

Yhdenvertaisuusperiaate julkisen osakeyhtiön omien osakkeiden hankinnassa

Itä-Suomen yliopisto
Yhteiskuntatieteiden ja
kauppatieteiden tiedekunta
Oikeustieteiden laitos
Siviilioikeuden pro gradu -tutkielma
19.6.2012
Tekijä: Kaisa Varis (126273)
Ohjaaja: Antti Kolehmainen

Tiivistelmä

ITÄ-SUOMEN YLIOPISTO

Tiedekunta Yhteiskuntatieteiden ja kauppatieteiden tiedekunta		Yksikkö Oikeustieteiden laitos	
Tekijä Kaisa Varis			
Työn nimi Yhdenvertaisuusperiaate julkisen osakeyhtiön omien osakkeiden hankinnassa			
Pääaine Sivillioikeus	Työn laji Pro gradu -tutkielma	Aika 19.6.2012	Sivuja 137
Tiivistelmä			
<p>Tutkielman aihealueena on osakeyhtiöoikeus ja metodina lainoppi. Tutkimuskysymyksenä on, mikä merkitys yhtiöoikeudellisella yhdenvertaisuusperiaatteella on julkisen osakeyhtiön toteuttaessa omien osakkeiden hankinnan. Hankintaa käsitellään päätös- sekä toteutusvaiheissa. Toteutusvaiheen vuoksi tutkielmassa käsitellään osakeyhtiöoikeudellisen lainsäädännön lisäksi arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä. Tutkielman keskeisin käsite on yhdenvertaisuus, joka merkitystä oikeusperiaatteena osakeyhtiöoikeudessa lähestytään aluksi selvittämällä yhdenvertaisuutta suomalaisessa oikeusjärjestyksessä yleisesti. Erityisellä eli osakeyhtiöoikeuden tasolla yhdenvertaisuusperiaatetta peilataan muihin keskeisiin osakeyhtiölain 1 luvun periaatteisiin eli voitontuottamisen tarkoitukseen ja tahdonvaltaisuuteen. Periaatteiden ja erityisesti yhdenvertaisuuden tarkastelun viitekehyksenä on omien osakkeiden hankinta. Tutkielman taustavaikuttimena tarkasteltavassa tutkimuskysymyksessä on oikeudenmukaisuuden ja taloudellisen tehokkuuden välinen jännite osakeyhtiölain sääntelyssä. Tämän vuoksi periaatteita tutkimuskysymykseen vastaamisessa tarkastellaan myös niiden sisältämien arvojen ja tavoitteiden kannalta.</p> <p>Omien osakkeiden hankinta on yhtiöoikeudellinen toimi erotuksena yhtiön liiketaloudellisesta päätöksenteosta, joka kuuluu lähtökohtaisesti hallitukselle. Tutkielmassa käsitellään osakkeenomistajien ja johdon välistä suhdetta osakeyhtiölain ja itsesääntelyn normikokonaisuudessa, millä on keskeisen merkitys osakkeenomistajan asemaan osakkeiden hankintaprosessissa. Lain tarkoittama yhtiöoikeudellinen toimi voi tosiasiasa muodostua hallituksen toteuttamaksi liiketaloudelliseksi päätökseksi, jolloin yhdenvertaisen kohtelun vaatimus voi olla uhattuna. Lisäksi enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajat voivat olla yhtiökokouksen päätöstilanteessa tiedollisesti eriarvoisessa asemassa, jolloin muodollisesti yhdenvertainen päätös voi tosiasiallisesti olla omiaan aiheuttamaan aineellisen yhdenvertaisuuden loukkauksen. Tutkielma on pääasiassa <i>de lege lata</i> -painotteinen, mutta lopuksi tutkimuskysymykseen vastaamisen lisäksi esitetään <i>de lege ferenda</i> -arviointia.</p>			
Avainsanat Yhdenvertaisuus, osakeyhtiö.			

SISÄLLYS

LÄHTEET	VI
LYHENTEET	XVII
1 JOHDANTO	1
1.1 Julkinen osakeyhtiö omien osakkeidensa hankkijana	1
1.2 Tutkimustehtävä	3
1.2.1 Aihepiiri ja kysymyksenasettelu	3
1.2.2 Rakenne ja rajaukset	5
1.2.3 Metodi	6
1.2.4 Keskeiset käsitteet	8
1.2.5 Lähdeaineistosta	11
2 OIKEUSPERIAATTEET JA TALOUDELLISET INTRESSIT YHTIÖOIKEUDESSA....	12
2.1 Periaatteiden arvo- ja tavoitesuuntautuneisuus	12
2.1.1 Periaatteista oikeudessa yleisesti	12
2.1.2 Periaate yksilön oikeutena sekä yhteisöllisenä päämääränä	14
2.1.3 Arvot ja tavoitteet yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä.....	17
2.1.4 Yhteenveto	19
2.2 Yhdenvertaisuusperiaate	20
2.2.1 Yhteys moraaliin.....	20
2.2.2 Yhdenvertaisuus oikeusjärjestyksessä	22
2.2.3 Muodollinen ja aineellinen yhdenvertaisuus	24
2.3 Yhdenvertaisuusperiaate osakeyhtiöoikeudessa	26
2.3.1 Osakeyhtiölain periaatesuuntautuneisuus	26
2.3.2 Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen	27
2.3.3 Yhdenvertaisuussäännöksen tausta ja tavoitteet.....	29
2.3.4 Yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate	32
2.4 Taloudellinen ajattelu osakeyhtiöoikeudessa	35
2.4.1 Taloudellinen yhdenvertaisuus	35
2.4.1 Sopimusverkkomalli	38
2.4.3 Oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden yhteen sovittaminen osakeyhtiölaissa	42

3 Osake yhtiösuhteen, yhdenvertaisuuden ja toiminnan tehokkuuden perustana	45
3.1 Osakkeen merkitys yhtiön ulkopuolella.....	45
3.1.1 Osakkeen oikeudellinen ja taloudellinen luonne	45
3.1.2 Osakkeen omistamisen riski ja riskipositio	46
3.2 Osakkeen tuottamat oikeudet	48
3.2.1 Yleistä.....	48
3.2.2 Varallisuus- ja hallinnoimisoikeudet	49
3.2.3 Vähemmistöoikeudet	51
3.3 OYL:n tahdonvaltaisuus osakeoikeuksien sääntelyssä	52
3.3.1 Yhtiöjärjestyksen merkitys	52
3.3.2 Osakkeiden erilajisuus	55
3.3.3 Yhtiöjärjestyksen äänestysrajoitukset.....	57
3.3.4 Osake-oikeuksien vaikutus osakkeen arvoon	59
3.3.4 Osakeoikeuksien merkitys omien osakkeiden hankinnassa	61
3.4 Corporate governance ja omien osakkeiden hankinnan lähtökohdat.....	63
3.4.1 Yleistä.....	63
3.4.2 Määräysvalta yhtiökokouksessa	66
3.4.3 Yhtiön johto suhteessa osakkeenomistajakollektiiviin.....	68
3.4.4 Corporate governance ja lojaliteettivelvoite.....	70
3.5 Omien osakkeiden hankinnan oikeusvaikutukset	73
3.5.1 Yhtiöoikeudellinen vaikutus.....	73
3.5.2 Vero-oikeudellinen vaikutus.....	74
3.5.3 Pohdintaa varallisuusosakeoikeuksien kannalta	76
4 Omien osakkeiden hankinnan tausta ja päätösmenettely pörssiyhtiössä.....	78
4.1 Sääntely.....	78
4.2 Hankintamotiivit voitontuottamistarkoituksen ja yhdenvertaisuuden kannalta tarkasteltuna	81
4.2.1 Yhtiön etu	81
4.2.2 Osinkojen vaihtoehto osakkeenomistajille	87
4.2.3 Yhdenvertaisuus-näkökulma	89
4.3 Päätöksentekomenettely omien osakkeiden hankinnassa	92
4.3.1 Yhtiökokouskutsu	92
4.3.2 Päätäminen ja päätöksen sisältö yhtiökokouksessa	93
4.3.3 Yhtiökokouksen päätös valtuutuksesta hallitukselle	98
4.3.4 Maksukykyisyyden huomiointi	100

4.4 Yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys päätösmenettelyssä	102
4.4.1 Yleistä	102
4.4.2 Enemmistöperiaate vs. yhdenvertaisuus	105
4.4.3 Suunnatun hankinnan perusteen tulkinta ja yhdenvertaisuus	107
5 Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely omien osakkeiden hankinnassa	
yhdenvertaisuutta silmällä pitäen	110
5.1 Arvopaperimarkkinaoikeuden tavoitteet	110
5.1.1 Luottamus ja tehokkuus markkinoilla	110
5.1.2 Tiedollinen tasapuolisuus	111
5.1.3 Tavoitteet yhtiön omien osakkeiden hankinnassa	113
5.2 Sisäpiiriongelman välttäminen omien osakkeiden hankinnassa	114
5.2.1 Hankintaohjelman laatiminen	114
5.2.2 Turvasatamadirektiivi	116
5.3 Yhtiön julkinen ostotarjous omista osakkeista	117
5.3.1 Tarjouksen merkitys ja sisältö	117
5.3.2 Tasapuolisen kohtelun vaatimus	122
5.4 Yhdenvertaisuusperiaatteen ja tasapuolisen kohtelun vaatimuksen suhde omien osakkeiden hankinnassa	124
5.4.1 Osakkeenomistajan kannalta	124
5.4.2 Yhtiön kannalta	127
6 Johtopäätökset	129
6.1 Kokoavia näkökohtia tutkielmasta ja de lege ferenda	129
6.2 Lopuksi	135

LÄHTEET

KIRJALLISUUS

- Aarnio, Aulis*: Laintulkinnan teoria. WSOY. Juva 1989.
- Aarnio, Aulis*: Tulkinnan taito. WSOY. Juva 2006.
- Ahlman, Erik*: Oikeudenmukaisuus ja sen suhde moraaliin. WSOY. Helsinki 1943.
- Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki*: Osakeyhtiölaki. WSOY. Porvoo 1997.
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I. Talentum. Helsinki 2010. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a)
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki II. Talentum. Helsinki 2010. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b)
- Airaksinen, Timo*: Arvojen yhteiskunta. WSOY. Juva 1994.
- Alanen, Aatos*: Yleinen oikeustiede. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. B-sarja N:o 26. WSOY. Helsinki 1948.
- Alexy, Robert*: A Theory of Constitutional Rights. University Press Oxford 2002.
- Astola, Tiina*: Arvopaperimarkkinaoikeuden oikeussäännöt. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1990.
- Cederberg, Lauri – Ylöstalo, Matti*: Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä. WSOY. Helsinki 1966.
- Dittmar, Amy K.*: Why Do Firms Repurchase Stock. The Journal of Business Vol. 73 No.3 July 2000 s. 331-355.
- Dworkin, Ronald*: Taking Rights Seriously. Second impression. London 1978.
- Dworkin, Ronald*: *Is Wealth a Value*. The Journal of Legal Studies, vol. IX, 1980, s. 191-261. Saatavilla: <http://blogs.law.harvard.edu/hltf/files/2010/10/Dworkin/pdf>. (Dworkin 1980).
- Dworkin, Ronald*: A Matter of Principle. Cambridge. Massachusetts. 1985.
- Graber, Christoph Beat – Teubner, Gunther*: Art and Money, Constitutionat Rights in the Private Sphere? Oxford Journal of Legal Studies 18, 1998. Saatavilla http://www.jura.uni-frankfurt.de/I_Personal/em_profs/teubner/documente/ART.pdf (viitattu 10.1.2012.)
- Greer, Douglas F.*: Industrial Organization and Public Policy. 3th edition, New York 1992.
- Habermas, Jurgen*: The Theory of Communicative Action. Volume 1. Reason and the Rationalization of Society. Beacon Press. Boston 1987. (Habermas 1987a).

- Habermas, Jurgen*: The Theory of Communicative Action. Volume 2. Lifeworld and System: A Critique of Functionalist Reason. Beacon Press. Boston 1987. (Habermas 1987b).
- Hallberg, Pekka*: Perusoikeusjärjestelmä. Teoksessa Perusoikeudet, s. 29-58. Toim. Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka. Toinen, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2011.
- Havansi, Erkki*: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 136. Vammala 1979.
- Helminen, Sakari*: Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Talentum. Helsinki 2006.
- Hirsch, Werner Z.*: Law and Economics – An Introductory Analysis. 2.nd edition. Boston 1991.
- Huovinen, Sakari*: Pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 248. Helsinki 2004.
- Huttunen, Allan*: Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. B-sarja 0356-7212 N:o 196. Vaasa 1984.
- Häyrynen, Janne*: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 271. Vammala 2006.
- Häyrynen, Janne*: Pörssiväärinkäytökset. Lakimiesliiton Kustannus. Hämeenlinna 2009.
- Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo*: Osakeyhtiön pääoman hallinta. Talentum. Helsinki 2011.
- Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto*: Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Talentum. Helsinki 2007.
- Immonen, Raimo*: Yritysjärjestelyt. Talentum. Helsinki 2011.
- Jauhiainen, Jyrki – Airaksinen, Manne*: Osakeyhtiö. Teoksessa Oikeuden perusteokset-yritysoikeus. Päätoimittaja Kirsti Rissanen. WSOY Lakitieto. Juva 1999 s. 209-486. (Jauhiainen – Airaksinen 1999)
- Kartio, Leena*: Omistusoikeudesta osakeyhtiöoikeudessa. Teoksessa Juhlajulkaisu Juhani Kyläkallio 1930-14/3-1990, s. 53-62. Toim. Huttunen, Allan & Saarnilehto, Ari & Tuomisto, Jarmo. Turun yliopisto oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku 1990.
- Kaisanlahti, Timo*: Tahdonvaltaisuus osakeyhtiölainsäädännön lähtökohtana – Taloudellinen perusta ja rajoitukset. Liite 4, s. 79-98, muistiossa Osakeyhtiölain uudistaminen – Tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Saatavilla www.om.fi.
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä. Edita. Helsinki 1999.

- Kaisanlahti, Timo*: Pakottavan lainsäädännön tarve vähemmistöosakkaan suojaamisessa pörssiyhtiössä. s. 717-721 *Lakimies* 5/1999. (Kaisanlahti 1999b)
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka*: Oikeustaloustiede – Johdantoa lähestymistapoihin ja käsitteisiin. Teoksessa *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. Toim. Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle. WSOY. Helsinki 1996. (Kanniainen – Määttä 1996).
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki 2008.
- Kelsen, Hans*: Puhdas oikeusoppi. Suomentanut Olli Nikkola. WSOY. Porvoo 1968.
- Klami, Hannu Tapani*: Päättösteoria juridisen argumentaation punninnassa. Teoksessa *Minun metodini*, s. 151-172. Toim. Juha Häyhä. WSOY Lakitieto. Helsinki 1997.
- Koski, Pauli – af Schulten, Gerhard*: Osakeyhtiölaki selityksin I. 4. uudistettu painos. Jyväskylä 1998.
- Kukkonen, Matti*: Pienosakeyhtiön ja sen osakkaan tuloverotus. Talentum. Helsinki 2010.
- Kurenmaa, Tero*: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisu. A-sarja. N:o 244. Jyväskylä 2003.
- Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö. Edita Prima Oy. Helsinki 2008.
- Laine, Juhani*: Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta. *Lakimies* 1/2012 s. 79-101.
- Laitinen, Ahti*: Oikeussosiologian perusteet. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 2002.
- Lämsineva, Pekka*: Perusoikeudet ja varallisuussuhteet. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisu A-sarja N:o 235. Jyväskylä 2002.
- Mahkonen, Sami*: Osakeyhtiölain yleislauseke – tae vähemmistönsuojasta? *Defensor Legis* 1975 s. 413–425.
- Mäenpää, Olli*: Hallintosopimus: hallintoviranomaisten sopimustoiminnan oikeudellisia ongelmia. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1989.
- Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo*: Osakeyhtiölaki käytännössä. WSOY. Juva 2006.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOY. Porvoo 2006. (Mähönen – Villa 2006a)
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. WSOY. Porvoo 2006. (Mähönen – Villa 2006b)

- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö III. Corporate Governance. WSOY. Porvoo 2006. (Mähönen – Villa 2006c)
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö IV. Osakeyhtiö ja verotus. WSOY. Juva 2009.
- Mähönen, Jukka*: Osakeyhtiöoikeudellisesta lojaalisuusvelvoitteesta. Teoksessa Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938 -30/8-1998, s. 231–248. Toim. Kumpula, Anne. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 1998.
- Mähönen, Jukka*: Käyttäytymispainotteisesta oikeustaloustieteestä. Teoksessa Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 40 vuotta, s. 149–156. Toim. Ahonen Timo. Turku 2001.
- Mähönen, Jukka*: Luottamuksesta. Saatavilla www.edilex.fi/lakikirjasto/7184. Edilex 2010. (Mähönen 2010).
- Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002.
- North, Douglas C.*: Institutions, Institution Change and Economic Performance. Cambridge 1990.
- Nykänen, Pekka – Rabinä, Timo*: Yksityishenkilöiden luovutusvoittojen verotus. Talentum. Helsinki 2006.
- Penttilä, Seppo*: Osakkeen arvo verotuksessa. Talentum. Jyväskylä 1991.
- Pihlström, Sami*: Pragmatismi filosofisena perinteenä. Teoksessa Pragmatismi filosofiassa ja yhteiskuntatieteissä, s. 21-51. Toim. Kilpinen, Erkki – Kivinen, Osmo & Pihlström, Sami. Gaudeamus. Helsinki 2008. (Pihlström 2008).
- Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin*: Yhdenvertaisuus ja syrjinnän kieltö (PL 6 §). Teoksessa Perusoikeudet, s. 227-280. Toim. Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka. Toinen, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2011.
- Posner, Richard*: The Problems of Jurisprudence. Harvard University Press 1990.
- Posner, Richard*: The Economics Analysis of Law. 4. edition. Little, Brown and Company. Boston 1992.
- Pönkä, Ville*: Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis. N:o 5/2008 s. 738–758.
- Pöyhönen, Juha*: Uusi varallisuus oikeus. Talentum. Helsinki 2003.
- Rawls, John*: A Theory of Justice. Harvard University Press. Cambridge MA 1971.
- Reinikainen, Mikko – Pelkonen, Jussi – Lydman, Kari*: Uusi osakeyhtiölaki. Tietosanoma. Helsinki 2007.
- Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1998.

