää osakkeen käypänä hintana ja erityisiä syitä poiketa ostotarjoushinnasta voitaneen katsoa olevan.

⁴⁴⁴ Ks. esim. *Instrumentarium Oyj*, välitystuomio 30.3.2004 s. 23–24 ja *Eimo Oyj*, välitystuomio 20.4.2004 s. 63. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi vaihdon riittävyys ja lunastajan muut hinnan määräytymiseen vaikuttaneet toimet.

⁴⁴⁵ *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

⁴⁴⁶ Osakeindekseillä kuvataan tavallisesti pörssikurssien keskimääräistä kurssikehitystä, ks. *Kariola – Niemelä – Angervuo* 2004 s. 65–67.

⁴⁴⁷ *Kotiranta*, haastattelu 7.12.2006.

Verrattaessa ostotarjouksessa maksettua hintaa osakemarkkinoiden yleiseen kehitykseen, huomioon voidaan ottaa esimerkiksi miten paljon *OMXH-indeksin pisteluku* on noussut Helsingin arvopaperipörssissä⁴⁴⁸. Sen avulla pystytään arvioimaan osakkeen odotettavissa ollut, mutta ostotarjouksen takia toteutumatta jäänyt kurssinousu⁴⁴⁹. Yleisen osakemarkkinakehityksen lisäksi vertailuna hinnanmäärityksessä voidaan hyödyntää muitakin indeksejä, esimerkiksi bruttokansantuotteen kehitystä⁴⁵⁰.

4.3.1.4 Vertailu toimialan yleiseen ja vertailuryhmän yritysten kurssikehitykseen

Lunastushintaa määriteltäessä on myös perusteltua vertailla kohdeyhtiön kurssikehitystä ja ostotarjouksessa maksettua hintaa toimialan yleiseen kehitykseen sekä käyttää vertailuryhmänä saman toimialan muiden yritysten osakekursseja⁴⁵¹. Tämä toteuttaa parhaiten lunastussäännösten alkuperäistä vähemmistönsuojafunktiota, jonka mukaan vähemmistöosakkeenomistajille tulisi turvata niin korkea lunastushinta, että he voisivat tappiota sijoittaa pääomansa muualle⁴⁵². Otettaessa saman toimialan vertailuryhtymän kurssikehitys huomioon hinnanmäärityksessä, vähemmistöosakas voi pakkolunastusmenettelyn päätyttyä sijoittaa pääomansa vertailuryhtymään. *Silaskivi* suhtautuu yksittäisten vertailuryhtymien hyödyntämiseen varauksella, sillä satunnaiset seikat voivat vaikuttaa yhtiöiden väliseen kurssieroon. Sen sijaan hän antaa painoarvoa toimialakohtaiselle vertailulle ja korostaa, että toimialan kehitystä hyvin kuvaavien indeksien kehityksestä poikkeamiselle tulee löytää perustellut syyt. Markkinoiden kannalta objektiivisesti perusteltavissa oleva syy on hyväksyttävä, mutta sen sijaan yhtiön tai lunastajan toimenpiteistä johtuva poikkeama on

⁴⁴⁸ Kisanlahden mukaan voidaan pitää perusteltuna ajatusta siitä, että vähemmistölle hyvitetäisiin indekseihin perustuen kurssinousu lunastusvaatimuksen esittämisen ja lunastuskorvauksen määräämisen väliseltä ajalta, ks. Kisanlahti, OM 2002 s. 20. Sanottu soveltuu myös pidemmän, ostotarjouksesta alkavan aikavälin tarkasteluun.

⁴⁴⁹ Kohdeyhtiön osakkeesta maksettavaa korvausta korotettaisiin beta-kertoimen mukaisesti samassa suhteessa kuin mikä oli asianomaisen osakkeen pörssikurssin herkkyys muuttua suhteessa yleiseen indeksinousuun, ks. Brealey – Myers – Marcus 2004 s. 294–298. Keskeistä on, että tämä taloustieteellinen beta-kerroin laskettaisiin ajalta ennen lunastustilanteen syntymistä, ks. Kisanlahti OM 2002 s. 21. Tässä tapauksessa sanottu tarkoittanee kertoimen laskemista ajalta ennen ostotarjouksen tekemistä, jolloin ostotarjouksen vaikutukset eliminoituisivat.

⁴⁵⁰ Kisanlahti, OM 2002 s. 21.

⁴⁵¹ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1054 ja Wolfram, haastattelu 13.12.2006. Vertailuhinnoittelua onkin sovellettu useissa välitystuomioissa, ks. esim. Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004 s. 207.

⁴⁵² HE 27/1977 s. 108.

katsottava erityiseksi syyksi, jolloin ostotarjoushinnasta tai markkinahinnasta voidaan poiketa.⁴⁵³ Toimialalla on katsottu olevan ainakin viitteellinen merkitys erityisesti silloin, kun se on vahvasti sidoksissa osakemarkkinoihin⁴⁵⁴. Osakkeen arvoon on katsottu vaikuttavan myös lunastushetkellä tiedossa olevat sellaiset olosuhteiden ja toimintaedellytysten muutokset, jotka koskevat kaikkia samalla toimialalla toimivia yrityksiä yleensä. Tätä kautta yhtiön tulevien vuosien voitto-osuudet voivat tulla otetuiksi huomioon hinnanmäärittämisessä.⁴⁵⁵

4.3.1.5 Kurssin kehitys lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeen

Uudessa OYL:ssa osakkeen arvostusajankohta on sidottu lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävään hetkeen. Sanamuodon mukaisesti säännöstä tulkittaneen siten, ettei vireilletulohetken jälkeisiä seikkoja lähtökohtaisesti huomioida osakkeen käyvän hinnan määrittelyssä. *Mähönen ja Villa* otaksuvat säännöksen olevan ehdoton. Lunastushetkeä ei ollut määritelty VOYL:ssa. Välimiesoikeus saattoi määritellä ajankohdan kaikki asiaan vaikuttavat seikat huomioon ottaen vireilletulohetkeä myöhemmäksikin⁴⁵⁶. Aiemman välimieskäytännön mukaan lunastushetkeä määriteltäessä on aina varmistuttava, ettei lunastaja ole vaikuttanut osakkeen arvoon vähemmistöosakkeenomistajan vahingoksi esimerkiksi vääristämällä kurssia, eikä vahingoittanut näiden intressejä lunastusmenettelyn perusteettomalla pitkittämisellä tai muilla seikoilla⁴⁵⁷. Myös muilla poikkeuksellisilla tekijöillä voinee olla merkitystä. *Af Schultén* on viitannut esimerkiksi lunastusmenettelyn aikana kohdeyhtiön maalta löytyvän arvokkaan malmilöydöksen voivan olla tällainen hintaan vaikuttava seikka⁴⁵⁸.

⁴⁵³ Silaskivi, DL 2004 s. 1054.

⁴⁵⁴ Ks. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 62–63, jossa välimiesoikeus katsoi, että Eimo Oyj:n kurssikehitys vertailuryhmässä tapahtuneeseen kurssikehitykseen nähden ei selity markkinoiden normaalilla käyttäytymisellä, vaan merkittävästi poikkeavan kurssikehityksen selityksenä täytynee olla jokin erityinen syy. Välimiesoikeus on ottanut hintaa arvioidessaan huomioon yhtiön toimialan sekä teknologia-alan yleisen kurssikehityksen lisäksi muun muassa Eimo Oyj:stä annetun markkinainformaation, omistajarakenteen ja lunastustarjouksen olosuhteet.