- Savela, Ari*: Hostile Takeovers and Directors. Regulation of Takeover Defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union. Turku 1999.
- Savela, Ari*: Oikeustoimilain 36 § ja osakeyhtiöoikeus. Lakimies 1/2001 s. 3–31.
- Savela, Ari*: Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis 1/2010 s. 3–24
- af Schulten, Gerard*: Osakeyhtiölain kommentaari II. Talentum. Helsinki 2004.
- Seppänen, Harri*: Yrityksen analysointi ja tilinpäätös. Kauppakamari. Hämeenlinna 2011.
- Sharpe, William F. – Alexander, Gordon J.*: Investments. Fourth edition. Englewood Cliffs 1990.
- Sillanpää, Matti J.*: Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 199. Helsinki 1994.
- Siltala, Raimo*: Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. Helsinki 2001.
- Stattin, Daniel*: Perspektiv på Enron. Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet 2006-2007, s. 259-272. (Stattin 2006).
- Tala, Jyrki*: Lain tavoitteenasettelu oikeustieteen kannalta. Teoksessa Oikeus – kulttuuria ja teoriaa, s. 217–236. Toim. Jyrki Tala & Kauko Wikström. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. Vammala 2005. (Tala 2005).
- Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1997.
- Timonen, Pekka*: Yhtiöoikeus. Teoksessa Oikeustiede Suomessa, s. 275-284. Toim. Kangas, Urpo. WSOY Lakitieto. Juva 1998. (Timonen 1998).
- Timonen, Pekka*: Kauppaoikeuden arvot. Teoksessa Oikeus ja oikeudenmukaisuus, s. 268-273. Toim. Thure, Veli Matti. Joensuun julkisoikeuden laitoksen julkaisuja. Joensuu 1999. (Timonen 1999).
- Timonen, Pekka*: Corporate governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Kauppakaari, Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2000.
- Toiviainen, Heikki*: Kasvun illuusio ja vapaat markkinat – tien pää. Saatavilla: <http://www.edilex.fi.ezproxy.uef.fi:2048/lakikirjasto/5494.pdf> (viitattu 23.5.2012). Edilex 2008. (Toiviainen 2008).
- Toiviainen, Heikki*: Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä? Business Law Forum 2006, s. 25-67. Toim. Kolehmainen, Esa. Edita Prima Oy. Helsinki 2006. (Toiviainen 2006).
- Toiviainen, Heikki*: Suomalaisen yhteisöoikeuden arvoperusta. Edita. Jyväskylä 2002.
- Tolonen, Hannu*: Oikeuslähdeoppi. WSOY Lakitieto. Helsinki 2003.

- Tolonen, Hannu*: Näkökohtia julkisesta ja yksityisestä oikeuden alueesta. Teoksessa Juhla-julkaisu Leena Kartio s. 311–322. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku 1998. (Tolonen 1998).
- Tolonen, Hannu*: Oikeus ja sen tulkinnat. Teoksessa Minun metodini, s. 279–297. Toim. Juha Häyhä. WSOY Lakitieto. Helsinki 1997. (Tolonen 1997).
- Tolonen, Hannu*: Säännöt, periaatteet ja tavoitteet: Oikeuden, moraalien ja politiikan suhteesta. s. 337–381. Oikeustiede – Jurisprudentia 1989. (Tolonen 1989).
- Tolonen, Juha*: Talouden oikeustiedettä. Teoksessa Oikeus – kulttuuria ja teoriaa. Toim. Jyrki Tala & Kauko Wikström. s. 237–252. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Vammala 2005. (Tolonen J. 2005).
- Tomperi, Ilkka*: Liquidity Effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases. Acta Wasaensia. No. 133. Business Administration 53 Accounting and Finance. Vaasan yliopisto 2004.
- Tuori, Kaarlo*: Kriittinen oikeuspositivismi. WSOY Lakitieto. Helsinki 2000.
- Tuori, Kaarlo*: Oikeuden ratio ja voluntas. WSOYpro. Helsinki 2007.
- Tähti, Aarre*: Periaatteet Suomen hallinto-oikeudessa. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 205. Helsinki 1995.
- Vahtera, Veikko*: Osake ja ääni -periaate ja siitä poikkeaminen julkisesti noteeratussa osakeyhtiössä. Teoksessa Oikeus, talous, hallinto, s. 243–264. Tampereen yliopisto. Tampere 2007. (Vahtera 2007).
- Vahtera, Veikko*: Yhtiöoikeudellisen sääntelyn lokaalisuuden vaikutus sääntelyn pakottavuuteen ja sopimusvapauteen. Lakimies 2/2010, s. 160–175. (Vahtera 2010).
- Vahtera, Veikko*: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus. Hämeenlinna 2011.
- Villa, Seppo*: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2001.
- Villa, Seppo*: Toimivallan jakautuminen hallituksen ja yhtiökokouksen välillä sekä osakkaiden yhdenvertaisuus. Teoksessa Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia I, s. 121–131. Päätoimittaja Ari Saarnilehto. Turun yliopisto. Turku 2001. (Villa 2001b)
- Villa, Seppo*: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Talentum. Helsinki 2002.
- Villa, Seppo*: Velkojan asema osakeyhtiössä. Talentum. Helsinki 2003.
- Villa, Seppo – Ossa, Jaakko – Saarnilehto, Ari*: Yritysmuodot – toiminta, rahoitus ja verotus. WSOYpro. Helsinki 2007.

- Weisbenner, Scott J.*: Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play? Federal Reserve Board. Saatavissa:
<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200029/200029pap.pdf> (viitattu 11.2 2012).
 (Weisbenner 2000)
- Wennberg, Mikko*: Yksityisoikeuden arvoperusta. Teoksessa Oikeus ja oikeudenmukaisuus, s. 239-246. Toim. Thure, Veli Matti. Joensuun yliopiston julkisoikeuden laitoksen julkaisu. Joensuu 1999. (Wennberg 1999).
- Wikström, Kauko*: Ohjaaminen oikeusnormeilla. Teoksessa Juhlajulkaisu Leena Kartio, s. 399-406. Toim. Kumpula, Anne. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku 1998.
- Wilhelmsson, Thomas*: Social civilrätt. WSOY. Helsinki 1987.
- Wittgenstein, Ludvig*: Tractatus logico-philosophicus. WSOY. Juva 1984.
- von Wright, Georg Henrik*: Hyvän muunnelmat. Otavan Kirjapaino Oy. Keuruu 2001.

VIRALLISLÄHTEET

- HE 27/1977 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- HE 318/1992 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 89/1996 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 137/2004 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 109/2005 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- HE 6/2006 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta.
- HE 52/2009 vp*: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain ja vakuutusyhtiölain muuttamisesta.
- HE 32/2012 vp* : Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- KM 1989:36*: Komiteanmietintö: Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla.
 Arvopaperikaupakomitean II osamietintö.
- KM 1992:32*: Komiteanmietintö. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö.

OM 2000: Oikeusministeriön arviomuistio 7.7.2000. Osakeyhtiölain uudistus.

OM 2003:4: Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Oikeusministeriön työryhmämietintö 2003:4. Annettu 6.5. 2003. Oikeusministeriö. Helsinki.

PeVL 45/1996: Perustuslakivaliokunnan lausunto sosiaali- ja terveystieteiden osastoille koskien hallituksen esitystä eduskunnalle eläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudistamisesta.

PeVL 309/1993: Perustuslakivaliokunnan mietintö perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta.

TaVM 24/1996 vp: Talousvaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä eduskunnalle osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

VM 2008: Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston arviomuistio 9.7. 2008.

VMa 479/2006: Valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta.

ULKOMAISET VIRALLISLÄHTEET

Statens offentliga utredningar 1997:22. Aktiebolagets kapital. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén. Justitiedepartementet. Sverige.

EUROOPAN UNIONIIN LIITTYVÄT VIRALLISLÄHTEET

Euroopan Unionin perusoikeuskirja saatavilla <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:310:0041:0054:FI:PDF>

Komission asetus (EY) N:o 2273/2003, annettu 22 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta takaisinosto-ohjelmille ja rahoitusvälineiden vakauttamiselle myönnettävien poikkeuksien osalta. (takaisinostoasetus/ turvasatama-direktiivi).

Euroopan 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. (pääomadirektiivi).

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

Euroopan neuvoston talous- ja sosiaalikomitean lausunto 11.7.1996, CES 876/96.

Ehdotuksesta kolmanneksitoista Euroopan parlamentin ja neuvoston yhtiöoikeudellisesta direktiiviksi yritysostotarjouksista. (talous- ja sosiaalikomitean lausunto).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/36/EY, annettu 11 päivänä heinäkuuta 2007, osakkeenomistajien eräiden oikeuksien käyttämisestä julkisesti noteeratuissa yhtiöissä. (osakkaan oikeudet -direktiivi).

European Corporate Governance Institute. Background. Saatavissa:

<http://www.ecgi.org/osov/index.php> (viitattu 14.5.2012). Report on the Proportionality Principle in the European Union. http://www.ecgi.org/osov/final_report.php (viitattu 14.5.2012).

ITSESÄÄNTELY

Arvopaperipörssin säännöt:

http://www.nasdaqomx.com/digital/Assets/75/75686_arvopaperiprssiinsnt01092011_final.pdf. (viitattu 18.5.2012).

Finanssivalvonta. Esiterekisteri: (Finanssivalvonta, esiterekisteri 2005)

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Rsiterekisteri/Yritysjarjestelyt/Documents/TeliaS_Fin_Fin_final.pdf (viitattu 25.5.2012). (Viitattu 5.5.2012).

Keskuskauppakamarin selvitys: Toimiiko hyvä hallinnointi ja avoimuus pörssi-yhtiöissä.

Toukokuu 2012. (Keskuskauppakamarin selvitys 5/2012).

http://www.edilex.fi.ezproxy.uef.fi;2048/lakikirjasto/lakimies/haku/?search=lakikirjasto&_offset=0&_max=21 (viitattu 7.6.2012).

OMX Pohjoismaisen pörssin Helsingin markkina- ja valvontayksikön kurinpitolausannon päätös. (Markkina- ja valvontayksikön kurinpitolausannon 2008).

http://www.nasdaqomx.com/digital/Assets/60/60612_Tiedote_20080703_Danske_FI.pdf. (Viitattu 10.5.2012).

Rahoitustarkastuksen lausunto 1.3.2002 dnro 5/280/2002

Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c; Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus,

19.10.2004, dnro 8/120/2004, muutospäivä 19.12.2006.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2010. (Corporate governance 2010).

http://cgfinland.fi/images/stories/pdf/2010_koodi/Suomen%F6iden%20hallinnointikoodi%20cg2010.pdf (viitattu 11.5.2012).

Yrityskauppala-autakunnan lausunto 4.12.2007 diaarinro YKL 04/2007/L. (Yrityskauppala-autakunnan lausunto 04/2007). www.yrityskauppala-autakunta.fi/Lausunnot. (viitattu 23.2.2012).

INTERNETLÄHTEET

Arvopaperi Online: ”Kannattako omien osakkeiden ostaminen?” Artikkelit saatavilla:

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/kannattako+omien+osakkeiden+ostaminen/a677.pdf>, viitattu 19.1.2012. (Arvopaperi Online 12.8.2011).

Nokia Oyj:n 4.5.2012 yhtiökokouksen pöytäkirja <http://i.nokia.com/blob/view/-/1380706/data/6/-/agm/-minutes-2012-fi.pdf>, viitattu 31.5.2012. (Nokia Oyj:n yhtiökokouksen pöytäkirja).

Nokia Oyj:n yhtiöjärjestys. Saatavilla: www.nokia.com/fi-fi/tietoa-nokiasta/, viitattu 22.5.2012. (Nokia Oyj:n yhtiöjärjestys).

Osakesäästäjien Keskusliitto; Elisa Oyj:n yhtiökokous-valtakirjojen kerääminen. http://www.osakeliitto.fi/yhdistys_ajankohtaista.php?hid=133&uutinen=45, viitattu 27.5.2012. (Osakesäästäjien Keskusliitto).

Yhdistyneiden Kansakuntien yleismaailmallinen ihmisoikeuksien julistus.

<http://www.ihmisoikeudet.net/index.php?page=ykn-julistukset-ja-sopimukset>, viitattu 26.3.2012. (Ihmisoikeusjulistus).

OIKEUSTAPAUKSET

Korkein oikeus

KKO 2005:122

KKO 2000:82

KKO 1997:111

KKO 1997:110

KKO 1997:17

KKO 1993:82

KKO 1991:46

KKO 1989:36

Korkein hallinto-oikeus

KHO 1999:46

KHO 1998:53

Hovioikeudet

ISHO 2009 nro 1192 S 09/84

HHO 1996 S 94/1498

Keskusverolautakunnan päätökset

KVL 1997/19

KVL 1998/101

Valtakunnansyyttäjänviraston päätökset

Syyttämättäjättämispäätös 03/8-9 (15.1.2003)

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
AMLE	Ehdotus uudeksi arvopaperimarkkinalaiksi (tulevaksi voimaan 1.7.2012)
av.	Alaviite
DL	Defensor Legis
esim.	Esimerkki, esimerkiksi
ETA	Euroopan Talousalue
EU	Euroopan Unioni
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6..1968/360
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
HHO	Helsingin hovioikeus
Ibid.	(lyhenne latinan kielisestä sanasta ibidem ”samassa”) samassa kirjassa ja samalla sivulla
ISHO	Itä-Suomen hovioikeus
JT	Juridisk Tidskrift
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
KM	Komitean mietintö
KPL	Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336
KVL	Keskusverolautakunta
L	Laki
LiikepankL	Laki liikepankeista ja muista osakeyhtiömuotoisista luottolaitoksista 28.12.2001/1501
LM	Lakimies-lehti
ns.	Niin sanottu
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228
OYL	Osakeyhtiölaki
passim	(latinan kielestä) hajallaan, siellä täällä, erotuksetta
PeVL	Perustuslakivaliokunnan mietintö
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
PL	Suomen perustuslaki (731/1999)
RaTa	Rahoitustarkastus

XVIII

RL	Rikoslaki 19.12.1889/39
s.	Sivu, sivut
TaVM	Talousvaliokunnan mietintö
TVL	Tuloverolaki 30.12.1992/1535
USA	(United States of America) Amerikan Yhdysvallat
VakYhtL	Vakuutusyhtiölaki 18.7.2008/521
VML	Laki verotusmenettelystä 18.12.1995/1558
VMa	Valtiovarainministeriön asetus
VOYL	Osakeyhtiölaki 29.9.1978/734
vp.	Valtiopäivät
VSVL	Varainsiirtoverolaki 29.11.1996/931
YleL	Laki Yleisradio Oy:stä 22.12.1993/1380

1 JOHDANTO

1.1 Julkinen osakeyhtiö omien osakkeidensa hankkijana

Osakeyhtiömuotoisten yritysten toiminnan merkittävin sääntely sisältyy osakeyhtiölakiin (OYL 21.7 2006/624). Aiemmin voimassa ollutta lakia (VOYL 29.9 1978/734) uudistettiin vuonna 1997 Euroopan Unionin yhteisöoikeudellisen pääomadirektiivin¹ voimaan saattamiseksi. Uudistuksen eräs merkittävä seuraus aiempaan sääntelyyn verrattuna oli yhtiön omien osakkeiden hankinnan mahdollistuminen. Hankkimisella tarkoitetaan tilannetta, jossa osakkeenomistajat vapaaehtoisesti luopuvat osakkeistaan yhtiön tarjoutuessa ne ostamaan. VOYL:in sisältyi nimenomainen omien osakkeiden hankintakielto, jonka perusteeksi katsottiin mahdollisuus vaikuttaa yhtiön osakekurssiin epäasiallisesti. Edelleen kiellon taustalla vaikutti osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden loukkausten estäminen.² Hankintakiellon kumoaminen perustui pyrkimykseen joustavammasta sääntelystä koskien yhtiön varojen käyttöä ja siitä päättämistä. Lisäksi julkisten osakeyhtiöiden³ kohdalla omien osakkeiden hankinnan sallimisen katsottiin olevan tarkoituksenmukaista henkilökunnan palkkauksen ja yritysjärjestelyjen toteuttamisen kannalta.⁴

VOYL:n muutoksessa yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden vaatimusta pyrittiin turvaamaan sääntelemällä omien osakkeiden hankkimiseen liittyvää päätöksentekoa, osakkeenomistajan tiedonsaantioikeutta ja julkista osakeyhtiötä koskevia hankintarajoituksia.⁵ Julkisten osakeyhtiöiden osalta omien osakkeiden hankintarajoitus tarkoittaa, että yhtiöllä ja sen mahdollisilla tytäryhteisöillä hallussaan olevien osakkeiden määrä ei saa ylittää yhtä kymmenesosaa kaikista yhtiön osakkeista (OYL 15:11.1).⁶ Omien osakkeiden hankinnan julkinen osakeyhtiö to-

¹ 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.

² HE 27/1977 vp s. 48.

³ OYL:iin sisällytettiin ns. osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi (2007/36/EY). Sen vuoksi OYL muuttui jonkin verran, ja yksi muutos on lakiin otettu erityinen julkisen osakeyhtiön määritelmä; ks. OYL 5:1a ja HE 52/2009.

⁴ HE 89/1996 vp luku 3.2.4, luku 7.

⁵ Ks. HE 89/1996 vp luku 7.

⁶ Pääomadirektiivin muutos, jonka Euroopan Unionin parlamentti ja neuvosto hyväksyivät heinäkuussa 2006, säätää, että jäsenvaltio voi rajoittaa omien osakkeiden hankintaa siten, että hankittujen osakkeiden nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo ei saa ylittää jäsenvaltion määräämää rajaa. Tämän rajan tulee olla vähintään kymmenen prosenttia merkitystä pääomasta. Varsinaisia määrällisiä rajoituksia ei siis tarvitsisi asettaa, riittävää on rajaus kymmeneen prosenttiin. Pääomadirektiivi sallisi, että OYL 15:11.1:n edellyttämä kymmenesosamäärän raja voitaisiin poistaa tai rajaa olisi mahdollista korottaa.

teuttaa yleensä arvopaperimarkkinalain (AML 26.5.1989/495) 6 luvun (L 442/2006) (EAML 11 luvun) mukaisella julkisella ostotarjouksella tai normaalilla kaupankäynnillä pörssissä. OYL:n ja AML:n lisäksi julkisen osakeyhtiön toimintaan omien osakkeiden hankinnassa vaikuttaa myös markkinapaikan itsesääntely (Arvopaperipörssin säännöt, Finanssivalvonnan ohjeet).

Yhtiöoikeudellisesti omien osakkeiden hankkiminen on keskeinen ja yleinen tapa järjestellä osakeyhtiön omistusta⁷, mutta hankinnan taustalla voi olla monia muitakin liiketaloudellisia syitä. Varallisuusoikeudellisesti kyse on kaupasta yhtiön eli ostajan ja osakkeenomistajan eli myyjän välillä, jossa vastike voidaan suorittaa rahana tai muuna omaisuutena. Tavallisimmin vastikkeena on raha.⁸ OYL:ssa omien osakkeiden hankinta lukeutuu varojenjaon tavaksi (OYL 13 luku). Tällöin hankinta voi vaikuttaa merkittävästikin yhtiön varallisuusasemaan, sillä hankinta voidaan toteuttaa voitonjakokelpoisilla varoilla tai sidotulla tai vapaalla pääomalla.⁹ OYL:n sääntely omien osakkeiden hankinnasta on varsin joustavaa, minkä vuoksi säännösten soveltamisessa keskeinen merkitys on yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamisella.¹⁰ Omien osakkeiden hankinnasta päätetään yhtiökokouksessa (OYL 15:5.1), minkä vuoksi päätöksenteko on luonteeltaan puhtaasti yhtiöoikeudellista erotuksena liiketaloudellisesta päätöksenteosta, joka yleensä tapahtuu hallituksen yleistoimivallalla (OYL 6:2).¹¹ Kun tämän lisäksi otetaan huomioon OYL:n lähtökohta siitä, että kaikilla osakkeenomistajilla tulee olla yhtäläiset mahdollisuudet osakkeidensa myyntiin yhtiölle¹², voidaan yhdenvertaisuuden vaatimusta tarkastella sekä osakehankinnan päätös- että toteutusvaiheissa.