⁴⁵⁵ Rovakairan Tuotanto Oy, välitystuomio 30.4.2004 s. 29–30.

⁴⁵⁶ *Mähönen – Villa* 2006b s. 528 ja *Plandent Oyj*, välitystuomio 31.1.2006 s. 20.

⁴⁵⁷ Ks. mm. *Timonen* 2001 s. 369.

⁴⁵⁸ *Af Schultén* 2004 s. 525. Ks. vastaavasti *Reg. Prop. 1975:103* s. 533–534, missä on todettu merkitystä voitavan antaa esimerkiksi vireilletulohetken jälkeen ilmenneelle, kohdeyhtiön arvoon vaikuttaneelle luonnonvaralöydökselle. *Säiläkivi*, haastattelu 30.11.2006, on kuitenkin täsmentänyt ajatusta siten, että merkitystä tulisi antaa vain seikoille, joiden *peruste* on ajassa ennen sitä hetkeä, jolloin välimiesoikeus määräsi omistusoikeuden siirtymisestä lunastajalle. Seikkoja, joiden peruste on tämän jälkeisessä ajassa, ei noteerattaisi.

Lunastusmenettelyn aikana tapahtuvalle kurssi- tai tuloskehitykselle ei kuitenkaan ole annettu välimieskäytännössä merkitystä⁴⁵⁹. Koska OYL 18:7.1:n perustelujen mukaan tarkoitus ei ole ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, katsoisin, että erityisten syiden perusteella voitaisiin edelleenkin yllä esiteltyä vastaavissa erityistapauksissa poiketa vireilletulohetkeä edeltävästä ajankohdasta ja ottaa huomioon sen jälkeen tapahtuneet, osakkeen arvoon vaikuttaneet tekijät.

4.3.2 Osakkeen markkinahinnan luotettavuuteen vaikuttavat erityiset syyt

Kuten aiemmin on tuotu esiin, osakemarkkinoiden tehottomuus voi kyseenalaistaa markkinahinnan presumtiivisen aseman käyvän hinnan määrittäjänä. Niin ostotarjouksen mukaisen hinnan kuin myös sen vertailuarvona käytettävän pörssikurssin on tullut määräytyä tehokkailla markkinoilla. *Leppiniemen* mukaan markkinoiden tehokkuus voi vaihdella ajoittain ja yhtiöittäin, ja markkinoiden voidaan katsoa olevan tehokkaammat sellaisten yhtiöiden kohdalla, joilla käydään runsaasti kauppaa⁴⁶⁰. *Christensenin* mukaan osakkeen hinnanmäärityksen yhteydessä on myös arvioitava, kuinka pitkän aikaa markkinoiden on tullut toimia ennen arvostamishetkeä tai vastaavasti kuinka kauan ne ovat voineet olla toimimatta⁴⁶¹. Vaikka oikeuskirjallisuudessa markkinahintaa pidetäänkin tänä päivänä lain esitöiden ja oikeuskäytännössä vakiintuneen kannan mukaisesti vähemmistöosakkeen arvonmäärityksen lähtökohtana, vallitsee vahva yksimielisyys siitä, että markkinahinnan luotettavuus on kussakin yksittäistapauksessa testattava. Vaihdon on tullut olla riittävää ja hinnan on tullut määräytyä vapaassa kaupankäynnissä.⁴⁶² Christensen huomauttaa, että poikkeamisessa on noudatettava varovaisuutta, sillä sen johdosta yritysostoprosessin yleinen ennustettavuus kärsii. Hän korostaa silti, että mikäli markkinat eivät täytä niille asetettuja vaatimuksia, on lähtökohtahinnasta ehdottomasti poikettava⁴⁶³.

⁴⁵⁹ Ks. esim. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002.

⁴⁶⁰ Leppiniemi 1999 s. 19.

⁴⁶¹ Christensen, NTS 2002 s. 302.

⁴⁶² Ks. mm. Mähönen – Villa 2006b s. 529, Immonen 2006 s. 172, Silaskivi, DL 2004 s. 1053 ja af Schultén 2004 s. 563. Timonen on jo pitkään ollut markkinahinnan lähtökohtaisuuden kannalla, mikäli sen luotettavuudesta varmistutaan, ks. Timonen 1997 s. 269. Vrt. Kaisanlahti 1995 s. 187, joka on puoltanut ehdottomammin markkinahinnan asemaa vahvana presumtiona.

⁴⁶³ Christensen, NTS 2002 s. 307.

4.3.2.1 Likviditeetin puute

Markkinahinnan luotettavuuteen vaikuttaa ennen kaikkea *vaihdon määrä eli likviditeetti*. Jotta markkinahintaa voitaisiin pitää luotettavana osoituksena osakkeen käyvästä arvosta, osakkeilla tulisi olla päivittäin lukuisia kauppoja ja suurehko määrä ostajia sekä myyjiä⁴⁶⁴. Osakkeen hinnanmuodostusta voidaan siten pitää epäluotettavana kaupankäynnin ollessa vähäistä. Vähäinen vaihto mahdollistaa epäasiallisen vaikuttamisen kurssiin ja estää kurseja heijastamasta osakkeen todellista käypää arvoa⁴⁶⁵. Liian vähäinen vaihto voi myös aiheuttaa sen, ettei edellisen tilikauden kohonnut tulos ole ehtinyt vaikuttaa markkinahintaan, sillä todellista hinnanmuodostumista ei ole päässyt tapahtumaan⁴⁶⁶.

Silaskiven mukaan osakekauppojen riittävyttä voidaan arvioida sekä *suhteellisesti* että *absoluuttisesti*. Ensimmäisellä vaihtoehdolla tarkoitetaan tehtyjen kauppojen prosentuaalista osuutta vuosivaihdosta. Merita Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa on esitetty 20 prosentin vuotuisen osakevaihdon takaavan osakkeen käyvän hinnan⁴⁶⁷. *Timonen* suhtautuu vastaavan rajan asettamiseen kuitenkin tänä päivänä vain suuntaa antavana ohjeena⁴⁶⁸. Prosentuaalisen vaatimuksen yksioikoisen soveltamisen ongelmana on *Wolframin* mukaan mahdollisuus, että kauppaa käydään tosiasiasa keinoitekoisesti vain harvojen osakkeiden välillä. Tällöinkin kaupankäynnin määrä saadaan näyttämään riittävältä, mutta kurssitaso on niin alhainen, etteivät muut osakkeenomistajat suostu tekemään kauppoja vallitsevaan hintatasoon.⁴⁶⁹ Suhteelliseen vaihtoon liittyy myös kauppojen tarkastelu vuoden verran taaksepäin, mikä on omiaan tekemään arvonmäärityksen herkemmäksi markkinoihin tai yrityksen asemaan liittyville muutostekijöille. Jälkimmäisessä, vaihdon *absoluuttisessa*

⁴⁶⁴ Ks. esim. Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 24.