Julkisen osakeyhtiön omien osakkeiden hankkiminen pörssissä tarkoittaa arvopaperimarkkinaoikeudellisesti sitä, että yhtiö toimii markkinoilla sijoittajana suorittamalla osakkeidensa takaisinostoa. Helsingin arvopaperipörssin ohjeissa huomiota kiinnitetään yhtiön ja sen osakkeiden jälkimarkkinoiden ominaispiirteisiin sekä markkinatilanteeseen. Hankittavien osakkeiden määrää on rajattu ja hankinnan ajoitusta täsmennetty.¹³ Julkisissa osakeyhtiöissä omien

⁷ Immonen 2011 s. 293.

⁸ Ibid.

⁹ HE 109/2005 vp s. 135.

¹⁰ Ibid.

¹¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 39, 416-417.

¹² OYL:n lähtökohta omien osakkeiden hankintaan voidaan johtaa 15:6.1:n sanamuodosta: ”...osakkeita voidaan hankkia *muutoin* kuin osakkeenomistajien omistamien osakkeiden suhteessa...” (kursivoinnit tässä). Lisäksi ks. esim. Immonen 2011 s. 298.

¹³ Arvopaperipörssin säännöt, kohta 5.1–5.5.

osakkeiden hankinta toteutetaan usein hankinta-ohjelmalla, jonka sisältöön arvopaperipörssin ohjeilla OYL:n ja AML:n sääntelyn ohella on merkitystä.

Esimerkkinä omien osakkeiden hankinnasta ja hankinnan eräistä vaikutuksista osakkeenomistajan sekä yhtiön näkökulmasta voidaan käyttää suomalaista julkisesti noteerattua Kone Oyj:tä. Elokuussa 2011 Kone Oyj osti viikon aikana omia osakkeitaan n. 21 milj. €:lla. Jos kyseinen summa olisi jaettu suoraan osinkona osakkeenomistajille, osaketta kohden olisi saanut n. 0,08 €. Ostojen keskihinta eli osakkeen arvo oli 35,88 €. Kuukautta aiemmin Koneen osakkeen arvo oli 44,77 €, mikä oli samalla vuoden korkein noteeraus Koneen osakkeelle. Tällöin osakehankinta olisi maksanut yhtiölle 5 milj. € enemmän. Yhtiön kannalta ostojen toteutus oli siis hyvin ajoitettu.¹⁴ Yhtiön osakkeenomistajat voidaan jakaa kahteen kategoriaan; niihin, jotka myivät osakkeitaan yhtiölle ja niihin, jotka eivät osallistuneet osakekauppaan. Jälkimmäisen ryhmän osalta kiinnostavaa on se, tarjosiko yhtiö kaikille osakkeenomistajilleen mahdollisuuden myydä osakkeitaan, ja mikäli näin ei ollut, mihin syihin epäyhtenvertainen kohtelu perustui. Edelleen kiinnostavaa osakkeenomistajien ja varojenjaon näkökulmasta on, miksi yhtiö päätyi sijoittamaan varoja omiin osakkeisiinsa, kun varat olisivat olleet jaettavissa osinkoina yhdenvertaisesti kaikille yhtiön osakkeenomistajille. Yhtiön kannalta omien osakkeiden hankinta on liiketoiminnallinen ratkaisu, jonka tulee olla sopusoinnussa yhtiön toiminnan tarkoituksen kanssa (OYL 1:5). Lainmukaisten liiketoiminnallisten ratkaisujen tuotto-odotus ei kuitenkaan ole riittävä peruste niiden toteuttamiselle. Ratkaisujen tulee myös kohdella yhdenvertaisesti yhtiön merkittävintä sidosryhmää eli osakkeenomistajia (OYL 1:7).

1.2 Tutkimustehtävä

1.2.1 Aihepiiri ja kysymyksenasettelu

Osakeyhtiölain viimeisimmän uudistuksen seurauksena yhtiöoikeudellinen sääntely muuttui entistä dispositiivisemmaksi. Tällä haluttiin lisätä OYL:n joustavuutta, jotta kotimainen osakeyhtiömuotoinen yritystoiminta voisi kasvattaa kilpailukykyään kansainvälisesti arvioituna.¹⁵ OYL:n dispositiivisuus mahdollistaa yhtiön suurimman sidosryhmän eli osakkeenomistajien tahtoon perustuvan määräysvaltasuhteiden järjestelyn, minkä seurauksena yhtiön toi-

¹⁴ Arvopaperi Online 12.8.2011.

¹⁵ HE 109/2005 vp s. 16–17.

minnan oletetaan olevan taloudellisesti tehokkainta. Tämä ajatus pohjautuu osakkeenomistajan viimesijaiseen oikeuteen yhtiön varallisuutta jaettaessa, minkä vuoksi osakkeenomistajan intressi varallisuuden hoitoon ja kasvattamiseen on suurin. OYL:n sääntelyratkaisut käsitetään siis taloudellista tuottavuutta edistäväksi.¹⁶ Tämä voidaan nähdä markkinataloudellisen talousnäkemyksen vaikutuksena lainsäädännössä.¹⁷ Edellä mainitut OYL:n piirteet heijastavat angloamerikkalaista, osakkeenomistajakeskeistä yhtiöoikeusajattelua.¹⁸ OYL:n laajemman tahdonvaltaisuuden lisäksi erona VOYL:iin on periaatekeskeisyys. Tämä tarkoittaa yhtiöoikeudellisten periaatteiden merkitystä oikeusperiaatteina, sekä niiden ohjaavaa vaikutusta yksityiskohtaisempien säännösten tulkinnassa. Periaatteet on sisällytetty OYL 1 lukuun. Niiden tarkoituksena on myös suojata vähemmistöosakkeenomistajia ja velkojia johdon ja määräävien osakkeenomistajien itsekkäältä toiminnalta. Periaatteista tärkeimmiksi luetaan yhtiön toiminnan tarkoitus eli voiton tuottaminen osakkeenomistajille sekä yhdenvertaisuusperiaate.¹⁹

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, mikä merkitys yhdenvertaisuusperiaatteella on julkisesti noteeratun osakeyhtiön omien osakkeiden hankintamenettelyssä. Edellä esiin tuotu OYL:n tahdonvaltaisuus sekä taloudellista tehokkuutta korostava tausta-ajattelu saavat pohtimaan, kuinka yhdenvertaisuuden vaatimus, jota korostettiin VOYL:n sisältämää omien osakkeiden hankintakieltoa kumottaessa²⁰, toteutuu nykyisen voimassa olevan oikeuden mukaan. Jotta varsinaiseen tutkimuskysymykseen vastaaminen mahdollistuisi, tarkoituksena on tarkastella nykyisessä OYL:ssa eksplisiittisesti vaikuttavan yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä. Tämän vuoksi selvitetään yhdenvertaisuus-käsitteen ulottuvuutta suomalaisessa oikeusjärjestyksessä sekä sitä, mitä yhdenvertaisuusperiaatteella tarkoitetaan yhtiöoikeudessa. Oikeudellisen ja taloudellisen ajattelun yhteensovittaminen lainsäädännössä tarkoittaa lain tulkitsijan kannalta oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusargumenttien tunnistamista sääntelykohteen toimintaympäristössä. Sen vuoksi tutkielman taustavaikuttimena on mielenkiinto oikeudenmukaisuuden ja taloudellisen tehokkuuden rajankäyntiin yhtiöoikeudessa. Tutkimuskysymyksen vastaamisessa pyritään hahmottamaan, kuinka tehokkuusnäkökohtien aiempaa selvempi painottuminen OYL:ssa vaikuttaa sääntelyn oikeudenmukaisuusvaatimukseen, kun viiteke-

¹⁶ OM 2000 s. 23.

¹⁷ Ks. Tolonen J. 2005 s. 239, jonka mukaan oikeudellisen ja taloudellisen ajattelun ensimmäinen kohtauspiste oikeustieteen näkökulmasta on lainsäädäntö.

¹⁸ Ks. HE 109/2005 vp s. 38–39, jossa yhtiön toimintatapoja, kuten markkina-arvoa kohottavia kehityshankkeita sekä henkilöstön intressien huomioimista, tarkastellaan osakkeenomistajien arvonmaksimoinnin kannalta. Ks. myös Mähönen – Villa 2006a s. 3–4.

¹⁹ HE 109/2005 vp s. 18, 19.

²⁰ Ks. edellä jakso 1.1.

hyksenä on pörssiyhtiön omien osakkeiden hankinta arvopaperimarkkinoilla. Näkökulma tutkielmassa on yhdenvertaisuusperiaatteen painoarvon vuoksi osakkeenomistajakeskeinen.

1.2.2 Rakenne ja rajaukset

Tutkielman rakennetta voi kuvata käsittekolmiona ”yhdenvertaisuus, osake, osakehankinta”. Tähän perustuen asetettuun tutkimuskysymykseen etsitään vastausta etenemällä yleisestä erityiseen. Tutkielma muodostuu neljästä pääluvusta (luvut 2-5). Kahdessa ensimmäisessä luvussa pääpaino on yleisellä tasolla eli käsitteissä ”yhdenvertaisuus” ja ”osake” sekä näiden välisessä yhteydessä OYL:n sääntelyssä. Kahdessa jälkimmäisessä luvussa aihetta käsitellään erityisellä tasolla, jolloin keskiössä ovat käsitteet ”yhdenvertaisuus” ja ”osakehankinta”. Tarkastelu keskittyy omien osakkeiden hankinnan päätös- ja toteutusvaiheisiin OYL:n edellyttämän osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta. Nyt käsillä olevassa johdannossa avataan otsikon ilmentämää tutkielman aihetta ja siihen sisältyvää tutkimuskysymystä. Tutkielma päättyy kuudenteen lukuun eli neljässä pääluvussa esitetyn kokoavaan tarkasteluun.

Luvussa 2 keskitytään aluksi oikeusperiaatteiden yleiseen tarkasteluun, koska niiden merkitys OYL:ssa on keskeinen. Tämän myötä tuodaan esiin yhtiöoikeuden arvo- ja tavoiteperustaa. Yhdenvertaisuusperiaatteen analyysin lisäksi käsitellään myös nykyajan osakeyhtiöoikeudellisen ajattelun suuntauksia oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusperusteita silmällä pitäen. Luku 3 käsittelee osaketta, sen luonnetta ja merkitystä sekä osaketta koskevan sääntelyn vaikutusta osakkeenomistajan asemaan yhtiössä. Käsittelyssä on myös osakeyhtiön sidosryhmien välisten suhteiden sääntely, joka määrittää omien osakkeiden hankinnan lähtökohdat. Lisäksi sääntelyn vaikutuksia peilataan suhteessa yhdenvertaisuuteen. Luvun lopussa tarkastellaan omien osakkeiden hankinnan oikeusvaikutuksia osakkeenomistajan näkökulmasta.

Tutkielman luvussa 4 tarkastellaan omien osakkeiden hankinnan motiiveja liiketoiminnalliselta sekä voitonjaolliselta kannalta. Lisäksi käsittelyssä on osakehankinnan päätösmenettely ja yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys menettelynormien taustalla sekä itsenäisenä menettelyperiaatteena. Luku 5 keskittyy omien osakkeiden hankinnan toimenpidevaiheeseen eli hankinnan toteutukseen arvopaperimarkkinoilla. Tarkastelu painottuu toimenpiteen yhdenvertaisuusvaatimukseen arvopaperimarkkinaoikeuden normikokonaisuudessa.

Rajaukset. Tutkielmassa keskitytään ainoastaan julkisesti noteerattuihin osakeyhtiöihin, ja lisäksi oletetaan, että yhtiön kaikilla osakkeilla käydään kauppaa arvopaperimarkkinoilla. Einoiteerattujen osakeyhtiöiden rajaaminen tarkastelun ulkopuolelle on mielestäni perusteltua siksi, että osakeyhtiömuodolle ominaisten piirteiden merkitys heikkenee sitä mukaa, mitä pienemmästä yhtiöstä on kysymys.²¹ Lisäksi oletuksena on, että yhtiö on suomalainen ja Suomessa listattu, jolloin sovellettaviksi tulevat Suomen osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädäntö (ks. OYL 1:1.1 ja AML 1:1.1, 1:2) sekä EY-oikeuden yhtiöoikeudelliset direktiivit. Osakkeenomistajan kansalaisuutta ei ole rajattu, koska ulkomaisetkin oikeussubjektit voivat omistaa suomalaisen osakeyhtiön osakkeita. Myöskään osakkeenomistajan oikeudellista muotoa ei rajata; osakkeenomistaja voi olla luonnollinen henkilö tai yhtiö, muu yhteisö tai säätiö. Tutkielman kohteena ovat ainoastaan OYL:n mukaiset yhtiöt, mikä merkitsee erityislakeihin²² sisältyvän sääntelyn rajaamista tutkielman ulkopuolelle.

Omien osakkeiden hankinnan lisäksi OYL 15 luvussa säännellään osakkeiden lunastusta. Tässä tutkielmassa tarkastellaan vain hankinta-tilannetta. Tarkastelu keskittyy hankinnan päätös- ja toimenpidevaiheisiin. Sen sijaan hankittujen omien osakkeiden hallussapitoa tai kohtelua hankinnan jälkeen ei käsitellä. Tämän seurauksena ei myöskään tarkastella hankinnan kirjanpito-oikeudellista menettelyä. Olettamana tosin on, että tutkielman kohdeyhtiöissä eli julkisissa osakeyhtiöissä noudatetaan nimellisarvotonta pääomajärjestelmää. Arvopaperimarkkinaoikeuden osalta keskitytään etupäässä niihin omien osakkeiden hankintaa normittaviin säännöksiin, joilla on liitännäisyys yhtiöoikeuden yhdenvertaisuusperiaatteeseen. Yhdenvertaisuusperiaatetta osakehankinnassa tarkastellaan osakkeenomistajan ennakkollisen oikeussuojan kanalta, joten sen merkitys jälkikäteisessä oikeussuojassa jää muutamien viittausten tasolle.

1.2.3 Metodi

Tutkielman lähestymistapa asetettuun tutkimuskysymykseen on lainopillinen. Luvussa 2 painottuu teoreettinen²³ lainoppi. Muissa luvuissa pääpaino on käytännöllisessä lainopissa, sekä tulkinnallisessa tavoitteessa eli pyrkimyksessä voimassa olevan oikeuden sisällön selvittämiseen. Nykypäivän osakeyhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa ei voida täydellisesti torjua taloustieteen vaikutusta jo pelkästään siksi, että OYL:n säätämisen taustalla on voimakkaita vaikut-

²¹ Vahtera 2011 s. 29.

²² Esim. YleL, VakYhtL, LiikepankkiL sivuutetaan.

²³ Ks. Aarnio 1989 s. 302 teoreettisen ja käytännöllisen lainopin erottelusta.

teita talouden alalta. Sen vuoksi tutkielmassa hyödynnetään taloustieteellistäkin aineistoa. Tarkoituksena on siten kuvata osakeyhtiömuotoisen yritystoiminnan piirteitä sekä toimijoiden motiiveja ja avartaa näin lainopillista lähestymistapaa. Kyse ei kuitenkaan ole oikeustaloustieteellisistä vaikuttimista, koska tavoitteena ei ole esittää voimassa olevan lainsäädännön tulkitasuosituksia tai osoittaa kehitysehdotuksia taloustieteellisin perustein. Pitäytyminen lainopillisessa metodissa perustuu tutkielman keskeisen käsitteen eli yhdenvertaisuusperiaatteen merkitykseen yleisenä²⁴ oikeusperiaatteena.

Tutkielman kysymyksenasettelussa on erotettavissa normin tulkintatavoitteen lisäksi myös oikeuspoliittinen elementti, mikä tarkoittaa pyrkimystä tiettyyn yhteiskunnalliseen ideologiaan perustuviin kannanottoihin. Viitataan tällä tutkielman taustavaikuttimeen eli siihen, kuinka oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusperusteet vaikuttavat yhtiöoikeudellisessa lainsäädännössä. Oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden välisen jännitteen tarkastelu on haasteellista, koska on olemassa erilaisia käsityksiä sekä oikeudenmukaisuudesta että tehokkuudesta. Yhtiöoikeudellista lainsäädäntöä voidaan pitää lainsäätäjän käsityksenä oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden yhteensovittamisesta. Sääntelyvaihtoehtojen valintaa voidaan tarkastella Kaarlo Tuorin kriittisen oikeuspositivismin otteella. Tällöin oikeuden pintatason ilmiöiden, kuten lakien, justifikaatio on syvärakenteen demokratia- ja ihmisoikeusperiaatteissa.²⁵ Tutkielma perustuu yhteiskunnalliseen näkemykseen oikeudenmukaisista yhteisöllisistä käytännöistä. Markkina-taloudellisessa järjestelmässä tämä ei ainoastaan tarkoita yksilön vapautta, vaan myös tosiasiallista²⁶ vapautta eli aitoa mahdollisuutta osallistua yhteisölliseen toimintaan ja vaikuttaa omaan hyvinvointiinsa. Tällöin yhteisön toimintaa ohjaavan oikeudellisen käytännön eli lainsäädännön on oltava arvosidonnaista, eikä taloudelliseen yhtiö-rationaalisuuteen pohjautuvaa. Tästä lähtökohdasta on kylläkin huomioon otettava, että oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden ristiriita voi olla myös näennäinen; oikeustieteessä oikeudenmukaisuutta palvelevat instituutiot voivat taloustieteelliseltä kannalta olla tehokkuutta edesauttavia välineitä²⁷.

²⁴ Tarkoitan yleisyydellä sitä, että yhdenvertaisuusperiaate ilmenee lainsäädännönä useilla oikeudenaloilla; esim. hallintolaki (434/2003) 6 §, laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (1578/1992) 2 §, rikoslaki (39/1889) 11:9, 47:3.

²⁵ Tuori 2000 s. 202–205, 253.

²⁶ Tarkoitan tosiasiallisella vapaudella sitä, että yksilöiden välille muodostuvat oikeussuhteet ovat mahdollisimman symmetrisiä; tällöin kummallakaan osapuolella ei ole toiseen nähden merkittävää tiedollista etulyöntiasemaa arvioida oikeussuhteen merkitystä ja siihen mahdollisesti liittyviä riskejä. Ks. esim. Lämsineva 2002 s. 23.

²⁷ Kaisanlahti 1999 s. 46. Ks. myös Kaisanlahti 2000 s. 82–83, jossa esimerkkinä oikeustieteen ja taloustieteen näkemysten lähentymisestä käytetään vaihdannan vapautta monopolitilanteessa. Tällöin varallisuusoikeudellisesta näkökulmasta sopimusvapauteen perustuva vapaaehtoinen kauppa ei aidosti ole sitä. Ostajat ovat pakotettuja hyväksymään myyjän määrittämän hinnan. Oikeudenmukaisuuteen tähtäävät kilpailulainsäädännölliset toimenpiteet palvelevat myös taloudellista tehokkuutta, koska monopolin vallitessa hyödykkeen hinta on korkeampi ja

1.2.4 Keskeiset käsitteet

Oikeustieteen kielisidonnaisuuden vuoksi on hyvä tuntea käytetyt käsitteet. Niitä tulee myös käyttää johdonmukaisesti, jotta käsillä oleva asia tulisi ymmärretyksi. Näiden ymmärrettävyyden edellytysten täyttämiseksi määritellään seuraavassa tutkielman keskeiset käsitteet. Määritelmien tavoitteena on palvella tämän tutkielman asiasisällön ymmärtämistä, joten niiden ei ole tarkoitus olla tyhjentäviä yleisellä tasolla.