⁴⁶⁵ Ks. Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 24 ja Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 15–16, joissa osakkeiden likviditeetti on todettu liian vähäiseksi.

⁴⁶⁶ Ks. Hietalan argumentti Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajien vastineessa, Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 7.

⁴⁶⁷ Merita Oyj, välitystuomio 19.4.2000 s. 31.

⁴⁶⁸ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Merita Oyj:n tuomion jälkeen vähäisempikin vaihto on kuitenkin riittänyt takaamaan markkinahinnan luotettavuuden, ks. esim. Chips Oyj, välitystuomio 1.11.2005 s. 23–25.

⁴⁶⁹ Wolfram, haastattelu 13.12.2006. Myös Kyläkallio, Iirola ja Kyläkallio 2002 s. 207, kirjoittavat, ettei markkinahintaa voida pitää luotettavasti muotoutuneena, mikäli vain pieni osa osakkeista on tosiasiallisen vaihdon kohteena.

arvioinnissa, osakekauppoja tarkastellaan niiden tosiasiallisen määrän ja arvon suhteen, mikä on Silaskiven mukaan suhteellisen vaihdon tarkastelua perustellumpi vaihtoehto⁴⁷⁰. Esimerkiksi Sonera Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa käytettiin molempia tarkastelutapoja, minkä katsonkin luotettavimmaksi keinoksi varmistua osakkeen käyvästä hinnasta.⁴⁷¹

Silaskivi huomauttaa myös, että osakekauppojen luotettavuuteen voi vaikuttaa se, *millaiset markkinatoimijat* ovat tehneet osakekauppoja. Mikäli kauppaa on käyty ammattimaisesti toimivien sijoittajien kesken, on tämä omiaan lisäämään tehtyjen kauppojen luotettavuutta. *Ramberg* esittää jopa, että ostotarjousta tulisi pitää lähtökohtana ainoastaan, mikäli yhtiöstä on tehty julkisia analyysejä. Kaupankäynnin osapuolten tasavahva neuvotteluasema sekä näiden yleinen toimialan ja erityinen kohdeyhtiön tuntemus indikoivat markkinahinnan olevan käypä arvo.⁴⁷² Tämä kertonee, että vähäisten yksittäisten sijoittajien tekemille arvoltaan pienille kaupoille ei tulisi antaa yhtä lailla painoarvoa.

4.3.2.2 Kohdeyhtiön omistusrakenne

Mikäli *omistusrakenteen* voidaan katsoa vaikuttavan markkinahinnan luotettavuuteen, toteutuneita kauppahintoja ei voida pitää osoituksena käyvästä hinnasta. Enemmistöomistuksen vakiintuminen on omiaan aiheuttamaan vaihdon vähäisyyttä, sillä kaupankäynti vähemmistöosakkeilla ei vastaavissa tilanteissa ole useinkaan houkuttelevaa⁴⁷³. Kun lunastajalla on ehdoton määräysvalta, sillä voidaan katsoa olevan sellainen monopoliasema, että vähemmistöosakkeenomistajat eivät tosiasiallisesti voi löytää kilpailevia ostajia⁴⁷⁴. Mikäli lunastaja on ollut kohdeyhtiön määräävä omistaja useamman vuoden ajan, kohdeyhtiön osakkeista ei ole syntynyt aitoa kilpailua, eikä osakkeen arvonkehitys ole

⁴⁷⁰ Silaskivi, DL 2004 s. 1053.

⁴⁷¹ Sonera Oyj, välitystuomio 26.6.2003 s. 86.

⁴⁷² Silaskivi DL 2004, viitaten mm. AvestaPolarit Oyj, välitystuomio 9.6.2003 s. 37 ja Ramberg 2003 s. 77.

⁴⁷³ Ks. esim. Timonen 2001 s. 359 ja Silaskivi, DL 2004 s. 1054, joka puhuu nk. *negatiivisen omistajapreemion* huomioonottamisesta hinnanmäärityksessä. Ks. myös esim. Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 23–25, jossa omistusrakenteelle yhdessä kauppojen vähäisyyden kanssa annettiin vaikutusta hinnanmäärityksessä.

⁴⁷⁴ Mähönen – Villa 2006b s. 530 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 207.

seurannut alan yleistä arvonkehitystä⁴⁷⁵. Kamppailu lunastusrajan ylittävien osakkeiden haltuunsaamiseksi tai vastaavasti määräysvallan saavuttamisen estämiseksi voi myös vaikuttaa kurssiin joko nostaen tai laskien. Omistuksen keskittyessä myös markkinoilla tosiasiallisesti olevien osakkeiden määrä voi olla vaihdon luotettavuuden kannalta liian pieni⁴⁷⁶. Lunastaja on myös saattanut omistaa pitkään lunastusrajan tuntumassa olevan määrän osakkeita ja odottaa kurssien kääntymistä laskuun⁴⁷⁷. Lunastajan voidaan tällöin katsoa perusteetta pitkittäneen lunastusprosessin alkua, mikä on huomioitava lunastushinnan määrittelyssä⁴⁷⁸.

4.3.2.3 Kurssimanipulaatio

Riittävän vaihdon on perustuttava aitoon markkinaehtoiseen kaupankäyntiin, ja hinnan on tullut määräytyä vapaassa vaihdossa⁴⁷⁹. Vaihdon vähäisyys aikaansaa markkinoiden ohuuden, mikä osaltaan helpottaa markkinahinnan *manipulointia* erinäisin keinoin⁴⁸⁰. Osakkeiden vähäinen vaihdettavuus, kurssien voimakkaat heilahdukset ja osakeomistuksen keskittyneisyys antavatkin aiheen olettaa, että markkinahintaan on voitu vaikuttaa epäasiallisella tavalla⁴⁸¹. Lunastushintaa määritettäessä on aina varmistuttava siitä, ettei lunastaja ole vaikuttanut yhtiön osakkeen arvoon vähemmistöosakkeenomistajan vahingoksi⁴⁸².

Kurssimanipulaatio voi perustua esimerkiksi tarjouksen tekijää tai sen saajaa edustavien, yhteiseen lukuun toimivien henkilöiden kauppoihin, joilla kurssia on vääristetty⁴⁸³. Yhtiön tilasta on myös voitu antaa väärä kuva markkinoille rikkomalla tiedonantovelvollisuutta koskevia normeja, eli antamalla *puutteellista tai harhaanjohtavaa informaatiota*.⁴⁸⁴ Esimerkiksi Eimo Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa määräysvallassa olevan

⁴⁷⁵ Neuvonen, haastattelu 11.12.2006.

⁴⁷⁶ Mähönen – Villa 2006b s. 530 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 207.

⁴⁷⁷ Sillanpää 1994 s. 62 ja Savela 2002 s. 15.

⁴⁷⁸ Silaskivi, DL 2004 s. 1050, viitaten Riihimäen Puhelin Oy, välitystuomio 6.10.2003 s. 27.

⁴⁷⁹ Immonen 2006 s. 173.

⁴⁸⁰ Välinen, haastattelu 14.12.2006.

⁴⁸¹ Af Schultén 2004 s. 523.

⁴⁸² Ks. mm. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002, jossa välimiehet toteavat olevan tärkeää varmistua siitä, ettei lunastushintaa ole alennettu vääristämällä osakekurssia alaspäin.

⁴⁸³ Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 536, Timonen 1997 s. 269 ja Immonen 2002 s. 487.

⁴⁸⁴ Immonen 2002 s. 487 ja Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 536.

enemmistöosakkeenomistajan katsottiin vaikuttaneen yhtiön kurssin arvoon antamalla markkinoille ristiriitaista informaatiota yhtiön arvosta, mikä oli omiaan laskemaan yhtiön pörssikurssia⁴⁸⁵. Markkinahinta ei myöskään osoita osakkeen arvoa luotettavasti, jos kaupat ovat perustuneet *sisäpiiritietoon*. Nämä markkinoilla ilmenevät häiriötekijät ja väärinkäytökset aiheutuvat markkinoiden epätäydellisestä tai epätasapuolisesti jakautuneesta informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä. Asymmetrisen informaation ongelman taustalla on oletama siitä, että yrityksessä määräävässä asemassa olevalla enemmistöosakkeenomistajalla voidaan lähtökohtaisesti olettaa olevan vähemmistöosakkeenomistajaa paremmat mahdollisuudet saada tietoa kohdeyhtiöstä.⁴⁸⁶ Kurssimanipulaatio ja informaation puutteellisuus sekä harhaanjohtavuus on nimenomaisesti mainittu Ruotsin ABL:n esitöissä pörssikurssista tai ostotarjouksessa maksetusta hinnasta poikkeamisen syiksi⁴⁸⁷.

Ostotarjousdirektiivin yleiset periaatteet sisältävät kiellon aiheuttaa vääristymiä kohdeyhtiön arvopaperimarkkinoille siten, että kurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy⁴⁸⁸. Kurssin vääristäminen, sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja tiedottamisrikos on kriminalisoitu rikoslain (39/1889) 51 luvun nimenomaisissa säännöksissä. *Kaisanlahden* mukaan markkinahinnasta poikkeaminen edellyttää aina erityistä syytä, kuten näyttöä siitä, että kurssitasoa on manipuloitu AML:n vastaisesti⁴⁸⁹. Oma kysymyksensä kuitenkin on, milloin manipulaatio täyttää rangaistavuuden edellytykset, saadaanko sitä näytettyä toteen ja saadaanko siitä ketään vastuuseen⁴⁹⁰. Manipulaatio on *Huhtalan* mukaan voinut olla tietoista tai tiedostamatonta. Kyseessä voi myös olla jokin ulkoinen tekijä, joka on satunnaisesti vaikuttanut kurssiin. Tällöinkin, mikäli lunastusta edeltävä kurssikehitys ei ole

⁴⁸⁵ Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004. Kurssimanipulaation eliminoimiseksi tarkastelu tuli ulottaa aikaan ennen markkinainformaation antamista.

⁴⁸⁶ Häyrinen 2006 s. 25, Niskanen – Niskanen 2000 s. 293, Mähönen – Villa 2006a s. 199 ja Välinen, haastattelu 14.12.2006. Oma huomionarvoinen seikkansa on, pysyttäisiinkö markkinahinnan luotettavuutta lisäämään yhtiöiden tiedottamissääntelyä tiukentamalla, Ylä-Mononen ja Sistonen, haastattelu 29.11.2006

⁴⁸⁷ Reg. Prop. 2004/05:85 s. 812–813 ja SOU 1997:22 s. 282–284.

⁴⁸⁸ Ostotarjousdirektiivi, 3(1) art. d) kohta.

⁴⁸⁹ Kaisanlahti 1999 s. 80–81.

⁴⁹⁰ Häyrinen 2006 s. 412.

luotettavaa ja samanaikaisesti voidaan vahvasti epäillä jonkin ulkoisen seikan vaikuttaneen kurssikäyttäytymiseen, poikkeaminen lähtökohtahinnasta voinee olla mahdollista.⁴⁹¹

4.3.3 Muut lunastajan tai kohdeyhtiön toimet

Myös muut lunastajan tai kohdeyhtiön toimet, jotka vaikuttavat epäasiallisesti vähemmistöosakkeenomistajien asemaan ja vähemmistöosakkeen hinnanmuodostukseen, voidaan ottaa huomioon osakkeen käypää arvoa määritettäessä. Tällaisena epäasiallisena vaikuttamisena voidaan pitää esimerkiksi osingonmaksupolitiikan käyttämistä vähemmistöosakkeenomistajien painostamiseen yhdeksän kymmenesosan lunastusrajan saavuttamiseksi⁴⁹².

Välimieskäytännössä on usein vaadittu, että lunastushintaan tulisi lisätä yhtiön maksamatta jättämää osinkoa vastaava erä, jolla kompensoitaisiin saamatta jäänyttä tuottoa. *Kyläkallion, Irolan ja Kyläkallion* mukaan osakkeen tuotto, kuten osinko, kuuluu lunastusriidan aikana lunastajan sijaan vähemmistöosakkeenomistajalle⁴⁹³. Useissa tuomioissa on kuitenkin todettu, ettei vähemmistöosakkeenomistajalla ole enää oikeutta vaatia vähemmistöosinkoa, mikäli lunastusraja on ylitetty. Tällöin osakkeenomistajalla ei ole enää OYL:n mukaista oikeutta vaatia osakkeen vähemmistöosinkoa, mikä edellyttäisi vähintään yhden kymmenesosan määrävähemmistöä. Perusteita maksamattoman osingon kompensoimiselle ei näin ollen katsota normaalitilanteessa olevan. Sen sijaan maksamatta jätettyä osinkoa voidaan kompensoida, jos lunastaja on esimerkiksi lunastusmenettelyä pitkittämällä huonontanut vähemmistöosakkeenomistajan asemaa.⁴⁹⁴ Vastaavasti on voitu katsoa, ettei vähemmistöosakkeenomistajan aiheuttama lunastusmenettelyn pitkittyminen voi koitua lunastajan vahingoksi. Mikäli osinkoa on tällöin ehditty maksaa ennen omistusoikeuden

⁴⁹¹ Huhtala, haastattelu 5.12.2006. Myös Ruotsissa tunnustetaan tällaisten ulkoisten tekijöiden vaikutus poikkeamisperusteena, ks. Reg. Prop. 2004/05:85 s. 453, Kadelburger – Mellqvist, JT 2002–03 s. 443 ja Ramberg, Magnus, JT 2002–03 s. 933–934.

⁴⁹² Neuvonen, haastattelu 21.12.2006. Ks. esim. TS 13.6.2006 ja TS 1.12.2006, joissa kirjoitetaan, että vireillä olevan Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa esitettyjen väitteiden mukaan OKO olisi painostanut vähemmistöä myymään osakkeensa lopettamalla osingonmaksun.

⁴⁹³ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 210.