Arvopaperi. Arvopaperilla tarkoitetaan arvopaperimarkkina-alaissa siirtokelpoista rahoitusvälinettä. Lisäksi se on lajiesineen luonteinen eli arvopapereita voidaan tuoda vaihdannan piiriin useiden toisiinsa nähden samansisältöisten arvopapereiden kanssa.²⁸ Tässä tutkielmassa arvopaperilla tarkoitetaan suomalaisen julkisen osakeyhtiön osaketta. (AML 1.2, ehdotus uudeksi arvopaperimarkkina-alaiksi AMLE 2:1).

Arvopaperimarkkinat. Arvopaperimarkkinat²⁹ määritellään yleisesti rahoitusmarkkinoiden osaksi, jolla arvopapereiden julkinen vaihdanta toteutetaan. Arvopaperimarkkinoiden ulkopuolelle jääviä arvopapereita ovat esim. shekki, vekseli tai yksityishenkilön antama juokseva velkakirja, jotka kuuluvat velvoiteoikeuteen.³⁰ Tässä tutkielmassa arvopaperimarkkinoilla tarkoitetaan osakkeiden vaihdantaa jälkimarkkinoilla³¹.

Informaatio. AML 2:7:ssä (AMLE 6:4:ssä) säädetään julkisten osakeyhtiöiden jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta, millä ensisijaisesti pyritään turvaamaan sijoittajien mahdollisuus perustellun arvion tekemiseen osakkeen arvosta. Tiedonsaannin tulee olla yhdenvertaista, tasapuolista ja samanaikaista.³² Tässä tutkielmassa informaatio-käsite liittyy yhtiön ja sen osakkeenomistajien väliseen suhteeseen. Toisekseen se kytkeytyy käsitepariin informaatio – tieto, jossa informaatio liittyy aina johonkin kokonaisuuteen ja muuttuu tiedoksi vasta, kun informaation kohde eli vastaanottaja on kyennyt liittämään sen osaksi jo hallussaan olevaa tietoa.³³

sitä tuotetaan vähemmän kuin tehokkuusnäkökohta vaatisi. Lisäksi Rudanko 1998 s. 333–334, jossa todetaan, etteivät oikeudenmukaisuus ja tehokkuus ole välttämättä toisiaan poissulkevia. Rudangon mukaan oikeudenmukaisuus ei voi täysin toteutua ilman taloudellista tehokkuutta, mutta toisaalta taloudellisesti tehokas järjestelmä edellyttää oikeudenmukaisuuden elementtiä.

²⁸ Ks. HE 32/2012 vp s. 101.

²⁹ Yksityiskohtaisempi määritelmä Sillanpää 1994 s. 67–70.

³⁰ Sillanpää 1994 s. 9.

³¹ Ensimmäisillä markkinoilla pääomaa tarvitsevat yhteisöt laskevat liikkeeseen arvopapereitaan pääomaa sijoittavien henkilöiden merkittäviksi arvopapereiden merkintäaikana. Jälkimarkkinoilla käydään kauppaa arvopapereilla, jotka on aiemmin laskettu liikkeeseen ensimmäisillä markkinoilla.

³² HE 32/2012 vp s. 117.

³³ Huovinen 2004 s. 63–64.

Mahdollisuus informaation saantiin yhtiösuhteessa käsitetään tutkielmassa OYL 5:25:ssä säädetyksi osakkeenomistajan oikeudeksi.

Johto. Osakeyhtiölain 6:1:ssä edellytetään, että yhtiöllä on oltava hallitus. Johdolla tarkoitetaan tässä tutkielmassa yhtiön toiminnasta oikeudellisesti vastuussa olevaa operatiivista johtoa eli hallitusta.

Julkinen osakeyhtiö. Osakeyhtiölain säännökset koskevat sekä yksityisiä että julkisia osakeyhtiöitä, ellei laissa nimenomaisesti toisin säädetä. Ainoastaan julkisen osakeyhtiön osakkeita voidaan ottaa arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuna julkisen kaupankäynnin³⁴ kohteeksi. Osakkeilla voidaan käydä kauppaa Suomessa tai muussa Euroopan talousalueen valtiossa. Esitysteknisistä syistä, lähinnä toiston välttämiseksi, tutkielmassa käytetään julkisen osakeyhtiön ohella myös termiä ”pörssi-yhtiö” OYL 5:1a:n mukaisesti.

Julkinen ostotarjous. Julkinen ostotarjous tarkoittaa AML:ssa sekä vapaaehtoista että pakollista ostotarjousta (AML 6:1, AMLE 11:1). Tällöin tarjoudutaan ostamaan säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita tiedotusvälineessä tai internetissä julkaistulla ilmoituksella tai kirjeitse. Julkisen ostotarjouksena ei pidetä hyvin suppealle, ennalta määrättylle joukolla tehtyä tarjousta, jolloin tarjouksen tekijällä on tosiasiallinen mahdollisuus neuvotella arvopaperin haltijoiden kanssa.³⁵ Tutkielmassa keskitytään vapaaehtoiseen, osakkeita koskevaan julkiseen ostotarjoukseen.

Markkinat. Yleisesti markkina-käsite on jaettu useisiin näkökulmasta riippuviin tarkoituksiin, kuten pääomamarkkinat, määräysvaltamarkkinat ja johtajamarkkinat³⁶, rahoitusmarkkinat³⁷ tai hyödykemarkkinat³⁸. Tässä tutkielmassa markkinoilla tarkoitetaan osakkeiden vaihdannan toimintaympäristöä, joka kytkeytyy julkisen osakeyhtiön liiketoimintaan pääoman keräämisen vuoksi.

³⁴ AMLE:ssa käytetään julkisen kaupankäynnin sijaan termiä ”kaupankäynti rahoitusvälineillä säännellyillä markkinalla”. HE 32/2012 vp s. 97.

³⁵ HE 32/2012 vp s. 135.

³⁶ Sillanpää 1994 s. 31.

³⁷ Astola 1990 s. 1–2.

³⁸ Rudanko 1998 s. 214.

Osake. Omistusoikeus osakkeeseen tuottaa osakeoikeuden osakeyhtiöön. Osake ei ole yksilöllisesti määrätty fyysinen objekti, vaan osakkeen omistaminen tarkoittaa oikeuksien omistamista.³⁹ Osaketta tämän tutkielman aiheen kannalta käsitellään tarkemmin jaksossa 3.1 ja 3.2.

Osakehankinta l. omien osakkeiden hankinta: Julkinen osakeyhtiö tarjoutuu ostamaan omia osakkeitaan osakkeenomistajiltaan. Osakkeenomistajan kannalta kyse on vapaaehtoisesta osakkeenomistuksesta luopumisesta, mikä erottaa hankinnan yhtiöoikeudellisena toimenpiteenä osakkeiden lunastuksesta.⁴⁰

Osakkeenomistaja; enemmistöosakkeenomistaja, enemmistöomistaja. Osakkeenomistaja on yhtiön osakkeen tuottamien oikeuksien hallitsija. Osakkeenomistaja voi olla luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö. Enemmistöosakkeenomistajalla tarkoitetaan sellaisen osakemäärän omistusta yhtiössä, mikä tuottaa oikeuden käyttää yhtiökokouksessa päätösvaltaa yhtiön asioista.

Osakkeenomistaja; Vähemmistöosakkeenomistaja, vähemmistöomistaja. Vähemmistöosakkeenomistajalla tarkoitetaan osakkeenomistajaa, joka omistaa vähintään 10 % yhtiön vaihdannan kohteena olevien osakkeiden yhteismäärästä.

Takaisinosto. Arvopaperimarkkinaoikeudellisesti yhtiöoikeudellinen omien osakkeiden hankinta käsitetään myös osakkeiden takaisinostoksi.⁴¹ Tässä tutkielmassa takaisinoston käsite on synonyymi osakehankinnalle eli omien osakkeiden hankinnalle, mutta käyttö rajoittuu tutkielman arvopaperimarkkinaoikeudelliseen osaan eli lähinnä lukuun 5.

Yhdenvertaisuus; yhdenvertaisuusperiaate. Tutkielman keskeistä käsitettä tarkastellaan jaksoissa 2.2 – 2.3. Toiston välttämiseksi yhdenvertaisuus ja yhdenvertaisuusperiaate ovat rinnakkaisia ilmaisuja tässä tutkielmassa.

Yhtiö. Yhtiöllä tarkoitetaan tässä tutkielmassa julkista osakeyhtiötä (OYL 5:1a), jonka oman tai vieraan pääoman ehtoinen arvopaperi on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

³⁹ Kartio 1990 s. 53–55.

⁴⁰ HE 109/2005 vp s. 26-27.

⁴¹ Ks. esim. arvopaperipörssin säännöt. ks. lisäksi esim. Tomperi 2004 passim., englannin kielinen termi ”stock buyback”, jota käytetään rinnakkaisesti termin ”stock repurchases” kanssa.

Edellä määriteltyjen käsitteiden lisäksi eräitä esiin tulevia, lähinnä taloustieteellisiä käsitteitä, on pyritty avaamaan tutkielman alaviitteissä. Tähän ratkaisuun on päädytty ensinnäkin siksi, koska käytetyn taloustieteellisen lähdeaineiston tarkoitus on lähinnä kuvaava, eikä argumentoituva ja toisekseen myös asioiden käsittelyn sujuvuuden vuoksi. Viimeksi mainittuun syyhyn perustuen erityisesti tutkielman luvussa 2 on eräitä oikeustieteellisiin ja yhteiskuntatieteellisiin teorioihin liittyviä ilmauksia selvennetty alaviitteissä. Joitain käsitteitä, jotka samana sanana esiintyvät eri yhteyksissä, on niin ikään määritelty alaviitteissä selventämään kulloistakin asiayhteyttä.

1.2.5 Lähdeaineistosta

Tutkielma perustuu lähteiden osalta ensisijaisesti osakeyhtiöoikeudelliseen lainsäädäntöön ja lakien esitöihin. Osakeyhtiölain ohella merkitystä on arvopaperimarkkinalailla. Tutkielmassa on otettu huomioon vireillä oleva AML:n uudistus, minkä vuoksi yhtiön omien osakkeiden hankintaan liitännäisten, voimassa olevien säännösten lisäksi on hyödynnetty hallituksen esitystä uudeksi arvopaperimarkkinaiksi (HE 32/2012). Tutkielman lähdeaineistona on lisäksi oikeustieteellistä tutkimusta sekä kommentaariteoksia ja monografioita. Ulkomaisen kirjallisuuden käyttö painottuu oikeusteoreettiseen argumentointiin luvussa 2, sekä omien osakkeiden hankinnan motiivien käsittelyyn luvussa 4. Myös ulkomaista talusteoreettista tutkimusta on käytetty hahmottamaan osakeyhtiöoikeudellisen ajattelun taustavaikuttimia. Omien osakkeiden hankinnasta on vähän yhtiöoikeudellista tutkimusta, mutta hankintaa on käsitelty jonkin verran arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta. Tästä näkökulmasta tehtyä tutkimusta on tutkielman yhtiöoikeudellisesta lähtökohdasta huolimatta luontevaa hyödyntää, koska arvopaperimarkkinoiden normit vaikuttavat olennaisesti pörssiyhtiöiden liiketoimintaan.

Yhtiöoikeudellista oikeuskäytäntöä omien osakkeiden hankinnasta ei ole. Hankintaa on käsitelty vero-oikeudellisissa ratkaisuissa, sekä jonkin verran arvopaperimarkkinaoikeudellisen itsesääntelyn valvontaelimissä. Oikeuskäytännön osalta tutkielmassa lähteinä käytetyt ratkaisut liittyvät suurelta osin yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen sisällön tulkintaan. Yhtiöoikeudellista itsesääntelyä hyödynnetään lähinnä luvussa 3 yhtiön sidosryhmien välisten suhteiden käsittelyssä. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen itsesääntelyn normeja käsitellään luvussa 5 omien osakkeiden hankinnan toteutusvaiheen tarkastelussa.

2 OIKEUSPERIAATTEET JA TALOUDELLISET INTRESSIT YHTIÖOIKEUDESSA

2.1 Periaatteiden arvo- ja tavoitesuuntautuneisuus

2.1.1 Periaatteista oikeudessa yleisesti

Oikeustieteellisissä periaatteita koskevissa kannanotoissa oikeusperiaate -käsitettä ei ole määriteltä yksiselitteisesti. Käsitteellistä epäselvyyttä sekä kotimaisessa että kansainvälisessä oikeusteoreettisessa keskustelussa tuottaa periaate-termin monimerkityksisyys. Erilaiset oikeudelliset ilmiöt katsotaan periaatteiksi, ja toisaalta periaatediskurssi liittyy erilaisiin oikeudellisiin yhteyksiin.⁴² Oikeusperiaatteita on tarkasteltu ainakin neljällä eri tasolla; yleisesti osana oikeutta, tietyn oikeusjärjestyksen osana, tiettyyn oikeudenalaan kuuluvina tai tietyn oikeusperiaatteen itsensä kannalta.⁴³ Tarkastelun tasosta riippumatta oikeusperiaate -käsitteen sisällön määrittämisessä olennaista on oikeustieteessä omaksuttu oikeusnormien jako sääntöihin ja periaatteisiin. Nykyajan oikeusteoreetikoista erityisesti Ronald Dworkin ja Robert Alexy tarkastelevat oikeusperiaatteita toisena normityyppinä oikeussääntöjen ohella.⁴⁴

Muodollisesti oikealla tavalla voimaan saatetut oikeussäännöt, jotka ilmenevät lakitekstinä, ovat positivistisen oikeuskäsityksen ydin.⁴⁵ Yksiselitteisten, muodollisesti hyväksytyjen ja lakitekstin ilmentämien sääntöjen rinnalla voimassa olevaan oikeuteen kuuluu sisällöllisesti hyväksytyjä⁴⁶ periaatteita, joiden juridinen argumentaatiovoima riippuu niiden saamasta, lakitekstin ilmentämän, normin institutionaalista tuesta. Jos oikeusperiaate on manifestoitu lainsäädännössä, se saa vahvasti velvoittavan oikeuslähteen aseman.⁴⁷

Voimassa oleva oikeus on oikeussääntöjen ja -periaatteiden muodostama yhteiskunnallinen ja arvosidonnainen ilmiö. Oikeuden elementtejä ovat Tolosen mukaan normit, tosiasiat ja arvot.⁴⁸ Arvojen myötä oikeudellinen ratkaisu sisältää moraalisen ulottuvuuden, mikä on ratkaisun muodollisen eli lakisidonnaisuuden lisäksi edellytys ratkaisun hyväksyttävyydelle kansa-

⁴² Tuori 2007 s. 150, Dworkin 1977 s. 14.

⁴³ Tähti 1995 s. 17.

⁴⁴ Tuori 2007 s. 150.

⁴⁵ Siltala 2001 s. 60.

⁴⁶ Nk. puhdas oikeusoppi tunnetuimpana edustajanaan Hans Kelsen erotti selkeästi oikeusnormien muodollisen ja sisällöllisen voimassaolon. Normin voimassaolo perustuu muodolliseen pätevyYTEEN, jota arvioidaan ylemmän tasoisen normin perusteella. Normipyramidin huipulla on perusnormi, joka on edellytetty. Ks. Kelsen 1968 s. 208.

⁴⁷ Aarnio 2006 s. 25; Periaate, jolla ei ole institutionaalista tukea oikeusjärjestyksessä on moraaliperiaate. Lisäksi aiheesta Tolonen 2003 s. 45.

⁴⁸ Tolonen 1997 s. 280–281.

laisyhteiskunnassa.⁴⁹ Oikeuden sisältämille arvoille yhteistä on oikeudenmukaisuuden tavoite. Oikeudenmukaisuus on perinteisesti ymmärretty laajaksi, perustavaksi oikeusperiaatteeksi, ja tämän käsityksen eräänlaista konkretiaa ilmentää oikeusperiaatteiden arvosidonnaisuus yleisesti.⁵⁰ Oikeusperiaatteiden sisältämät arvot ja tavoitteet voidaan nähdä oikeuden rationaalisuuden ja hyväksyttävyyden kannalta välttämättömyytenä, sillä oikeudella on sosiaalinen ulottuvuus ja teleologinen taustavaikutin.⁵¹ Lisäksi oikeusperiaatteet ovat moraalien ja oikeuden yhdistäjiä. Esimerkiksi ihmisoikeusperiaatteet olivat alkujaan moraaliperiaatteita, jotka sisältyivät YK:n peruskirjaan. Ihmisoikeussopimus on siihen sitoutuneiden valtioiden voimassa olevaa oikeutta, jolloin ihmisoikeusperiaatteilla on normatiivinen sitovuus, vaikka niiden sisältö on edelleen moraalinen.⁵² Moraali on ikään kuin muovautunut osaksi voimassa olevaa oikeutta.⁵³ Periaatteiden moraalinen ulottuvuus, jonka vahvuus tosin vaihtelee eri periaatteiden välillä, tarkoittaa niiden oikeudellisen funktion kannalta sitä, että niitä voidaan pitää yhteiskuntamoraalisina maksimeina.⁵⁴

Vallitsevan normiteoreettisen ajattelun mukaan periaatteet ovat toimintastandardeja, joita oikeudellisessa harkinnassa noudatetaan väljien ohjeiden tapaan ”enemmän tai vähemmän”.⁵⁵ Amerikkalaisen oikeusteoreetikon ja periaatekeskustelun uranuurtajan Ronald Dworkinin mukaan oikeusperiaatteet eivät välttämättä täydellisesti tapaukseen soveltuessaankaan määrää ratkaisua, vaan periaatteen voi kumota sääntö tai toinen periaate. Periaatteille ominaista onkin painoarvo, jonka mukaan kahta periaatetta punnitaan mahdollisissa kollisiotilanteissa.⁵⁶ Punninta edellyttää periaatteiden oikeuslähdeopillista samantasoisuutta sekä niiden sisältämien arvojen huomioimista. Tällöin periaatteiden punninta on seurausharkintaa, joka voi olla yksilöllisten tai yleisten intressien vertailua.⁵⁷

Oikeusperiaatteilla on katsottu olevan kaksinainen luonne, sillä oikeusnormi-funktion lisäksi oikeusperiaatteet voidaan ymmärtää sekä oikeuskulttuurisessa että oikeusfilosofisessa merkityksessä.⁵⁸ Eri oikeudenalojen teoreettista ainesta ovat yleiset opit, joihin yleiset oikeusperi-

⁴⁹ Aarnio 2006 s. 18.

⁵⁰ Alanen 1950 s. 45–47.

⁵¹ Ks. Klami 1997 s. 151–154.

⁵² Aarnio 2006 s. 18.

⁵³ Aarnio 1989 s. 83.

⁵⁴ Tolonen 2003 s. 50.

⁵⁵ Tolonen 2003 s. 43.

⁵⁶ Dworkin 1978 s. 26.

⁵⁷ Aarnio 2006 s. 23.

⁵⁸ Tuorin näkemys oikeudesta kolmetasoisena konstruktiona jäsentää periaatteet eri merkityksiin, riippuen siitä, millä tasolla ne vaikuttavat; teorian esitys ks. Tuori 2000, erityisesti periaatteiden osalta s. 163–212.

aatteet kuuluvat. Yleiset opit ovat perustana oikeustieteen tärkeimmän osa-alueen eli lainopin tehtävälle. Tällöin oikeusperiaatteet toimivat tulkintaperiaatteina, joilla on vaikutusta lakitekstinä ilmenevän, voimassa olevan oikeuden tulkintaan ja normatiivisiin kannanottoihin oikeusjärjestyksen sisällöstä.⁵⁹ Edelleen periaatteita käytetään hyväksi oikeustieteen pyrkimyksissä jäsentää oikeusjärjestystä niin, että tuloksena on johdonmukainen oikeusjärjestelmä.⁶⁰ Oikeusfilosofisissa kysymyksissä, kuten vapautta ja oikeudenmukaisuutta koskevissa pohdinnoissa, oikeusperiaatteet ovat järjestelmäperiaatteita⁶¹; ne ilmentävät oikeuden ja yhteiskunnan rinnakkaisuutta, joskaan ei rinnasteisuutta.⁶²

Eri oikeudenalojen yleisiin oppeihin kuuluvien yleisten oikeusperiaatteiden keskinäisten suhteiden määrittäminen on eräs lainopin systematisointitehtävistä.⁶³ Systematisoinnilla pyritään määrittämään tietyn oikeudenalan periaatteiden väliset suhteet etusijajärjestyksellä. Tapaus-tyypistä riippuen tietty periaate saa etusijan, mikä puolestaan johtaa jonkin toisen periaatteen loukkaamiseen. Vahvempi periaate saa tällöin *prima facie* -etusijan, mikä tarkoittaa, että sen sisältämän arvon tai arvostuksen⁶⁴ merkitys saa seurausharkinnassa enemmän painoa.⁶⁵ Periaatteiden oikeudenalakohtaisuuteen liittyy myös niiden tehtävä eräänlaisena oikeusajatuksen formuloijana ja havainnollistajana. Tällöin periaatteilla on oikeudenalakohtainen peukalosäännön luonne.⁶⁶

2.1.2 Periaate yksilön oikeutena sekä yhteisöllisenä päämääränä

Periaatteet laajassa merkityksessä voidaan jakaa kahteen ryhmään sen perusteella, pyritäänkö niitä soveltamalla toteuttamaan jokin yksilön oikeus vai jokin yhteisön kollektiivinen päämäärä.⁶⁷ Dworkin näkee eron vastakkainasetteluna yksilön ja yhteisön välillä, ja hänen mukaansa

⁵⁹ Tuori 2007 s.150.

⁶⁰ Aarnio 1989 s. 27.

⁶¹ Tuori 2007 s. 150.

⁶² Kelsenin puhdas oikeusoppi erotti oikeuden ja yhteiskunnan toisistaan. Oikeus oli Kelsenin mukaan autonominen suhteessa yhteiskunnalliseen moraaliiin ja politiikkaan. Kelsen 1968 passim.

⁶³ Tuori 2007 s. 152.

⁶⁴ Aarnio käyttää ilmausta arvot ja ”arvostukset”, joilla hän viittaa periaatteiden moraalii-kytkentään määrittelemättä arvon ja arvostuksen käsitteellistä eroa. G.H. von Wright erottaa arvot ja ”arvostelmat”. Jälkimmäiset ovat välineellisiä instrumentaalista hyvää koskevia. Niihin liittyy yleensä oletuselementti hyväksi tekevästä ominaisuudesta. Ks. tarkemmin von Wright 2001 s. 56-63.

⁶⁵ Aarnio 1989 s. 80.

⁶⁶ Tolonen 2003 s. 50.

⁶⁷ Dworkin 1978 s. 22.

yksilön oikeus on yhteisön päämäärää painavampi peruste periaatteen tulkinnassa.⁶⁸ Robert Alexy erottelee periaatteet Dworkinin tavoin yksilön oikeuksia ja kollektiivisia hyviä edistäviksi, mutta Dworkinista poiketen hän ei näe yksilön oikeuksien painoarvoa merkittävästi suurempana periaatteita tulkittaessa. Alexyn mukaan yksilön oikeudet ovat *prima facie* -päämääriä merkittävimpiä, mutta oikeuden ja päämäärän kollisio-tilanteessa pienikin perusteiden vahvemmuus päämäärän hyväksi riittää syrjäyttämään yksilön oikeuden.⁶⁹ Vertailtaessa Dworkinin ja Alexyn näkemyksiä oleellista on oikeuskulttuurinen ympäristö, jonka pohjalta erottelu on tehty. Dworkinin näkemys pohjautuu perusoikeuksia vahvasti painottavaan oikeuskulttuuriin.⁷⁰ Alexyn kanta, jossa siis yksilön oikeuksilla ja yhteisöllisillä päämäärillä ei ole ensisijaista eroa oikeuksien hyväksi, perustuu kantilaiseen transsendentaalispragmaattisuuteen^{71, 72} Tällöin perustuslailliseen sääntelyyn sisältyy sekä perusoikeussääntelyä mutta myös yhteisöllisiin hyviin tähtäävää sääntelyä. Sen vuoksi periaatteita on tarkasteltava *prima facie* jokseenkin samanhedelmällisinä.⁷³

Oikeusperiaatteiden erottelulla oikeuksiin ja päämääriin on yhteys lainsäädäntötyöhön. Laki- en säätämässä keskeisiä ovat yhteiskunnan kollektiiviset, tulevaisuussuuntautuneet päämäärät. Oikeudella on tällöin instrumentaalinen tarkoitus; sen avulla pyritään toteuttamaan poliittisia päämääriä.⁷⁴ Lainkäytössä puolestaan korostuvat yleensä yksilöiden oikeudet, eivätkä niinkään poliitikkojen tavoittelemat yhteisölliset päämäärät. Päämäärätavoitteiset periaatteet ikään kuin muuntuvat yksilön oikeusperiaateiksi edettäessä lainsäädännön tasolta lainkäytön tasolle.⁷⁵ Yleiseurooppalainen, merkittävä yksilön oikeusperiaate on yhdenvertaisuusperiaate⁷⁶, jota Suomessa on luonnehdittu yleiseksi oikeudenmukaisuusperiaateksi.⁷⁷ Yhdenvertaisuusperiaatteesta seuraa, että vaikka jokin laki olisi säädetty jonkin kollektiivisen tavoitteen

⁶⁸ Dworkin 1978 s. 82, 90. Dworkinin Taking Rights Seriously -teesi liittyy kyseiseen periaatteiden kahtia jakoon varsinaisiin oikeusperiaatteisiin (principles) ja päämääräperiaatteisiin (policies). ”Rights” viittaa siis yksilön oikeuksiin.

⁶⁹ Alexy 2002 s. 65–66.

⁷⁰ Ks. esim. Dworkin 1978 s. 29.

⁷¹ Transsendentaalispragmaattisuus tarkoittaa, että inhimillisesti koettavissa, tiedettävissä tai tunnettavissa oleva todellisuus väistämättä jäsenyytään käytäntöpitoisten oletusten ja lähtökohtien kautta. Maailmalla ei siten ole ”omaa”, käytännöistä riippumatonta perusrakennetta, vaan maailma on ihmisen ”rakenteistama”. Oikeusajattelussa yksilön ja yhteisön välillä tämä näkyy niin, että lainsäädännön eräänlainen lähtökohta on yhteisön käytännölle perustuva yhteiskunta. Yksilöllisiä oikeuksia ei voi olla ilman säänneltyä ja toimivaa yhteisöä. Ks. esim. Pihlström 2008 s. 40, 44.

⁷² Alexy 2002 s. 5.

⁷³ Alexy 2002 s. 80–81.

⁷⁴ Ks. Tuori 2000 s. 149–154

⁷⁵ Tuori 2000 s. 154

⁷⁶ Ojanen – Scheinin 2011 s. 227: ”Euroopan Unionin oikeudessa yhdenvertaisuusperiaate on perustavaa laatua oleva ja vakiintunut periaate”.

⁷⁷ Ojanen – Scheinin 2011 s. 230.

toteuttamiseksi, sen soveltaminen lainkäytössä tarkoittaa myös yksilön oikeus -näkökulmaa. Tästä näkökulmasta ja siis yhdenvertaisuuden vaatimuksesta seuraa, että kun lakia on sovellettu tietyn tyyppisessä tapauksessa tietyllä tavalla ensimmäisen kerran, yhdenvertaisen kohtelun vuoksi lopputulos ei voi vaihdella myöhempien samantyyppisten tapausten ratkaisuihin. Dworkin esittää esimerkin taloudellisin perustein säädetystä kilpailunrajoituksen kieltävästä laista. Kun kyseiseen lakiin vedotaan perusteena vahingonkorvauskanteelle, yksilön perustavana oikeutena on yhdenvertaisuus, joka liittyy oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin vaatimukseen. Tällöin kilpailunrajoituslain päämääräperiaatteella eli sillä, edistääkö kannevaatimuksen ratkaisu lain yhteisöllisiä tavoitteita, ei ole ensisijaista merkitystä.⁷⁸

Dworkinin yksilön oikeuksia painottava periaatekäsitys saa kritiikkiä toiselta amerikkalaiselta oikeusteoreetikolta, Richard A. Posnerilta. Posnerin näkökulma oikeuteen on oikeustaloustieteellinen⁷⁹, minkä vuoksi hän katsoo periaatteiden ja yhteisöllisten tavoitteiden eli poliitikkojen erottelun olevan politiikka-perusteista. Tällöin periaatteet palautuvat poliitikoihin eli yhteisön utilitaristisiin näkökohtiin.⁸⁰ Vasta-argumenttina Posnerin edustamalle näkemykselle on nojautuminen yhteiskunnan vahvoihin arvoihin, jotka eivät ole palautettavissa utilitaristisiin, intressipohjaisiin tavoitteisiin.⁸¹ Rajanveto oikeusperiaatteiden jaossa yksilön oikeuksien ja yhteisön päämäärien välillä on Tolosen mukaan institutionaalinen arvotarkaisu. Kyse on siitä, minkälainen lähtökohtainen painoarvo oikeuksille tai päämäärille annetaan. Suomalaisessa oikeuskulttuurissa korostetusti lainsäätäjät huolehtii arvovalinnoista.⁸² Lainkäytössä instrumentalistisesta eli päämääräperiaatteen lähtökohdasta säädetyn lain tulkinta tapahtuu tuomarin oikeuskulttuurisella esiyymmärryksellä. Tämä tarkoittaa yhtäältä lain tulkintaa kyseessä olevan oikeudenalan yleisten oikeusperiaatteiden lävitse. Tällöin kyse ei siis ole ainoastaan oikeuden pintatasolla tapahtuvasta periaatteiden punninnasta. Toisaalta oikeuskulttuurinen esiyymmärrys tarkoittaa myös tuomarin ammattikunnan pyrkimystä korostaa normatiivisia perusperiaatteita, kuten yhdenvertaisuutta ja oikeusvarmuutta.⁸³

⁷⁸ Dworkin 1985 s. 74.

⁷⁹ Oikeustaloustieteellinen tutkimus kohdistuu lähinnä markkinatoimintoja koskevaan lainsäädäntöön. Tutkimuksessa hyödynnetään taloustieteellisiä apuvälineitä, ja pyrkimyksenä on lainsäädännön tarkoituksenmukaisuuden ja kehittämistarpeiden taloudellinen analyysi. Kannianen – Määttä 1996 s. 11-12.

⁸⁰ Tuori 2007 s. 127. Posnerin politiikkaperusteisesta ajattelusta esim. Posner 1992 s. 519-534.

⁸¹ Tuori 2007 s. 128.

⁸² Tolonen 1989 s. 363.

⁸³ Tuori 2007 s. 129–131.

2.1.3 Arvot ja tavoitteet yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä

Oikeustieteellinen arvo-pohdinta liittyy säädettävän normin valintaan tai säädetyin normin tulkintaan. Oikeuspositivistinen pitämiselementti ”tulisi” saa justifikaationsa arvoista, jotka vaikuttavat kyseisen lain tavoitteen taustalla. Tavoitteet tulee siten voida johtaa arvoista. Tavoitteiden legitimitiivisyyttä arvo-näkökohdista voidaan puolustaa demokratia-argumenteilla eli enemmistön arvoilla sekä yleisillä oikeudenmukaisuusargumenteilla.⁸⁴

Yhtiöoikeus normatiivisena järjestelmänä vaikuttaa yhteiskunnan taloudellisiin ilmiöihin⁸⁵. Vaikutus on myös päinvastainen, sillä yhtiöoikeus sisältää ainesta ympäröivästä taloudellisesta todellisuudesta.⁸⁶ Douglas F. Greer on esittänyt jäsentelyn markkinatalousperusteisen yhteiskunnan arvoista, joista johdetaan keskeisiä yhteisöllisiä tavoitteita. Arvoja ovat vapaus, tasa-arvo, oikeudenmukaisuus, hyvinvointi sekä kehitys.⁸⁷ Kyseisistä arvoista johdetuista tavoitepäämääristä yhtiöoikeudessa merkittäviä ovat taloudellisen toiminnan periaatteellinen vapaus, yhdenvertaiset toimintamahdollisuudet, taloudellisen tehokkuuden⁸⁸ turvaaminen sekä taloudellisen väärinkäyttämisen kontrolloiminen.⁸⁹ Nähdäkseni yksilön kannalta keskeisiä päämääriä ovat yhdenvertaiset toimintamahdollisuudet sekä väärinkäytösten kontrollointi. Ensisijaisesti yhteisön tasolla puolestaan painottuu toiminnan vapaus sekä jatkuva kehitys. Taloudellisen vapauden ja tasa-arvoon pohjautuvien yhdenvertaisten toimintamahdollisuuksien välistä arvojen ja tavoitteiden ristiriitaan säännellään esimerkiksi kilpailuoikeudessa, jossa pyritään estämään kilpailuvapauden väärinkäyttö. Taloudellisen tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välillä sääntely näkyy selvimmin arvopaperimarkkinoilla, joiden toimivuus on sitä parempaa, mitä parempaa turvaa yhdenvertaisille toimintamahdollisuuksille lainsäädännöllä kyetään luomaan.⁹⁰ Yhtiöoikeudella on toimintaympäristöstä johtuvia liitännäisyyk-

⁸⁴ Timonen 1999 s. 268-269. Ks. myös Alexy 2002 s. 92-93, jossa analysoidaan arvojen ja periaatteiden käsitteellistä eroa.

⁸⁵ Taloudellisilla ilmiöillä viitataan talousjärjestelmän toimintaan ja taloudellisten toimijoiden käyttäytymiseen liittyviä kysymyksiä. Timonen 1997 s. 31.

⁸⁶ Ks. Timonen 1998 s. 275-284.

⁸⁷ Greer 1992 s. 7.

⁸⁸ Tehokkuus-käsite on taloustieteellisten teorioiden keskeinen lähtökohta. Taloustieteen monitahoisuus vaikuttaa siihen, ettei tehokkuutta ole määritelty yleispätevästi. Osakeyhtiöiden toiminta kuuluu mikrotaloustieteen alaan, jossa keskitytään kuvaamaan taloudellisten yksikköjen ja kuluttajien toimintaa. Mikrotaloustiede määrittää taloudellisen tehokkuuden siten, että lähtökohtana on täydellisen kilpailun olosuhde. Tämä tarkoittaa markkinoiden vapautta, joilla mikään taloussubjekti ei voi omalla kysynnällään tai tarjonnallaan vaikuttaa hintoihin. Lisäksi julkisen vallan toimien, kuten verotuksen, tulee olla markkinaosapuolten kannalta neutraaleja. Ks. Tolonen J. 2005 s. 243-244.

⁸⁹ Timonen 1997 s. 35.

⁹⁰ Timonen 1999 s. 271-272.

siä edellä mainittuihin oikeudenaloihin. Yhteiskunnallisesti osakeyhtiö voidaan ymmärtää yksilöistä muodostuneena organisaationa, jonka toimintaa ohjaa yhteisöllinen päämäärä.⁹¹

Yksilöiden yhteenliittyminen yhteisen päämäärän toteuttamiseksi vaatii yhteisiä, yhteiskunnan asettamia pelisääntöjä, jotka vaikuttavat yhtäältä käyttäytymiseen päämäärän tavoittelussa ja toisaalta antavat ulkopuolisille mahdollisuuden olettaa, että sääntöjä noudatetaan. Siten säännöt sekä vähentävät transaktiokustannuksia että mallintavat yksilöiden muodostamaa organisaatiota.⁹² Edellä kuvattu tarkoittaa osakeyhtiön taloudellisen toiminnan instituutionaalista järjestämistä, jolloin instituutio on lainsäädännössä luotu osakeyhtiötä normittava sääntely. Instituution tehtävänä on luoda järjestystä ja ennakoitavuutta sekä rajoittaa epävarmuutta.⁹³ Osakeyhtiötä koskevan sääntelyn tarkoituksena on tukea yhtiön pääoman hankintaa, organisaation toimintaa sekä intressitahojen ja vähemmistöosakkeenomistajien suojan järjestämistä.⁹⁴ Kaksi viimeksi mainittua korostavat nähdäkseni yksilöiden oikeuksia ja puolestaan kaksi edellistä yhteisöllistä päämäärää. Yhtiöoikeudellisten periaatteiden tasolla yhdenvertaisuusperiaate on tärkein vähemmistöomistajia suojaava oikeusnormi. Pääoman hankintaa ja yhtiön toimintaa normittavista periaatteista tärkeimpiä ovat voitontuottamisen periaate sekä johdon huolellisuus- ja lojaalisuusvelvoite.⁹⁵

Yhdenvertaisuusperiaatteen ja voitontuottamistarkoituksen välisessä punnintatilanteessa, jolloin siis vastakkain voidaan nähdä yksilön oikeus ja yhteisöllinen tavoite, keskeinen kysymys oikeustieteen kannalta on Dworkinin muotoilema: ”Is Wealth a Value?”⁹⁶ Dworkin on pohtinut taloudellisen hyvinvoinnin maksimoinnin oikeutusta amerikkalaisessa common law –järjestelmässä.⁹⁷ Tällöin ongelmaa lähestytään *ex ante* –näkökulmasta pohtien, mikä olisi paras yleinen sääntö ongelman ratkaisuksi. Arvioitaessa kysymystä suomalaisessa civil law –järjestelmässä periaatteiden välinen punninta pohjautuu on *ex post* –tarkasteluun, eli säädetyn lain tulkintaan. Tällöin ratkaisutoiminnassa merkitystä on sillä, minkälainen oikeudellinen ja siitä seuraava taloudellinen asema konfliktin osapuolille ratkaisun seurauksena halutaan aset-

⁹¹ North 1990 s. 6.

⁹² Villa 2003 s. 23.

⁹³ North 1990 s. 6.

⁹⁴ Mähönen – Villa 2006a s. 276.

⁹⁵ HE 109/2005 vp s. 18–19.