⁴⁹⁴ Ks. esim. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002 s. 41–42 ja Pohjolan Sanomat, välitystuomio 14.1.2003 s. 45–46.

siirtymistä, on maksetun osingon suuruinen erä voitu vähentää lunastushinnasta⁴⁹⁵. *Silaskiven* mukaan osinkovaatimuksen arvioinnissa voidaan myös ottaa huomioon yhtiön aiempi osinkopolitiikka. Onkin esitetty, että lunastajan poiketessa kohdeyhtiön osingonmaksukäytännöstä ilman yhtiön merkittävää osingonmaksukyvyyn heikentymistä, osinko tulisi kompensoida lunastushinnassa.⁴⁹⁶

Castrum Oyj:n vähemmistöosakkeen lunastusasiassa esitettiin väitteitä enemmistöomistajan alihintaan tekemästä osakevaihdosta. Välimiehet katsoivat pääomistajan omien liiketoimien heikentäneen näin osakkeen markkina-arvoa, mikä tuli huomioida lunastushinnassa.⁴⁹⁷ Myös *Svensson ja Danelius* ovat katsoneet alihintaiset omaisuudenluovutukset syiksi poiketa tarjotusta lunastushinnasta⁴⁹⁸. Yleisesti ottaen kaikki lunastajan tai kohdeyhtiön toimet, jotka ovat omiaan alentamaan kohdeyhtiön arvoa sijoituskohteena tai vaikuttamaan vähemmistöosakkeenomistajien asemaan epäasiallisesti, tulisi ottaa huomioon osakkeen hinnanmäärittämisessä⁴⁹⁹.

⁴⁹⁵ Ks. esim. Tamro Oyj, välitystuomio 7.7.2004 s. 65–66.

⁴⁹⁶ Silaskivi, DL 2004 s. 1058 viitaten Riihimäen Puhelin Oy, välitystuomio 6.10.2003 s. 27 ja Neuvonen, haastattelu 11.12.2006.

⁴⁹⁷ Castrum Oyj, välitystuomio 15.1.2002 s. 28–30. Myös Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa on esitetty vastaavia väitteitä, ks. TS 13.6.2006.

⁴⁹⁸ Svensson – Danelius 2005 s. 193.

⁴⁹⁹ OSKL:n lausunto, OM 2003.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksessa on tarkasteltu OYL:n mukaista pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytymistä. Tavoitteena on ollut hahmotella ne juridiset reunaehdot, joiden puitteissa hinnanmääritys tapahtuu. Tähän kuuluu pääsääntöjen hahmottelemisen ja tulkinnan lisäksi niiden erityisten syiden tarkastelu, joiden nojalla hinnanmäärityksen lähtökohdista voidaan poiketa. Lisätavoitteena on ollut arvioida tutkimuksen pohjalta, miten OYL:n uudistuksen mukaisten tavoitteiden voidaan katsoa toteutuneen tutkielmassa tarkastelun kohteena olevan vähemmistöosakkeen pakkolunastusnormiston valossa. Yhdenvertaisuusperiaate liittyy keskeisimpänä uudessa laissa korostetuista yleisistä periaatteista vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymiseen. Tutkimuksessa on myös tarkasteltu sen saamaa merkitystä käyvän hinnan määräytymiskontekstissa. Seuraavassa esitetään yhteenveto ja johtopäätöksiä tutkimuksen kohteena olevista kysymyksistä.

Vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittely on edelleenkin hyvin tapauskohtaista. Uusi OYL jättää VOYL:n tavoin paljon harkintavaltaa välimiehille, ja erilaiset tilannekohtaiset tekijät ovat omiaan vaikuttamaan hinnanmääritykseen. Lunastusriidoista on muodostunut vahva oikeuskäytäntö, mutta sillä ei kuitenkaan ole sitovaa prejudikaattivaikutusta. Hinnanmääritysnormistosta ja -käytännöstä on silti määriteltävissä eräänlainen viitekehys, jonka puitteissa lunastushinnan määräytymistä arvioidaan. Yksiselitteisin, OYL 18:7.1:n asettama vaatimus on, että vähemmistöosakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Uuden OYL:n myötä lakiimme on implementoitu ostotarjousdirektiivin vaatimusten mukaisesti pörssiyhtiöitä koskevat olettamasäännökset käyvän hinnan määräytymisestä niissä tyyppillisissä tilanteissa, joissa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. OYL 18:7.2 koskee pakollisia ostotarjouksia asettaen niissä tarjotun hinnan vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisen lähtökohdaksi. Mikäli lunastusta on vastaavasti edeltänyt OYL 18:7.3:n mukaisesti vapaaehtoinen julkinen ostotarjous, siinä maksettua hintaa pidetään hinnanmäärityksen lähtökohtana. Vapaaehtoisen ostotarjouksen soveltamiseen lunastushintaolettamana liittyy kuitenkin lisäehto, jonka mukaan lunastajan on tullut tarjouksen perusteella saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen

kohteena olleista osakkeista. Molemmat erityissäännökset on asetettu presumptiivisiksi siten, että niitä sovelletaan, jollei muuhun ole erityistä syytä.

Olettamasäännösten mukainen hinta, eli ostotarjouksessa maksettu vastike, määräytyy AML:n mukaisesti. *Pakollinen ostotarjous* vastaa AML 6:11.2:n mukaan lähtökohtaisesti lunastajan itsensä tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa korkeinta hintaa. Jos lunastaja ei ole itse käynyt kauppaa osakkeilla edeltävän kuuden kuukauden aikana, sovelletaan hinnanmäärityksessä AML 6:11.3:n mukaisesti tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltäneen kolmen kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä tehtyjen kauppojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa. AML 6:1:n tarkoittaman *vapaaehtoisen ostotarjouksen* tarjousvastike voidaan määrittellä lähtökohtaisesti vapaasti. Mikäli vapaaehtoinen ostotarjous on tehty AML 6:12.3:n mukaisesti kaikille osakkeenomistajille, sen hinta perustuu pakollisen ostotarjouksen vastikkeen kaltaisesti lunastajan ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaan korkeimpaan hintaan.

Kuuden kuukauden korkeimman hinnan mallia voidaan pitää ennen AML:n muutosta sovellettua 12 kuukauden painotetun keskiarvon mallia parempana. Sen katsottiin estävän kauppojen toteuttamisen laskevien kurssien aikana, jolloin keskiarvohinta olisi ollut kurssitasoa korkeampi. Korkeimman hinnan malliin sisältyy myös lunastajan maksama premio, mikä koituu näin ollen vähemmistöosakkeenomistajan hyödyksi. Mallin heikkoutena voidaan kuitenkin pitää sitä, ettei se ota huomioon muun kuin lunastajan samaan aikaan julkisessa kaupankäynnissä maksamia mahdollisia korkeampia hintoja. Sen sijaan toissijaisesti sovellettava kolmen kuukauden painotetun keskiarvon malli ottaa huomioon julkisessa kaupankäynnissä maksetut hinnat. Lyhyen vertailuvälin voidaan katsoa reagoivan nopeasti markkinoiden muutoksiin. Toisaalta lyhyt tarkastelujakso on helpompi kiertää tekemällä kauppvoja ennen tarkastelujaksoa. Lisäksi lyhyen ajanjakson aikana markkinoiden tilapäiset häiriöt voivat korostua liikaa.

Mikäli OYL 18:7.2 ja 3:n mukaiset olettamasäännösten edellytykset eivät täyty, sovelletaan pörssiyhtiön kohdallakin OYL 18:7.1:n ilmentämän yleissäännön varassa tapahtuvaa

hinnanmääritystä. Välimiesmenettelyn vireilletulohetkeä edeltävän ajankohdan käypänä hintana pörssiyhtiössä pidetään tällöin kurssinoteerausta. Aina kuitenkin yhden päivän pörssinoteeraus ei edusta luotettavasti osakkeen käypää hintaa, ja hinnan määräytymistä on tarkasteltava pidemmältä aikaväliltä. Välimieskäytännössä tyypilliseksi hinnanmääritysjaksoksi on vakiintunut noin kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo. En kuitenkaan pidä erityisen onnistuneena lainsäädännöllisenä ratkaisuna sitä, että hinnanmääritys eri momenttien kesken poikkeaa näinkin merkittävästi toisistaan. OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaisen lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävän hetken ja OYL 18:7.2 ja 3:n olettamassäännösten mukaisen, lunastajan itsensä tarjousvelvollisuutta edeltävän kuuden kuukauden aikana maksaman korkeimman hinnan määräytymishetken välinen aika voi olla pitkä. Tästä syystä, ja koska hinnanmääritysmenetelmät poikkeavat oleellisesti toisistaan, käypä hinta voi määräytyä huomattavan erisuuruiseksi. Mielestäni ei ole tarkoituksenmukaista, että osakkeen käypä hinta määräytyy näinkin erilaisin perustein pelkästään sen mukaan, onko lunastusta edeltänyt julkinen ostotarjous ja minkä OYL 18:7:n momentin perusteella hintaa tarkastellaan.

OYL 18:7.1:n yleissäännöksellä on pörssiyhtiön kohdalla ennen kaikkea merkitystä hinnanmäärityksen yläkäsitteenä, joka antaa ohjeita käyvän hinnan määrittelyyn. OYL 18:7.1:n perusteluissa korostetaan nimenomaan markkinahinnan lähtökohtaisuutta, mutta edellytetään sen määräytyneen luotettavasti. Markkinahinnan voidaan ymmärtää perusteluissa koskevan sekä yleissäännön pohjalta määräytyvää kurssinoteerausta että ostotarjousta. Näin ollen hinnanmuodostuksen luotettavuus on aina kussakin yksittäistapauksessa testattava. Luotettavuuteen vaikuttavat muun muassa vaihdon riittävyys sekä mahdolliset muut hinnanmuodostukseen vaikuttaneet poikkeukselliset tekijät. Kuten tutkimuksessa on tuotu esiin, markkinahinta-mallin asema vahvana presuntiona voidaan myös kyseenalaistaa väitteillä siitä, etteivät markkinamme ole lähtökohtaisestikaan tehokkaat.

OYL:n perustelujen mukaan myös muilla arvostusmenetelmillä, kuten tuotto- ja substanssiarvolla, voi olla merkitystä hinnan määrittelyssä. Aiemmassa välimieskäytännössä niitä onkin sovellettu markkinahinnan ohella apulaskelmina. Aiemmasta näkökannasta poiketen markkinahinta voi nykykäsityksen mukaan olla substanssiarvoa alhaisempi.

Katsoisin kuitenkin, että substanssiarvoa on syytä pitää tuoreessa Plandent Oyj:n tuomiossa esitetyn kaltaisesti eräänlaisena varmistuspisteenä, jonka alittaminen vaatii hyvin poikkeuksellisia olosuhteita. Markkinahintaa korkeampi substanssi- tai tuottoarvo voi vastaavasti erityisestä syystä korottaa markkinahintaa, jos esimerkiksi markkinoilla on ollut poikkeuksellisia häiriöitä. Substanssi- ja tuottoarvon keskinäisessä suhteessa tuottoarvo on viimeaikaisessa oikeuskäytännössä ollut keskeisemmässä roolissa, sillä sen katsotaan kuvastavan toimintaansa jatkavan yrityksen arvoa. Myös muille arvonmääritysmenetelmille, kuten vertailuryhmähinnittelulle, on annettu merkitystä. Ottaen huomioon lukuisat markkinahinnan luotettavuuden kyseenalaistavat tekijät pidän sen testaamista vaihtoehtoisilla arvonmääritysmenetelmillä tärkeänä, jotta osakkeen käyvästä hinnasta voidaan varmistua.

Ostotarjouksessa maksettua hintaa voidaan pitää pörssiyhtiön hinnanmäärityksen pääsääntönä ja myös ehdottomana alarajana. Mikäli kuitenkin pörssikurssi on lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävällä hetkellä positiivisen kurssikehityksen johdosta ostotarjouksessa maksettua hintaa korkeampi, voidaan tämä ottaa huomioon erityisenä syynä, joka oikeuttaa poikkeamaan lunastajan tarjoamasta hinnasta. Näin ollen OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaisella hinnanmäärityksellä on merkitystä myös vertailuseikkana suhteessa ostotarjouksessa maksettuun hintaan.

OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännöksistä on ostotarjousdirektiivin lähtökohtien mukaisesti katsottu oleelliseksi voida poiketa erityisin syin. OYL:n perusteluissa on lueteltu ostotarjouksen mukaisesta lähtökohtahinnasta poikkeamiseen oikeuttavina erityisinä syinä ainoastaan pari esimerkinomaista tilannetta. OYL:n perustelujen mukaan erityisiä syitä arvioitaessa voidaan ottaa huomioon, kuinka pitkä aika ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn vireilletulon välillä on kulunut. Mikäli lunastusta edeltää pakollinen ostotarjous, voidaan merkitystä antaa sille, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olleista osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen. Kun lunastusoikeus- ja velvollisuus on syntynyt vapaaehtoisen ostotarjouksen seurauksena, arvioinnissa voidaan kiinnittää huomiota siihen, kuinka kattavalle joukolla ostotarjous on suunnattu.

Lisäksi AML:n mukaisten ostotarjousvastikkeen määrittelyyn liittyvien erityisten syiden on sekä oikeuskirjallisuudessa että -käytännössä tunnustettu soveltuvan yhtä lailla OYL:n mukaisiksi poikkeamisperusteiksi. AML:n perustelujen mukaan erityisiä syitä voivat olla kohdeyhtiössä tai markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset, kuten yrityskauppa tai kurssien voimakkaat heilahtelut. Erityisinä syinä voivat tulla kyseeseen myös Ratan standardissa nimenomaisesti mainitut poikkeamisperusteet. Näitä ovat esimerkiksi osakekauppojen yhteydessä sovitut erityiset etuudet joillekin kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille ja yritys kiertää laissa määritelty kuuden kuukauden hinnanmääräytymisajanjakso. Standardin poikkeamisyyt pohjautuvat AML:n mukaisen osakkeenomistajien tasavertaisen kohtelun vaatimuksen turvaamiseen, ja myös OYL:n mukainen yhdenvertaisuuden loukkaaminen sellaisenaan on erityinen syy poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta.