⁹⁶ Dworkinin argumentointi kohdistuu varallisuuden merkitykseen arvojen näkökulmasta. Hänen mukaansa ei ole perustetta sille, että taloudellista hyvinvointia voitaisiin pitää yhteiskunnallisena arvona. Dworkin 1980 s. 194, 197.

⁹⁷ Dworkinin kritiikin perusteena on law and economics –suuntaus amerikkalaisessa oikeustieteessä pääkohteenaan Richard Posnerin ”wealth maximization” –ajattelu. Dworkin 1980 s. 191.

taa. *Ex ante* –näkökulma taloudellisesta hyvinvoinnin maksimoinnista arvona ja sen tavoittelemisen oikeutuksesta kuuluu korostetusti lainsäätäjälle.⁹⁸

2.1.4 Yhteenveto

Tämän tutkielman taustana on käsitys oikeudesta Tolosen kolmio-mallin mukaisena normatiivisena järjestyksenä, arvojen toteutumana sekä tosiasiamailmassa realisoituvana ilmiönä.⁹⁹ Tutkielman yhtiöoikeudellisen ja siitä aiheutuvan taloudellisen liitännäisyyden vuoksi ei ole mahdollista sivuuttaa oikeustaloustieteellistä näkökulmaa, minkä vuoksi oikeuden arvo-tosiasia -yhteys on tärkeä. Normi–arvo -yhteys puolestaan korostuu, koska yhtiöoikeus edustaa nykyisellään periaatesuuntautunutta sääntelymallia.¹⁰⁰

Tässä tutkielmassa periaatteet ymmärretään oikeusjärjestykseen kuuluviksi normeiksi, jotka ovat yhteydessä institutionaalisen tuen vaatimalla tavalla kirjoitettuun lakiin. Periaatteet normeina eroavat kuitenkin toisistaan vaikutukseltaan, tehtävältään ja arvosidonnaisuudeltaan. Tässä tutkielmassa käsiteltävien yhtiöoikeudellisten periaatteiden luonteeseen sisältyy käyttäytymistä ohjaava vaikutus, moraalinen ulottuvuus sekä oikeudenalan oikeusajatusta havainnollistava piirre. Näiden ominaisuuksien painottuminen kunkin periaatteen luonteessa tarkoittaa niiden jakoa arvo- ja tavoiteperiaatteisiin. Tutkielmassa yhtiöoikeuden periaatteita tarkastellaan yksilön oikeuksien ja yhteisöllisten päämäärien punnintana. Koska yhtiöoikeudella on vahva yhteys talouselämään, mikä puolestaan liittyy oikeudellisen sääntelyn markkinataloudellisen yhteiskunnan mekanismeihin, on mielestäni perusteltua tarkastella periaatteita Alexyn tavoin. Tällöin, Dworkinin ajattelusta poiketen, yhteisöllinen päämäärä voi syrjäyttää yksilöllisen oikeuden. Lisäksi oikeusperiaatteilla ymmärretään olevan Tuorin oikeuden tasoittelu -teorian mukaisesti lain tulkintaa ohjaava, oikeuskulttuurinen merkitys.¹⁰¹

Keskeisimmäksi yleiseksi oikeusperiaatteeksi tutkielmassa käsitetään oikeudenmukaisuus, jonka eräs ilmenemismuoto lainsäädännössä on yhdenvertaisuuden vaatimus. Oikeudenmukaisuuden vastinparina tutkielman yhtiöoikeudellisessa kontekstissa on taloudellinen tehokkuus. Oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden vaatimukset tarkoittavat Hirschin mukaan sään-

⁹⁸ Timonen 1999 s. 269.

⁹⁹ Ks. esim. Tolonen 1997 s. 280–282.

¹⁰⁰ Ks. OYL:n luonnehdinnasta HE 109/2005 vp yleiset perustelut sekä Mähönen – Villa 2006a s. 2.

¹⁰¹ Tämä tarkoittaa siis oikeusperiaatteiden merkitystä normin tulkinnassa. Tuori ei pidä periaatteita oikeuslähteinä, vaan oikeusnormeina, jotka vaativat institutionaalisen tuen säädetyistä laista. Tuori 2000 s. 197.

telyä toisaalta sen suhteen, kuinka oikeudet ja velvoitteet täytetään eli kuinka tietynkokoinen kakku jaetaan. Toisaalta sääntelyn tulisi varmistaa, että jaettavissa on olemassa oleviin resursseihin nähden mahdollisimman suuri kakku.¹⁰² Jäljempänä selvitetään, minkälaisiin teorioihin tehokkuuden tavoite yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä perustuu. Lisäksi tarkoituksena on hahmottaa yhdenvertaisuus-käsitteen sisältöä sekä myös lähestymistapaa oikeudenmukaisuuteen. Tällöin periaatteiden väliselle punninnalle saadaan nimenomaisesti osakeyhtiön toimintaympäristöön soveltuva mitta.

2.2 Yhdenvertaisuusperiaate

2.2.1 *Yhteys moraalisiin*

Edellä on todettu, että arvosidonnaiset oikeusperiaatteet saavat sisältönsä sekä normatiivisesta että yhteiskunnallisesta aineksesta. Yhtiöoikeuteen liittyvät yhteiskunnalliset arvot nojaavat markkinatalousperustaan ja siitä johdettuihin tavoitteisiin.¹⁰³ Tämä tausta on otettava huomioon yhtiöoikeudellisia oikeusperiaatteita tulkittaessa ja sovellettaessa. Yhtiöoikeudessa oikeudenmukaisuus kytkeytyy ihmisten väliseen tulonjakoon. Tällöin oikeudenmukaisuuden ristiriita taloudellisen tehokkuuden kanssa on väistämätön, sillä tulojen uudelleenjakoa ei voida toteuttaa ilman kustannuksia.¹⁰⁴ Oikeudenmukaisuus-arviointi vaatii käsitteen sopeuttamista toimintaympäristöön, minkä vuoksi on hahmotettava oikeudenmukaisuuden sisältämät osatekijät. Oikeudenmukaisuus-käsite voidaan jaotella kolmeen osatekijään. Ensinnäkin yhdenmukaisuuden periaate edellyttää, että tietyssä kontekstissa samanlaisten tai aseman perusteella yhtäläisten oikeussubjektien osaksi täytyy koitua samat edut ja rasitukset. Soveltamisen ongelma liittyy tapauskohtaisten erojen ja niiden merkityksellisyyden määrittämiseen.¹⁰⁵ Toiseksi perustellun odotuksen periaate tarkoittaa, että aiempi oikeussubjektien käyttäytyminen tarkasteltavassa tilanteessa nykyhetkellä luo perustellun odotuksen kullekin lankeavista eduista ja rasituksista.¹⁰⁶ Oikeudenmukaisuus on siten sidoksissa myös menneeseen aikaan ja käyttäytymiseen. Kolmas oikeudenmukaisuuden osatekijä on ansaitsemisen periaate, joka painottaa oikeussubjektin suorituksen arvon vastaavuutta suhteessa etuun tai rasitukseen.¹⁰⁷ Kyseinen arvio, toteuttaakseen oikeudenmukaisuuden vaadetta, edellyttää nähdäkseni sitä, että suo-

¹⁰² Hirsch 1991 s. xvii–xviii.

¹⁰³ Timonen 1997 s. 34.

¹⁰⁴ Kanniainen – Määttä 1996 s. 14.

¹⁰⁵ Ahlman 1943 s. 31–32.

¹⁰⁶ Ahlman 1943 s. 40.

¹⁰⁷ Ahlman 1943 s. 47–48.

ritukset ovat samanaikaisia, ja toisaalta myös sitä, että etu tai rasitus on yhteismitallista. Yhtiöoikeudellisessa oikeudenmukaisuusmäärittelyssä merkitystä lienee eritoten ansaitsemisen periaatteella. Edut ja rasitukset liittyvät tällöin taloudellisen riskinkantokykyyn, jota mitataan rahassa.

Oikeusnormit sääntelevät ihmisen käyttäytymistä, ja oikeusvaltion tulee normien avulla taata, että jokaisella on yhtäläinen vapaus elää tahtomallaan tavalla, kunhan se ei ole vahingollista muiden yksilöiden vapauden tai yhteiskunnan kannalta.¹⁰⁸ Oikeudellisen näkökulman ohella oikeusvaltio näyttäytyy poliittisena arvojärjestelmänä, jonka perustana on yksilöiden vapaus ja tasa-arvo.¹⁰⁹ Tasa-arvo ei tarkoita tasajakoa¹¹⁰, vaan oikeusvaltiossa jokaisella tulee olla samat edellytykset omien halujen ja kykyjen ohjaamana hankkia sosiaalisia, koulutuksellisia ja taloudellisia etuja niin, etteivät toisten yksilöiden oikeudet vaarannu.¹¹¹ Amerikkalaisen yhteiskuntafilosofin John Rawlsin oikeudenmukaisuusteorian peruskysymys koskee yhteiskunnallisten instituutioiden, kuten lainsäädännön, oikeudenmukaisuutta, jotka mahdollistavat yksilöiden vapauden ja tasa-arvon. Rawlsin mukaan epätasa-arvoisuus on keskeinen peruste oikeudenmukaisuutta parantaville toimenpiteille.¹¹² Parannukset käytännössä vaativat lainsäätäjän tahdon lisäksi myös oikeuden *ration* näkökulmaa.¹¹³ Tämä puolestaan edellyttää oikeuden pinnanalaisilla tasoilla, oikeuskulttuurissa sekä oikeuden syvärakenteessa, vaikuttavien periaatteiden rekonstruoinnista.¹¹⁴ Tällöin yhdenvertaisuusperiaatteella on formaalista oikeutta rationalisoiva vaikutus. Yhdenvertaisuusperiaatteen moraalinen aines tekee vaikutuksesta arvorationaalisen.¹¹⁵

Yhdenvertaisuus moraalisenä periaatteena näyttäytyy hyvinvointivaltioon¹¹⁶ sisältyvänä taakkeena hyvään elämään. Tämä kuvaa yhdenvertaisuutta nimenomaisena ihmisoikeutena, mikä muodollisen pohjan vuoksi eroaa perusoikeusnäkökulmasta sisällöllisestä yhteneväisyydestä huolimatta¹¹⁷. Valtion ja ihmisoikeuksien kytköksen ilmentymänä voi pitää Yhdistyneiden

¹⁰⁸ Toiviainen 2002 s. 74.

¹⁰⁹ Tuori 2000 s. 22–25.

¹¹⁰ Ks. Airaksinen 1994 s. 49.

¹¹¹ Toiviainen 2002 s. 78.

¹¹² Ks. Rawls 1971 s. 4, 12, 19.

¹¹³ Rawls 1971 s. 516–518, Dworkin 1977 s. 125–130.

¹¹⁴ Tuori 2007 s. 53.

¹¹⁵ Moderni oikeus on Max Weberin teorian mukaan formaalis-rationaalista. Rationaalisuus ilmenee arvo- tai tavoiterationaalisuutena. Ks. Weberin teorian tulkinnasta Tuori 2000 s. 36–59.

¹¹⁶ Käsitteet oikeusvaltio ja hyvinvointivaltio erotetaan toisistaan kriteerein, joilla on yhteys oikeussubjektien yhdenvertaistamiseen. Ks. Mäenpää 1989 s 13–14.

¹¹⁷ Hallberg 2011 s. 29.

Kansakuntien yleismaailmallista ihmisoikeuksien julistusta.¹¹⁸ Julistus ei ole oikeudellisesti sitova, mutta sen sisältämien oikeuksien ydinsisältöä luonnehditaan osaksi tavanomaista kansainvälistä oikeutta.¹¹⁹ Tällöin yhdenvertaisuuden moraalinen perusta sisältyy julistuksen 1 artiklaan ihmisten syntymisestä vapaina ja tasavertaisina arvoltaan ja oikeuksiltaan.¹²⁰ Yleisesti ottaen yhdenvertaisuus moraalifilosofisena periaatteena ei ontologisesti ole yhteydessä oikeudelliseen yhdenvertaisuuteen, vaan niiden yhteys perustuu substanssiin. Sisällöllisestä näkökulmasta yhdenvertaisuuden tarkastelussa ei ole oleellista eroa oikeustieteen ja moraalifilosofian välillä. Eroa sen sijaan on periaatteiden noudattamisen luonteen (oikeudellinen vai moraalinen) välillä, sekä noudattamisen laiminlyönnin seurausten välillä.¹²¹ Jatkossa yhdenvertaisuutta tarkastellaan moraalisten liitosten sijaan etupäässä normatiivisessa kontekstissa sekä erityisesti seuraavassa oikeuden systemaattisen jaon (julkinen ja yksityinen) näkökulmasta.

2.2.2 Yhdenvertaisuus oikeusjärjestyksessä

Yhdenvertaisuus lain edessä oli perustuslaillinen oikeus jo vuonna 1919, kun siitä säädettiin hallitusmuodon 5 §:ssä. Nykyinen PL 6 §:n 1 momentin yleinen yhdenvertaisuussäännös vastaa sanamuodon mukaan v. 1919 säädettyä, mutta aineellisoikeudellisesti säännös ulottuu nykyisin myös Suomessa asuviin ulkomaalaisiin.¹²² Euroopan Yhteisön oikeuden tasolla yhdenvertaisuudesta säädetään Euroopan unionin perusoikeuskirjan 20 artiklassa.¹²³ Perusoikeustutkimuksissa ja oikeustieteellisissä kannanotoissa yhdenvertaisuusperiaate on käsitetty oikeuden yleiseksi tausta-arvoksi yhdessä systemaattisuuden vaatimuksen kanssa.¹²⁴ Perusoikeutena yhdenvertaisuuden merkityksen voi käsittää oikeusperiaatetta tai moraaliperiaatetta voimakkaammaksi. Kyseinen säännös luo perustellun oikeusturvaodotuksen, mikä puolestaan liittyy suoraan ihmisten luottamukseen oikeuslaitosta kohtaan.¹²⁵ Perustuslain lisäksi yhdenvertaisuudesta säädetään monilla oikeudenaloilla.¹²⁶

¹¹⁸ Vuonna 1945 laaditussa YK:n peruskirjassa asetetaan YK:n jäsenvaltioiden tehtäväksi suojella ihmisoikeuksia määrittelemättä ihmisoikeuksien käsitettä. Ihmisoikeuksien julistus vuodelta 1948 voidaan ymmärtää tulkinaksi tai selitykseksi käsitteelle. Ojanen – Scheinin 2011 s. 174.

¹¹⁹ Ojanen – Scheinin 2011 s. 174.

¹²⁰ Ks. Ihmisoikeusjulistus s. 1.

¹²¹ Tähti 1995 s. 23–24.

¹²² Ojanen – Scheinin 2011 s. 229.

¹²³ Ks. perusoikeuskirja II osa.

¹²⁴ Ks. Lämsineva 2002 s. 84–85.

¹²⁵ Ks. Laitinen 2002 s. 211.

¹²⁶ Ks. esim. hallintolaki (434/2003) 6 §, perusopetuslaki (628/1998) 2.3 §, laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (1578/1992) 2 §.

Yhdenvertaisuus perusoikeutena on lähtökohtaisesti yksilön ja julkisten elinten välisiin oikeussuhteisiin kytkeytyvä. Julkisoikeudellisissa suhteissa oikeusnormien vaikutus voidaan ymmärtää konstituovaksi sekä rakenteiden että käytäntöjen osalta.¹²⁷ Perusoikeuksien soveltaminen yksityisoikeudessa herättää kysymyksen, kuinka suuresti julkinen valta voi puuttua yksityisautonomiaan ja yksityisten välisiin, vapauten ja vastavuoroisuuteen perustuviin sopimus- ja varallisuussuhteisiin.¹²⁸ Toisin sanoen voidaan puhua perusoikeuksien horisontaalivaikutuksesta.¹²⁹ Sillä on yhteys PL:n 1 §:n yleiseen arvolähtökohtaan oikeudenmukaisuuden edistämisestä yhteiskunnassa.¹³⁰ Yhdenvertaisuussäännös PL 6 §:ssä sisältää vaatimuksen oikeudellisesta yhdenvertaisuudesta sekä tosiasiallisesta tasa-arvosta, joita molempia yhteiskunnallinen oikeudenmukaisuus edellyttää.¹³¹

Tässä tutkielmassa kiinnostus yhdenvertaisuusperiaatteeseen kohdistuu sen yksityisoikeudelliseen, tarkennettuna yhtiöoikeudelliseen, vaikutukseen. Sen vuoksi yksityisoikeuden alaa voidaan hahmottaa eriytyneenä kahteen lohkoon; talouden ja hallinnon sekä kansalaisyhteiskunnan alueisiin. Kyseisessä yleisluonteisessa teoriassa institutionaalinen taloudellinen toiminta pohjautuu erilaiseen rationaliteettiin kuin kansalaisyhteiskunnan toiminta. Viimeksi mainitussa vuorovaikutussuhteiden perusta on kommunikatiivisessa diskurssissa¹³², kun taas taloutta ohjaa raha ja markkinoiden tehokkuuden pyrkimys.¹³³ Talous vaikuttaa kansalaisyhteiskuntaan monetarisoidulla ja kaupallistamalla yksityisten välisiä vuorovaikutussuhteita. Tällöin yksilön vapauksia ja kansalaisten välistä vuorovaikutusta ei uhkaa ainoastaan julkisen vallan väliintulo, vaan myös kansalaisyhteiskunnasta ja sen toimintatavoista irtaantunut talousjärjestelmä. Tämä on ongelmallista, koska demokratia ja säädännällisen oikeuden legitimiisyys vallankäyttönä perustuvat toimivassa kansalaisyhteiskunnassa tapahtuvaan diskursiiviseen mielipiteen- ja tahdonmuodostukseen.¹³⁴ Oikeudelliselta kannalta kyse on siitä, miten

¹²⁷ Wikström 1998 s. 399–400.

¹²⁸ Länsineva 2002 s. 19.

¹²⁹ Länsineva 2002 s. 133.

¹³⁰ Ojanen – Scheinin 2011 s. 230.

¹³¹ HE 309/1993 vp s. 42, Ojanen – Scheinin 2011 s. 230.

¹³² Kommunikatiivisen diskurssin käsite on peräisin Jurgen Habermasilta. Hänen analyysinsä modernista yhteiskunnasta jakaa yhteiskunnan Elämismaailmaan (Lifeworld) ja Systeemiin (System). Elämismaailma pitää sisälleen kommunikatiivisen sosiaalisen toiminnan, joka perustuu kielellisesti välitettyyn yhteisymmärrykseen eli kommunikatiiviseen diskurssiin. Systeemi on elämismaailmasta irtaantunut strategisen sosiaalisen toiminnan alue, joka koostuu taloudellisesta ja hallinnollisesta alajärjestelmästä. Systeemin toiminta ei perustu toimijoiden kommunikatiiviseen diskurssiin, vaan systeemiin ohjaukselineisiin eli rahaan ja hallinnolliseen valtaan. Kommunikatiivinen diskurssi edustaa neuvottelevaa demokratiaa, jossa oikeuden on saatava rationaali hyväksyntä kaikilta niiltä, joihin oikeus vaikuttaa. Tällöin voimassa oleva oikeus ei määräydy eri intressiryhmien poliittisen kilpailun ja tinkimisprosessin seurauksena. Ks. Habermas 1987b s. 119–134, 156–171.

¹³³ Länsineva 2002 s. 21–22.