Lunastajan tarjoamaa hintaa on syytä verrata erilaisiin osakemarkkinoiden yleistä kehitystä ja toimialakohtaista kehitystä kuvaaviin indekseihin. Jollei eroon korkeampaan indeksiin verrattuna löydy objektiivisesti perusteltavissa olevaa syytä, voi taustalla olla lunastajan toimista tai markkinahäiriöistä johtuvat erityiset syyt. Myös ostotarjouksen julkitulon kurssia nostava vaikutus ja lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeiset seikat voivat vaikuttaa hinnanmääritykseen. Jotta markkinahinnan voitaisiin katsoa muodostuneen lain edellyttämällä tavalla luotettavasti, on osakkeilla tullut olla riittävä likviditeetti. Mikäli lunastaja on vaikuttanut osakkeen hinnanmuodostukseen manipulatiivisesti, on tämä otettava huomioon hinnanmäärityksessä. Myös omistusrakenne voi antaa aiheen poiketa ostotarjoushinnasta erityisin syin, jos esimerkiksi lunastajalla on ollut pitkään vakiintunut enemmistöomistus. Erilaiset lunastajan kohdeyhtiön arvoa heikentävät toimet sekä muut vähemmistöosakkaan asemaan vaikuttavat epäasialliset keinot ovat niin ikään erityinen syy poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta.

Kuten OYL:n perusteluista ja Ratan standardista käy ilmi, niissä mainittuja erityisiä syitä ei ole ilmaistu tyhjentävästi. Näin ollen periaatteessa mikä tahansa seikka, kun siihen on erityistä syytä, voi toimia perusteena poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta. Erityisten syiden täsmentymättömyyden on kritisoitu aiheuttavan oikeudellista epävarmuutta. Mielestäni erityisten syiden määräytymisestä tulisikin säätää tarkemmin laissa ja sen perusteluissa.

Lisäksi OYL:n sekä AML:n mukaisia syitä tulisi yhdenmukaistaa yhtä lailla kuin hinnannmäärityksen lähtökohdat on yhdenmukaistettu. On tuskin tarkoituksenmukaista, että OYL:n ja AML:n mukaiset erityiset syyt poikkeavat täysin toisistaan.

Oheiseen taulukkoon on koottu tutkimuksessa identifioituja seikkoja, jotka voivat tulla huomioonotetuiksi erityisinä syinä. Usein harkinta perustuu useampien esitettyjen seikkojen yhteisvaikutuksen arviointiin.

| | |
|---|---|
| OYL:n ilmentämät erityiset syyt | Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välinen aika |
| | Pakollisen ostotarjouksen hyväksyntä |
| | Vapaaehtoisen ostotarjouksen kattavuus |
| AML:n ilmentämät erityiset syyt | Kohdeyhtiössä tapahtuneet olennaiset muutokset: <ul style="list-style-type: none"> ☒ taloudellisten tunnuslukujen kehitys ☒ yrityskauppa ☒ yhtiön taloudellisen aseman voimakas ja äkillinen muutos, kuten merkittävä tuoteinnovaatio tai tulosvaroitus ☒ muut uudet tärkeät seikat (ulkomaailman tapahtumat) |
| | Markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset: <ul style="list-style-type: none"> ☒ voimakkaat hintaheilahtelut ☒ osakkeen hinnan voimakas lasku ☒ markkina-arvoa suurempi tuotto-odotus tai substanssiarvo |
| | Ratan standardin ilmaisemat erityiset syyt ja yhdenvertaisuuden loukkaaminen: <ul style="list-style-type: none"> ☒ erityiset etuudet ja muilla nimikkeillä maksettu hinta ☒ yritys kiertää lain määräaikoja ☒ erilaisesta osakkeesta maksettu korkeampi hinta ☒ tarjousvelvollisuus syntynyt yksissä tuumin toimimisen johdosta ja markkina-hinta merkittävästi käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtahintaa korkeampi |
| | |
| Markkinoihin liittyvät muut erityiset syyt ja lunastajan toimet | Kurssikehitys poikkeamisen indikaattorina: <ul style="list-style-type: none"> ☒ ostotarjousta korkeampi pörssikurssi ☒ ostotarjouksen julkitulon vaikutusten huomioon ottaminen ☒ indeksit osoittavat korkeampaa hintaa ☒ toimialan ja vertailuyritysten kurssikehitys ☒ lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeiset seikat |
| | Osakkeen markkinahinnan luotettavuuteen liittyvät syyt: <ul style="list-style-type: none"> ☒ likviditeetin puute ☒ omistusrakenne (enemmistöomistuksen tuoma monopoliasema, omistus pitkään lunastusrajan tuntumassa tai kamppailu määräysvaltaosakkeista) ☒ kurssimanipulaatio, sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja puutteellinen sekä harhaanjohtava informaatio |
| | Muut lunastajan epäasialliset toimet: <ul style="list-style-type: none"> ☒ alihintaiset omaisuudenluovutukset ☒ osingonjakopolitiikan käyttäminen painostuskeinona |
| | |

Yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä on korostettu uuden lain voimaantulon myötä. Periaatteella on katsottu olevan tärkeä tulkintaa ohjaava vaikutus, ja sillä on pyritty korjaamaan mahdollisia uuden OYL:n myötä vähemmistösuojasäännöksissä tapahtuneita heikennyksiä. Yhdenvertaisuusperiaate tulee näin ollen jatkossa olemaan mahdollisesti entistäkin korostuneemmassa asemassa lunastushinnan määrittämistä ohjaavana periaatteena. Yhdenvertaisuusperiaatetta on sovellettu oikeuskäytännössä lunastushinnan määräytymisen perustelemiseen. Tutkimuksen perusteella sen voidaan kuitenkin katsoa ilmenevän tilanteesta riippuen eri tavoin. Yhdenvertaisuusperiaatteella on yhtäältä perusteltu olettasäännösten oikeudenmukaisuutta lunastushinnan lähtökohtana. Toisaalta periaatteesta ei kuitenkaan ole katsottu voitavan johtaa suoraviivaista perustetta sille, että eri osakkeenomistajia olisi eri aikoina kohdeltava samalla tavalla. Vaikka yhdenvertaisuusperiaatteella voidaan puoltaa lähtökohtaisesti sitä, että ostotarjouksessa maksettu hinta kuvaa vähemmistöosakkeen käypää hintaa, erityiset syyt voivat antaa perusteen poiketa yhdenvertaisuusperiaatteen kaavamaisesta soveltamisesta. Tämä korostaa osaltaan erityisten syiden merkityksellisyyttä ja osoittaa, ettei olettasääntöjen lähtökohtahintoja voida tulevassa tuomioistuinkäytännössäkään pitää ehdottomina edes korostuneen aseman saaneen yhdenvertaisuusperiaatteen perusteella.

Yhdenvertaisuudella on lisäksi perusteltu vastikkeen yhtäläisyyttä eli sitä, että kaikille osakkeenomistajille on maksettava tosiasiallisesti yhtä suuri vastike. Näin ollen esimerkiksi yrityskauppojen kokonaisjärjestelyiden tuomat tai muuten sovitut erityiset etuudet on huomioitava hinnassa. Vastaavasti, mikäli lunastaja on yrittänyt kiertää lain määräaikoja maksamalla ennen seuranta-ajanjakson alkua korkeampia hintoja, nämä hinnat tulisi ottaa yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla huomioon. Vaikka yhdenvertaisuusperiaatteella on entistäkin korostuneempi asema uudessa OYL:ssa, siihen vetoaminen tuomioistuimessa on käytännössä epävarmaa. Näin ollen yhdenvertaisuusperiaatetta ei voida pitää riittävänä korvaamaan poikkeamismahdollisuuksien laintasoista sääntelyä ja turvaamaan vähemmistöosakkeenomistajien oikeutta käypään hintaan.

Osakeyhtiölakiuudistuksen tavoitteena on ollut säätää joustava ja kilpailukykyinen laki, joka antaa riittävän turvan vähemmistöosakkeenomistajille ja velkojille. Ehdotukset on pyritty laatimaan siten, ettei vähemmistöosakkeenomistajien asemaan tule tarpeettomia

epävarmuustekijöitä ja ettei yhtiöön liittyvä riski lisäänty tavalla, joka nostaisi yritysrahoitukseen liittyviä kustannuksia. Lunastushintasäännösten uudistamisen tavoitteena on ollut yhdenmukaistaa AML:n ja OYL:n mukainen hinnanmääräytyminen. Säännöksen voidaan sanoa selkiytyneen teknisesti, sillä lunastusmenettelyn vireilletuloajankohdasta ja koron määräytymisestä säädetään nyt laissa ja olettasäännökset tarkentavat hinnanmääritystä aiempaan verrattuna. Säännöksen voidaan myös katsoa vastaavan lain tavoitteisiin yritysten kilpailukyvyyn ja toimintaedellytysten lisäämisestä, sillä uusi OYL parantaa hinnanmäärityksen ennakoitavuutta oleellisesti. Ostotarjoushinnan presumtiivisyys on siis ehdottomasti ainakin elinkeinoelämän etujen mukaista. Uudistus vähentäne lisäksi yritysten kuluja lunastusprosessissa, sillä korkomenot laskevat ja markkinahinta- sekä ostotarjousolettamien kirjoittaminen lakiin vähentäne vähemmistöosakkaiden spekulatioita mahdollisen korkeamman hinnan suhteen. Ostotarjouksessa maksetun hinnan lähtökohtaisuus on myös vähemmistöosakkeenomistajan etu siinä mielessä, että ostotarjouksessa maksettu hinta toimii varmana alarajana hinnanmäärityksessä ja vähemmistöosakas pääsee osalliseksi määräysvallasta maksetusta preemiosta.

Mielestäni voidaan kuitenkin väittää, ettei vähemmistönsuojafunktion toteuttamisessa ole onnistuttu OYL:n uudistuksen tavoitteiden ja lunastussäännösten vähemmistönsuojatarkoituksen mukaisesti. Ostotarjoushinnan presumtiivisyys koituu positiivisen kurssikehityksen aikana vähemmistön tappioksi VOYL:in verrattuna. Aiemmin hinnanmääritys pohjautui ostotarjouksessa maksetun hinnan sijaan pörssinoteeraukseen, ja välimiehet ottivat ostotarjousvastiketta korkeamman pörssikurssin ”automaattisesti” huomioon. Välimieskäytännön perusteella on myös osoitettavissa, että ostotarjouksen mukainen hinta olisi useissa tapauksissa johtanut alhaisempaan osakkeen hintaan. Nyt sen sijaan korkeampaan pörssikurssiin on vedottava erityisten syiden perusteella, joten vähemmistöllä voidaan katsoa olevan aiempaa suurempi näyttötaakka osoittaa, että poikkeamiseen on perusteita. Vähemmistön kasvanut näyttötaakka koskee yhtä lailla muidenkin erityisten syiden toteennäyttämistä. Vahvojen presumtioiden kirjaamisen lakiin voidaan katsoa heikentäneen vähemmistön asemaa, sillä enemmistön on entistä helpompi asettaa olettamit hinnanmäärityksen lähtökohdiksi. Tulee myös ottaa huomioon, että usein vähemmistön tiedolliset ja taloudelliset resurssit ovat lunastajaan verrattuna heikommat, joten

asetelman oikeudenmukaisuus voidaan kyseenalaistaa. Niin ikään lunastushinnalle maksettavan koron alentuminen on ollut negatiivinen uudistus vähemmistön näkökulmasta.

Vaikka OYL:n perusteluissa on mainittu, ettei tarkoitus ole ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, olettasäännökset pörssiyhtiön hinnanmäärityksen pääsääntöinä tulevat väistämättä vaikuttamaan vähintäänkin siihen, miten hintaa koskevia väittämiä arvioidaan. Argumentaatioissa tultaneen keskittymään sen arvioimiseen, voidaanko ostotarjouksessa maksettua hintaa pitää käypänä hintana ja miten tämä hinta on määräytynyt. Onkin mielenkiintoista seurata, minkälainen vaikutus esimerkiksi taloudellisilta intresseiltään merkittävällä Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriidalla tulee olemaan lunastushinnan määräytymiseen ja mahtaako sen lopputulos korostaa vanhaa käytäntöä uusien säännösten kustannuksella. Hedelmällinen jatkotutkimuksenkohde olisikin esimerkiksi parin vuoden päästä tutkia, miten OYL:n uudistukset ovat toteutuneet ja onko lunastushinnan määrittely käytännössä muuttunut aiemmasta tulkintalinjasta. Oman lisänsä hinnanmääritykseen voi tuoda yrityskauppalautakunnan mahdollisuus esittää ohjeita ja suosituksia esimerkiksi ottamalla kantaa ostotarjouksen tarjousvastikkeeseen – ja sitä kautta lunastushintaan. Yrityskauppalautakunta voi hakemuksesta antaa ratkaisusuosituksia myös yksittäisissä kysymyksissä.

Keskeisimmäksi kysymykseksi kuitenkin muodostuu, miten voimassa olevia säännöksiä tulkitaan ja sovelletaan tulevaisuudessa. Markkinahinnan ensisijaisuus ja lakiin kirjatut olettasäännöt ovat toimivia lähtökohtia sillä edellytyksellä, että hinnan määräytymisen luotettavuudesta varmistutaan kussakin yksittäistapauksessa. Olettamista on voitava tarvittaessa poiketa ja OYL:n vähemmistönsuojafunktion kannalta onkin oleellista taata tosiasialliset mahdollisuudet erityisten syiden tehokkaaseen toteuttamiseen. Käyvän arvon vahvistamiseksi hintaa on edelleen verrattava teoreettisiin arvonmääritystavoin saataviin arvoihin. Vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksen lähtökohtia ei saa pitää presumtioina käyvän hinnan toteutumisen kustannuksella. Mikäli sijoittajat arvioivat nimenomaisten olettasäännösten tai yleisesti markkinahinnan presumtiivisyyden heikentäneen heidän suojaansa, lisäävän enemmistöosakkeenomistajan mahdollisuuksia opportunistiin ja kasvattavan näin ollen sijoituksen riskiä, eivät he ole halukkaita sijoittamaan yrityksiin.

Sijoittajien markkinoita kohtaan osoittama epäluottamus vaikeuttaa yritysten mahdollisuutta kasvaa ja kehittyä hankkimalla pääomia sijoitusmarkkinoilla, ja ilmiö olisi siten koko kansantalouden kannalta huolestuttava. Näin ollen ajatus voidaan tiivistää käsitykseen siitä, että osakkeenomistajan, tässä yhteydessä vähemmistöosakkeenomistajan, etu on myös yhtiön ja koko yhteiskunnan etu.