¹³⁴ Habermas 1987b s. 153ss.

yksilöiden välisiä vuorovaikutussuhteita on mahdollista suojata talouden määräävyyteen pyrkivää asemaa vastaan.¹³⁵ Oikeudella on siten ambivalentti luonne; yhtäältä se on hallinnollinen ohjausväline, mutta toisaalta se legitiimisyysvaatimukseen perustuva normien kokonaisuus. Talouden imperialismiin vastavoima kansalaisyhteiskunnassa on oikeusvaltion perusperiaatteissa.¹³⁶ Tätä taustaa vasten yhdenvertaisuus perusoikeutena toteuttaa oikeussuojaa talouden ja kansalaisyhteiskunnan välisissä epäsymmetrisissä suhteissa, jotka yksilötasolla merkitsevät oikeudellista tai tosiasiallista erivertaisuutta esimerkiksi tiedonsaannin tai vaikutusmahdollisuuksien osalta.¹³⁷ Lainsäätäjän tehtävänä on huolehtia PL 6 §:n yhdenvertaisuussäännöksen toteutumisesta oikeusjärjestyksen läpäisevänä periaatteena, jolloin sen tulee koskea myös yksityisiä toimijoita. Kyse on perusoikeuden välillisestä horisontaalivaikutuksesta.¹³⁸

Yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä yksityisoikeudessa voidaan tarkastella myös perusoikeuksien vaikutuksena yksityisoikeudellisessa lainsäädännössä. Tällöin näkökulmana on yksityisoikeuden kehittäminen normiohjauksella niin, ettei yksityisoikeus läpikaupallistu¹³⁹ taloudellisten vaikuttimien vuoksi. Tällöin poliittisen ohjauksen heiketessä yksityistämiskehityksen ja sääntelyn kevenemisen myötä uhkana on oikeudellisen näkökulman painottuminen taloudelliseen rationaliteettiin. Tämä puolestaan tarkoittaa lainsäädännön instrumentalisointia palvelemaan taloudellista tehokkuutta.¹⁴⁰ Perustuslaki perusoikeuksineen on tällöin lainsäätäjän mahdollisuuksien rajoja asettava normisto. Tällöin yhdenvertaisuusperiaate oikeusnormina yksityisoikeudessa saisi merkityksen perustuslakikontrollin läpäisseenä säännöksenä.¹⁴¹

2.2.3 Muodollinen ja aineellinen yhdenvertaisuus

Yhdenvertaisuus-sääntelyssä ja soveltamisessa voidaan erottaa kaksi tasoa. Muodollinen yhdenvertaisuus tarkoittaa yhdenvertaisuutta normien kielellisessä tulkinnassa ja käytännön menettelyn tasolla. Aineellinen yhdenvertaisuus kiinnittyy normien ja menettelyn vaikutuksiin,

¹³⁵ Länsineva 2002 s. 23.

¹³⁶ Habermas 1987a s. 254–272.

¹³⁷ Ibid.

¹³⁸ Ojanen – Scheinin 2011 s. 274.

¹³⁹ Kyseinen termi tarkoittaa yhteiskunnan instituutioiden muuttumista yhteiskunnan kehityksen mukana vastaamaan markkinoiden vaihdannaistumisen tarvetta. Ks. esim. Vahtera 2011 s. 19–20.

¹⁴⁰ Graber - Teubner 1998 s. 2, 8–10.

¹⁴¹ Ks. Wilhelmsson 1987 s. 29, jossa pohdinnan näkökulmana on sosiaalioikeus, mutta jossa samalla lausutaan, että sosiaalista oikeutta edustavien säännösten tulisi olla perustuslain kannalta mahdollista myös siviilioikeudessa.

eritoten siihen, minkälaiseen asemaan vertailukelpoisessa tilanteessa yhdenvertaisuussäännöksen soveltamisen kohteet joutuvat.¹⁴² Muodollinen ja aineellinen taso ilmenevät myös syrjintädirektiivin¹⁴³ voimaan saattamiseksi säädetyssä yhdenvertaisuuslaissa (21/2004). Lain 6.2 §:n erotetaan välitön ja välillinen syrjintä. Yhdenvertaisuuslaista on nähdäkseni mahdollista hahmottaa yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä eli sen muodollista ja aineellista puolta eri oikeudenaloilla, vaikka yhdenvertaisuuslain 1 ja 2 §:n mukainen soveltamisala onkin rajattu. Jo ennen yhdenvertaisuuslain säätämistä yhdenvertaisuuden aineellisella ulottuvuudella on ollut tärkeä merkitys korkeimpien oikeusasteiden ratkaisujen perusteluissa. Esim. ratkaisussa KHO 1998:53 arvioitiin yhdenvertaisuusvaatimuksen ja omaisuuden suojan kannalta verotuksellista ongelmaa, joka aiheutui optiotodistusten myyntivoiton verokohtelusta. Tapauksen yhdenvertaisuus-näkökulma koski verolain soveltamisen taannehtivuutta, mikä puolestaan omaisuuden suojan kannalta tarkoitti myyntivoiton verotusta ansiotulona pääomatulon sijaan.¹⁴⁴

Yksityisoikeuden puolella lainsäädännön lähtökohta perustuu yksilöiden tahtoon ja vastavuoroisuuteen, sopimukseen ja varallisuussuhteisiin.¹⁴⁵ Yksityisoikeuden arvoperusta kytkeytyy siten yksilön autonomiaan. Tämä tarkoittaa sellaisia oikeudellisia välineitä, jotka mahdollistavat yksilöllisten päämäärien toteuttamisen.¹⁴⁶ Varallisuussuhteisiin liitännäisen omistusoikeuden suojaaminen ja lujittaminen on yksityisoikeudellisen normiston vaikutuskohde.¹⁴⁷ Perusoikeudellinen omaisuuden suoja säännös sisältyy perustuslain 15 §:än. Tämän tutkielman oikeudenalakohteessa eli yhtiöoikeudessa aineellisen yhdenvertaisuuden arvioiminen suhteessa omaisuuden suojaan voi nähdäkseni, tilanteesta riippuen, olla haasteellista, koska toimintaympäristö muodostuu itse yhtiöstä ja sen useista eri intressitahoista. Ongelmallista on tällöin, kenen omaisuuden suoja (yhtiön, osakkeenomistajan, velkojan...) ensisijaisesti on kysymys. Mielestäni yhdenvertaisuusperiaatteen omaisuuden suoja -ulottuvuutta yhtiöoikeudessa on mahdollista tarkastella Juha Pöyhösen kehittämän uuden varallisuusoikeuden teorian kautta. Kyseisessä teoriassa varallisuussuhteet muodostavat suhdeverkon, joka muuttuu jatkuvasti ajallisessa, henkilöllisessä sekä asiallisessa suhteessa. Varallisuusoikeudet ovat siten muuttuva prosessi, jolloin eri tilanteita on arvioitava suhteessa toimintaympäristöön, kokonaisjärjes-

¹⁴² Ks. Mäntysaari 2002 s. 77.

¹⁴³ Neuvoston direktiivi 2000/43/EY 29.6 2000.

¹⁴⁴ Ks. KHO 1998:53, jossa todettiin, ettei aiempaa ankarampaa verotukseen johtanut päätös loukannut silloisessa Suomen Hallitusmuodon 6 §:n omaisuuden suojaa eikä 5 §:n yhdenvertaisuusvaatimusta. Perusteluissa tukeuduttiin myös Euroopan ihmisoikeussopimukseen.

¹⁴⁵ Lämsineva 2002 s. 19.

¹⁴⁶ Wennberg 1999 s. 240-241.

¹⁴⁷ Wikström 1998 s. 399-400.

telyihin ja niihin osallisina oleviin intressitahoihin sekä intressitahojen erilaisiin riskipositioihin. Teoria painottaa oikeudellisen harkinnan tilanneherkkyyttä. Tilanneherkän harkinnan kielteiset seuraukset, kuten epäyhtenäinen lainsoveltaminen, on mahdollista välttää jatkuvalla yhteydellä perusoikeusjärjestelmään. Se takaa ennakoitavuuden ja yhdenvertaisuuden tinkimättä kuitenkaan joustavasta tilanneherkkyydestä.¹⁴⁸ Yhteys perusoikeuksiin tilanneherkän harkinnan tukena luodaan eritasoisilla sidosperiaatteilla, joista syvimmän kerrostuman muodostavat vastavuoroisuusperiaate, suhteellisuusperiaate ja yhdenvertaisuusperiaate.¹⁴⁹ Mielestäni Pöyhösen teorian periaatenäkemys sivuaa Tuorin kriittiseen oikeuspositivismiin liittyvää ideaa periaatteiden kaksoisroolista sekä normeina että oikeuslähteinä. Pöyhösen teoriassa yhdenvertaisuusperiaatteella on nähdäkseni laintulkintaa ohjaava merkitys yksityisten toimijoiden varallisuus oikeuksien määrittelyssä.

2.3 Yhdenvertaisuusperiaate osakeyhtiöoikeudessa

2.3.1 Osakeyhtiölain periaatesuuntautuneisuus

Nykyistä osakeyhtiölakia on luonnehdittu periaatekeskeiseksi¹⁵⁰, mikä tarkoittaa oikeusperiaatteiden korostunutta merkitystä OYL:n säännösten tulkinnassa. Erona aiempaan osakeyhtiölakiin (VOYL) on se, että yhtiöoikeudelliset keskeiset periaatteet ilmaistaan eksplisiittisesti OYL:n 1 luvussa, minkä tarkoituksena on korostaa niiden merkitystä oikeusperiaatteina.¹⁵¹ Lakitekstiin formuloituina niiden katsotaan paremmin ilmentävän lähtökohtia ja oikeushyviä, joihin yhtiöoikeudellinen sääntely perustuu.¹⁵²

Oikeusperiaatteisiin tukeutuva sääntely on saanut aikaan pohdinnan OYL:n oikeussuojan tasosta, sillä siirtymisen kohti joustavampaa sääntelyä on ennakoitu monimutkaistavan entisestään yhtiöoikeudellisia oikeusriitoja.¹⁵³ Yksityiskohtaisen sääntelyn rikkominen on helpompi osoittaa kuin yleisen periaatteen loukkaaminen.¹⁵⁴ Mahdolliset oikeussuoja-ongelmat koskevat yleisimmin osakeyhtiön vähemmistöosakkeenomistajia.¹⁵⁵ Toisaalta on myös esitetty, että

¹⁴⁸ Ks. Pöyhönen 2003 s. XVI-XVII.

¹⁴⁹ Pöyhönen 2003 s. 64–78.

¹⁵⁰ Mähönen-Villa 2006a s. 2.

¹⁵¹ HE 109/2005 vp s. 17–18. Perustelujen kritiikkinä ks. Toiviainen 2006 s. 32–33, jonka mukaan materiaallinen, voimassa oleva oikeus ei vastaa perusteluissa esitettyä.

¹⁵² HE 109/2005 vp s. 17–18.

¹⁵³ OM 2000 s. 31.

¹⁵⁴ Toiviainen 2006 s. 40–45.

¹⁵⁵ OM 2000 s. 29.

periaatteet lakiin kirjattuina ovat avainasemassa oikeuksien turvaamisessa.¹⁵⁶ Niiden katsotaan ilmentävän perusoikeusnormien sääntelyä yhdenvertaisuudesta ja omaisuuden suojusta. OYL:n periaatesäännösten tulkinnalla tulisi siten olla perusoikeusluttuvuutta.¹⁵⁷ Julkisten osakeyhtiöiden oikeussuojan osalta on esitetty, että tehostuneet markkinat kasvaneen ulkomaalaisomistuksen myötä hyödyttävät myös kotimaisia vähemmistöosakkeenomistajia. Koska ulkomaisilla vähemmistöomistajien on luontevaa siirtää sijoituksiaan toiseen maahan ja toisaalta he omaavat myös taloudellisia resursseja puolustaa asemiaan oikeudenkäynnissä, pörs-siyhtiöt pitävät paremmin huolta vähemmistönsuojan toteutumisesta. Viime vuosien tehokain vähemmistönsuojaa vahvistanut tekijä ei täten välttämättä liittyisikään OYL:in vaan vapaampiin rahoitusmarkkinoihin.¹⁵⁸

Osakeyhtiölakia säädettäessä tavoitteiksi asetettiin sääntelyn joustavuuden ja tahdonvaltaisuuden lisääminen. Edelleen pyrkimyksenä oli selkeä ja kattava keskeisten yhtiöoikeudellisten kysymysten sääntely, millä tavoiteltiin oikeustilan selkiyttämistä ja oikeusvarmuuden lisäämistä.¹⁵⁹ Näiden tavoitteiden yhteensovittaminen on merkinnyt pakottavan ja tahdonvaltaisen sääntelyn yhteensovittamista. Käytännössä tämä ilmenee OYL:n olettasäännösten runsautena, jottei lain 1:9:ssä korostettu tahdonvaltaisuus heikkenisi. Täten monet OYL:n säännökset sallivat poikkeuksen OYL:n olettamasta yhtiöjärjestysmääräyksellä tai osakkeenomistajien yksimielisellä päätöksellä.¹⁶⁰

2.3.2 Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen

Yhdenvertaisuudesta säädetään osakeyhtiölain 1:7:ssä:

”OYL 1:7 §. Yhdenvertaisuus. Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.”

Lainkohdan ensimmäisessä virkkeessä säädetään osakkeista. Osake yhtiöoikeudellisena käsitteenä ei ole eksaktisti määrätty aineellinen kohde, vaan se tarkoittaa osuutta osakeyhtiöstä.

¹⁵⁶ Mähönen – Villa 2006a s. 4.

¹⁵⁷ Mähönen – Villa 2006a s. 63, 65, 67.

¹⁵⁸ OM 2000 s. 30.

¹⁵⁹ HE 109/2005 vp s. 1.

¹⁶⁰ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 20.

Osuus puolestaan tarkoittaa osakkeen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien summaa. Omistusoikeus osakkeeseen määrittyy täten osakkeeseen liittyvien oikeuksien ja velvollisuuksien omistamiseksi.¹⁶¹ Tällöin oikeus yhdenvertaisuuteen osakeyhtiöoikeudellisissa tilanteissa kytkeytyy osakkeenomistamiseen. OYL:n lähtökohtaisena olettamana on osakkeiden tuottamien oikeuksien yhtäläisyys (OYL 1:7, 3:1.1). Tätä havainnollistaa osake ja ääni -periaate¹⁶², jonka mukaan kukin osake tuottaa yhden äänen päätettäessä yhtiön asioista yhtiökokouksessa. Tästä voidaan kuitenkin poiketa yhtiöjärjestyksellä. Päätökset ovat enemmistöpäätöksiä, ellei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta johdu (OYL 1:6).

Olellainen osakkeen yhtiöoikeudellinen piirre on sen vapaa luovutettavuus, josta voidaan poiketa vain OYL:n sallimin poikkeuksin. Poikkeukset ovat mahdollisia vain yhtiöjärjestyksessä määräyksin (OYL 1:4, 3:6, 3:7, 3:8). Yhdenvertaisuuden kannalta voidaan siten katsoa, että osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden oikeussubjektien piiri on rajoittamaton ja ennakoimaton. Rajattua ja ennakoitavaa ovat sen sijaan osakeomistamisen kohteena olevat oikeudet. Tämä on seurausta yhtiön velvollisuudesta rekisteröidä yhtiöjärjestys kaupparekisteriin, jolloin siitä tulee julkinen (OYL 3:17.2). Mahdollisen tulevan osakkeenomistajan on siten etukäteen mahdollista arvioida oman oikeusasemansa sisältöä osakeyhtiössä. Yhdenvertaisuusperiaatteen valossa kyse on siitä, että samoissa olosuhteissa osakkeenomistajan oikeudet ja velvollisuudet sekä oikeusasema säilyvät muuttumattomina suhteessa muihin osakkeenomistajiin.¹⁶³

Osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden sidonnaisuus osakeomistukseen herättää kysymyksen, ulottuuko yhdenvertaisuusperiaatteen vaikutus luonnollisten henkilöiden lisäksi myös oikeushenkilöihin. Kysymystä perusoikeusmyönteisesti lähestyttäessä esiin nousee välillisen suojan oppi, jonka mukaan oikeushenkilöt eivät sellaisenaan nauti perusoikeussuojaa, vaan saavat suojaa vain taustallaan olevien luonnollisten henkilöiden välityksellä.¹⁶⁴ Toisaalta osakkeenomistajan asemassa voi olla varsin suuriakin yrityksiä, jolloin liitännäisyys luonnollisten henkilöiden oikeuksiin on varsin etäistä. Perustuslakivaliokunta on todennut, että mitä etäämpänä oikeushenkilö on yksilöistä ja toisaalta mitä välillisempiä toimenpiteiden vaikutukset ovat yksilöiden taloudellisiin etuihin, sitä epätodennäköisemmin oikeushenkilöön kohdistuvat toimenpiteet ovat ristiriidassa PL 15 §:ssä säädetyn yksilön omaisuudensuojan kans-

¹⁶¹ Kartio 1998 s. 55, Mähönen – Villa 2006a s. 219.

¹⁶² Tässä periaatteella ei tarkoiteta samaa, kuin aiemmin jaksossa 2.1 käsiteltyä, vaan eräänlaista pääsääntöä.

¹⁶³ af Schulten 2004 s. 120.

¹⁶⁴ Länsineva 2002 s. 107.

sa.¹⁶⁵ Välillisen opin sijaan oikeushenkilöiden perustuslakiin kiinnittyvien keskeisten oikeusvaltioperiaatteiden kuten yhdenvertaisuuden vaikutus on perustavanlaatuinen myös oikeushenkilöiden oikeusaseman perustana.¹⁶⁶

OYL 1:7:n 2. virkkeessä, jota on luonnehdittu yleislausekkeeksi¹⁶⁷, mainittuja yhtiön intressitahoja ovat osakkeenomistajat, yhtiön johto sekä muu taho. Muulla taholla tarkoitetaan lähinnä osakkeenomistajan lähipiiriä.¹⁶⁸ Osakkeenomistajien kesken yhdenvertaisuusperiaatteen sovellustilanteet kytkeytyvät yhtiökokoukseen, jossa osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa (OYL 5:1). Tällöin kyse on yleensä puhtaasti yhtiöoikeudellisten asioiden, kuten omien osakkeiden hankinnasta päättämisestä.¹⁶⁹ OYL 6:1:n mukaan osakeyhtiön pakollinen toimielin on hallitus. Muiden OYL 1:7:ssä mainittujen toimielinten olemassa olo on vapaaehtoista. Hallituksen tehtäviin kuuluu 6:2:n yleistoimivallan¹⁷⁰ nojalla yhtiön liiketoiminnasta huolehtiminen. OYL 1:7:n vaikutus ulottuu hallituksen päätöksiin ja toimiin, jolloin yhdenvertaisuusperiaate tulee sovellettavaksi myös liiketoiminnallisissa päätöksissä.¹⁷¹

2.3.3 Yhdenvertaisuussäännöksen tausta ja tavoitteet

Säännöksen taustalla on Euroopan Yhteisön neuvoston toisen yhtiödirektiivin vaatimus, jonka mukaan jäsenvaltioiden lainsäädännön on taattava kaikille samassa asemassa oleville osakkeenomistajille yhdenvertainen kohtelu.¹⁷² Julkisissa osakeyhtiöissä yhdenvertaisuusperiaatteen välttämättömyys voidaan johtaa EU-tason sääntelystä, vaikka yhdenvertaisuudesta säätänyt yleislauseke on vaikuttanut suomalaisessa yhtiöoikeudessa jo 1930-luvulta saakka.¹⁷³ Vuonna 1935 professori Lauri Cederbergin johtaman lainvalmistelun, jonka nimenomaisena tarkoituksena oli osakkeenomistajien vähemmistön etujen turvaaminen, myötä osakeyhtiölaikiin sisällytettiin yleislauseke täyttämään vähemmistönsuojanormistoa. Tuolloin todettiin, etteivät melko yksityiskohtaisetkaan säännökset riitä aina ehkäisemään väärinkäytöksiä, joi-

¹⁶⁵ PeVL 45/1996 vp s. 2.

¹⁶⁶ Länsineva 2002 s. 108–109.

¹⁶⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 41.

¹⁶⁸ HE 109/2005 vp s. 39.

¹⁶⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 39.

¹⁷⁰ HE 109/2005 vp s. 79, jossa hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvat ne tehtävät, joita ei nimenomaisesti ole säädetty yhtiökokoukselle tai hallintoneuvostolle kuuluviksi.

¹⁷¹ Ibid.

¹⁷² Ns. pääomadirektiivi eli toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY, annettu 13 päivänä joulukuuta 1976.

¹⁷³ Vahtera 2011 s. 160.

den kohteeksi vähemmistöomistajat voivat joutua.¹⁷⁴ VOYL:n eli v. 1978 osakeyhtiölain yleislausekkeen (VOYL 9:16) merkitys oli vähemmistönsuojassa, sen sijaan yhdenvertaisuusperiaatteen todettiin olevan voimassa olevaa oikeutta ilman lain säännöstäkin.¹⁷⁵ Voimassa olevaan OYL:in yhdenvertaisuusperiaate säädettiin osaksi lakitekstiä, millä sen merkitystä haluttiin korostaa. Korostustarve OYL:n esitöiden mukaan oli seurausta vähemmistönsuojan yksityiskohtaisen sääntelyn mahdottomuudesta, mikä puolestaan johtuu osakeyhtiöiden monimuotoisuudesta ja yhteiskunnan monimutkaistumisesta.¹⁷⁶ Verrattuna VOYL:in lakitekstin ilmentämä vähemmistönsuoja ei laajentunut, sillä OYL:n 1:7:ssä yhdistyvät VOYL:n osakkeiden yhtäläisyyden (VOYL 3:1.1), yleislausekkeen (VOYL 9:16) ja johdon toimien yhdenvertaisuusvaatimuksen (VOYL 8:14.2) sääntely.¹⁷⁷ OYL:n perusteluista periaatepainotukseen voisi kuitenkin päätellä, että OYL 1:7 on vähemmistönsuojan kannalta enemmän kuin VOYL:n osien summa. Oikeuslähdeopillisesti vahvasti velvoittava lakiteksti itsessään ei siten ole saanut aikaan oikeustilan muutosta VOYL:n nähden. Näin ollen ei voida vakuuttua siitä, onko yhdenvertaisuuden ilmentämän vähemmistönsuojan aineellinen sisältö muuttunut.¹⁷⁸

Vertailtaessa vuonna 1935 lakiin sisällytetyn yleislausekkeen perusteita ja nykyisen OYL 1:7:n perusteita voidaan pohtia vähemmistönsuojan ja yhdenvertaisuuden suhdetta sekä myös muodollisen ja aineellisen yhdenvertaisuuden suhdetta. Vuonna 1935 lähtökohta vaikuttaisi olleen suoja-tarkoituksessa, jolloin vastakkain asettelu enemmistön ja vähemmistön välillä on ilmeinen.¹⁷⁹ Nykyinen sääntely painottaa nähdäkseni enemmän päätösten ja toimien tosiasiallisia vaikutuksia osakkeenomistaja-tasolla¹⁸⁰, jolloin voidaan ajatella, että muukin kuin vähemmistötaho voi joutua loukatuksi. Edelleen erona historiaan on mahdollista nähdä toimien tahallisuus, jota nykysääntely ei pidä välttämättömänä yhdenvertaisuuden loukkaamisen kannalta, vaan yhtiöoikeudellisten tilanteiden moninaisuus sekä ympäröivän yhteiskunnan monimutkaistuminen on huomioitu OYL 1:7:n soveltamisessa.¹⁸¹ Tällöin tietty yhtiökokouksen päätös ei ole tähännyt epäoikeutettuun etuun, vaan yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen seuraus on ilmennyt vasta päätöksen toimeenpanossa. Yhdenvertaisuusperiaatteen vaikutuspiiri on nähdäkseni vähemmistöä laajempi myös siksi, koska sitä voidaan soveltaa esimerkiksi

¹⁷⁴ Ks. Cederberg – Ylöstalo 1966 s. 9–17, 20.

¹⁷⁵ HE 27/1977 s. 67.

¹⁷⁶ HE 109/2005 vp s. 39.

¹⁷⁷ Ks. Osakeyhtiölakityöryhmä 2003 s. 46, 88, HE 109/2005 vp s. 39.

¹⁷⁸ Ks. aiheesta Toiviainen 2006 s. 32-33.

¹⁷⁹ Cederberg – Ylöstalo 1966 passim.

¹⁸⁰ Ks. esim. HE 109/2005 vp s. 39.

¹⁸¹ HE 109/2005 vp s. 39.

sulautuvan yhtiön osakkeenomistajaan silloin, kun sulautumispäätös on tehty, mutta sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat eivät vielä ole vastaanottavan yhtiön omistajia.¹⁸²

Osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden ensisijaisena tavoitteena voidaan pitää vähemmistöosakkeenomistajien suojaamista enemmistön vallan väärinkäytöltä.¹⁸³ Oikeustapauksessa KKO 1991:46 kyse oli osakeyhtiöstä, jonka toimialana oli markkinointi- ja hallintopalvelusten tuottaminen sen kanssa yhteistoiminta- ja palvelusopimukset tehneille osakkeenomistajille. A oli tehnyt ko. sopimukset yhtiön kanssa ja omisti yli kolmanneksen yhtiön osakekannasta. Yhtiö irtisanoi A:n sopimuksen ja hieman sen jälkeen yhtiökokous teki päätöksen osakepääoman korottamisesta. Uudet osakkeet oli mahdollista merkitä huomattavan suureen ylikurssiin. A:n kannalta tämä merkitsi sitä, että hänen täytyi sijoittaa yhtiöön suurehko rahamäärä, jotta hänen suhteellinen omistuksensa ja siihen perustuvat vähemmistöoikeutensa yhtiössä säilyisivät. Tällöin tosiasiallinen hyöty A:n sijoituksesta olisi koitunut niille osakkeenomistajille, joilla edelleen oli sopimus yhtiön kanssa ja samalla oikeus yhtiön tarjoamiin palveluksiin. KKO katsoi, että yhtiökokouksen päätös oli omansa tuottamaan tietyille osakkeenomistajille epäoikeutettua etua A:n kustannuksella. Päätös julistettiin pätemättömäksi. A:n muodollinen yhdenvertaisuus eli oikeus merkitä osakkeita ei merkinnyt aineellisen yhdenvertaisuuden toteutumista.

Yhdenvertaisuuden liitännäisyys osakkeisiin saa aikaan sen, että osakkeenomistajien asema ja oikeudet yhtiössä ovat erilaisia. Tämän vuoksi yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoitus ei ole saattaa kaikkia osakkeenomistajia samaan asemaan, vaan taata samassa asemassa oleville osakkeenomistajille yhdenvertainen kohtelu. Yhdenvertaisuusperiaate ei estä OYL 1:6:n säätämää enemmistöperiaatteen noudattamista yhtiökokouksen päätöksissä. Määräenemmistöinen päätös luo oletaman, että päätös on kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen, mutta se ei kuitenkaan estä yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamista. Edelleen periaate voi soveltua tilanteissa, joissa on vedottu myös muihin OYL:n vähemmistönsuojasäännöksiin.¹⁸⁴ Yhdenvertaisuusperiaatetta konkretisoivat ne OYL:n pakottavat säännökset, joiden mukaan yhtiökokouksen päätös on pätevä vain osakkeenomistajan nimenomaisella suostumuksella (OYL 5:29.1, 5:29.2). Kyseiset tilanteet koskevat yhtiöjärjestyksen muuttamista lähinnä siten, että osakkeenomistajan oikeus yhtiön voittoon vähenee tai hänen velvoitteensa

¹⁸² *ibid.*

¹⁸³ HE 109/2005 vp s. 39.

¹⁸⁴ *ibid.*

yhtiötä kohtaan kasvaa. Toisen tyyppiset tapaukset koskevat osakkeiden suunnattua lunastusta tai yritysmuodon muuttamista OYL 19:5:ssä tarkoitetulla tavalla. Oleellista on se, että yhdenvertaisuusperiaatteesta vähemmistönsuojatarkoituksessa on mahdollista poiketa, mutta OYL:n vähemmistönsuojasääntelyä ei voida kaikkien osakkeenomistajien suostumuksellakaan sivuuttaa yhtiöjärjestysmääräyksin.¹⁸⁵

Yhdenvertaisuusperiaatetta voidaan tarkastella myös luottamuksen¹⁸⁶ näkökulmasta. OYL 1:7:n mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Osakkeenomistaja voi siten lain nojalla luottaa osakkeidensa tuottavan samat oikeudet kuin muutkin osakkeet. Toisaalta on mahdollista luottaa yhtiöjärjestysmääräyksestä seuraavien poikkeavien oikeuksien pysyvyyteen.¹⁸⁷ Suhtautuminen luottamukseen taloudellisessa toiminnassa painottuu ennustettavuuden ja ennakoitavuuden näkökulmaan, jolloin tavoitteena on tehokkuus. Luottamus sopimustoiminnassa (jonka ilmentymäksi esimerkiksi osakeyhtiön yhtiöjärjestys voidaan käsittää) on välttämättömyys.¹⁸⁸ Luottamuksen ylläpito vaatii kannustimia, ja ne ovatkin tärkeä yhteiskunnassa vallitsevien sääntöjen taustavaikutin. Luottamusta voidaan ylläpitää formaaleilla eli oikeussäännöillä tai epäformaaleilla eli sovinnaisäännöillä.¹⁸⁹ Lainsäädännön perustehtävä on ohjata käyttäytymistä, jolloin säädetyt lait samalla myös vakauttavat ja kiinteyttävät yhteiskuntaa.¹⁹⁰ Osakeyhtiöoikeudellisen normiston yhdenvertaisuussäännös luottamuksen näkökulmasta on nähdäkseni osakeomistukseen kannustava. Tällöin yhtiösuhteen osapuolten kannalta kyse on sopimusoikeuden perustarkoituksesta eli opportunistisen käyttäytymisen ehkäisemisestä.¹⁹¹

2.3.4 Yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate

Osakeyhtiölain 1:7 kieltää yhtiökokouksen tai hallituksen päätöksen tai toimen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua paitsi toisen osakkeenomistajan myös yhtiön kustannuksella. Johdon osalta kielto tarkentuu OYL 1:8:ssa vaatimuksena huolellisiin toimiin yhtiön eduksi. Yhtiön toiminnan tarkoituksena on OYL 1:5:n mukai-

¹⁸⁵ OM 2000 s. 23.

¹⁸⁶ Tässä yhteydessä ”luottamus” viittaa sopimusoikeudelliseen pacta sunt servanda -periaatteeseen. (vrt. myöhemmin jaksossa 5.1.1).

¹⁸⁷ HE 109/2005 vp s. 39.

¹⁸⁸ Mähönen 2010 s. 258.

¹⁸⁹ North 1990 s. 3–4.

¹⁹⁰ Aarnio 1989 s. 64–65.

¹⁹¹ Posner 1992 s. 102–103.

sella olettamalla voitontuottaminen osakkeenomistajille. Tulkitsemalla OYL 1:5:ä, 1:7:ä ja 1:8:a yhtiön edun kannalta voisi päätellä, että johdon ja osakkeenomistajien toimien tulee ensisijassa tavoitella maksimaalista taloudellista hyötyä yhtiölle. Osakkeenomistajan kannalta päätelmä on siinä mielessä ongelmallinen, että yhtiöoikeudessa hyväksyty lähtökohta on osakkeenomistajan oman varallisuuden maksimointi.¹⁹² Lisäksi nykyiseen suomalaiseen yhtiöoikeuteen sisältyy aiempaa enemmän uusliberalismiin pohjautuvia ja yksinomaan osakkeenomistajan etua ajavia piirteitä.¹⁹³ Yhtiön edun määrittämistä onkin joissain kannanotoissa pidetty epärationaalisenä perustuen siihen, että yhtiö on oikeudellinen fiktio, joka ei voi nauttia edukseen koituvista menestyksistä tai hyvinvoinnista. Tällöin yhtiön toiminnan tulisi tähdätä sen piirissä toimivien etuun.¹⁹⁴ Tällainen käsitys mielestäni sivuuttaa yhtiön liitännäisyyden ympäröivään yhteiskuntaan. Tämän vuoksi varsinkin pörssiyhtiöissä yhtiön edun ja osakkeenomistajien edun rinnastaminen on ongelmallista. Lainsäädäntötoiminta, joka luo puitteet osakeyhtiömuotoiselle taloudellisiin etunäkökohtiin pohjautuvalle toiminnalle, tavoittelee myös yleistä etua, yhteistä hyvää, yhteisvastuuta sekä erilaisia yleispäteviksi koettuja oikeudenmukaisuusarvoja.¹⁹⁵ Tällöin yhtiön etu suhteessa osakkeenomistajien etuun voidaan mielestäni ymmärtää myös välilliseksi yhteiskunnan eduksi.¹⁹⁶

OYL 1:7:n nojalla yksittäisen osakkeenomistajan edun vastaiset päätökset yhtiökokouksessa tai hallituksessa voivat olla perusteltuja. OYL 1:5:n olettamasaännös yhtiön voitontuottamistarkoituksesta saa aikaan sen, että päätösten oikeudellinen arviointi tapahtuu lähtökohtaisesti yhtiön taloudellisen edun näkökulmasta.¹⁹⁷ Tämä tarkoittaa myös velvoitetta sekä enemmistö- että vähemmistöosakkeenomistajille pidättäytyä estämästä yhtiön kokonaisedun kannalta suotuisia päätöksiä. Vähemmistöomistajan vetoaminen yhdenvertaisuusperiaatteeseen voidaan joissain tilanteissa katsoa shikaanimaiseksi oikeuden väärinkäytöksi, vaikkei OYL:ssa olekaan nimenomaista säännöstä tilanteista, joissa vähemmistöoikeuksiin ei saisi vedota.¹⁹⁸ Mielestäni OYL 1:7:ssä säädettyä ”yhtiön etua” voidaan tulkita myös OYL 1:5:n voitontuottamistarkoitusta rajoittavana, sillä yhtiön eri sidosryhmien välityksellä esimerkiksi työ- ja ympäris-

¹⁹² Mähönen – Villa 2006a s. 145.

¹⁹³ Ks. Toiviainen 2002 s. 66–68. Mähönen – Villa 2006a s. 4, 111.

¹⁹⁴ Savela 1999 s. 196–197.

¹⁹⁵ Ks. Tala 2005 s. 232, jossa kirjoittaja pohtii yleisesti lain tavoitteenasettelua sekä kritikoii oikeustutkimuksessa nykyisin korostunutta näkemystä lainsäädäntömenettelyn kaupankäyntiluonteesta poliittisten toimijoiden ja etutahojen välillä.

¹⁹⁶ Ks. Toiviainen 2008 s. 17–18.

¹⁹⁷ Ks. Villa – Ossa – Saarnilehto 2007 s. 59, jossa pohditaan yhtiön edun ja osakkeenomistajakeskeisen ajattelutavan problematiikkaa.

¹⁹⁸ Villa 2002 s. 50.

töoikeudelliset normit asettavat rajoituksia osakkeenomistajien ja johdon voitontavoitteluun tähtääville toimille¹⁹⁹. Lisäksi yhtiön etua voidaan lähestyä pohtimalla osakkeen omistamisen ajallisuutta eli sitä, tulisiko yhtiön edun pitää sisällään myös tulevien osakkeenomistajien etu. Tämä näkökulma kytkeytyy yhtiön toiminnan kannattavuuteen ja jatkuvuuteen, mikä puolestaan tarkoittaa yhtiön yhteiskuntavastuuseen perustuvaa osakkeenomistajien lyhyen aikavälin tuotto-odotusten toissijaisuutta yhtiön etuun nähden.²⁰⁰

Tyypillinen yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamistilanne on varojenjakoa. Enemmistöosakkeenomistajilla on OYL 1:6:n enemmistöperiaatteen nojalla mahdollisuus pyrkiä toteuttamaan yhtiössä liiketoimintastrategiaa, joka minimoi varojen jakamista. Lisäksi OYL:n esitöiden mukaan OYL 1:5 ei tarkoita voitonjakokelpoisten varojen tuottamista lyhyellä aikavälillä vaan pidemmällä tähtäyksellä.²⁰¹ Tällöin varojenjaosta voidaan pidättäytyä tavoitellen näin osakkeen mahdollisimman korkeaa arvoa. Tällöin OYL:n perustelujen mukaan pörssi-yhtiön osakkeenomistaja voi hyödyntää omistustaan muutoinkin eli myymällä osakkeet ns. nousevaan kurssiin.²⁰² Varojenjaosta pidättäytyminen syystä riippumatta voi olla vähemmistöosakkeenomistajan intressien vastaista. Kyseessä on tyypillinen konflikti OYL 1:5:n, OYL 1:6:n ja 1:7:n ilmaisemien periaatteiden välillä. Tilanteessa merkitystä on sillä, johtaako päätös vähemmistöosakkeenomistajien ”näännyttämiseen” ja toisaalta myös sillä, voiko enemmistö ohjata varoja itselleen esimerkiksi palkkana ohi muodollisen varojenjaon.²⁰³ Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisten päätösten tulee perustua painavaan tai erityisen painavaan taloudelliseen syyhyn (OYL 9:4).²⁰⁴ Yhdenvertaisuudesta poikkeaminen on kaikissa tilanteissa mahdollista osakkeenomistajien suostumuksella (OYL 5:29.3). On kuitenkin katsottu, että kaikkien osakkeenomistajien yksimielinen päätös, joka edellyttää poikkeusta yhdenvertaisuudesta, ei saisi olla haitaksi yhtiölle.²⁰⁵

¹⁹⁹ Osakeyhtiöiden toimintaan vaikuttavat esim. myös työsopimuslaki (55/2001), ympäristönsuojelulaki (86/2000) sekä laki ympäristövahinkojen korvaamisesta (737/1994). Mähönen – Villa 2006c s. 51.

²⁰⁰ Toiviainen 2008 s. 17.

²⁰¹ HE 109/2005 vp s. 35

²⁰² HE 109/2005 vp s. 39.

²⁰³ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 37.

²⁰⁴ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 40.

²⁰⁵ Tällöin voidaan loukata yhtiön velkojia. Ks. esim. Savela 2010 s. 13.

2.4 Taloudellinen ajattelu osakeyhtiöoikeudessa

2.4.1 Taloudellinen yhdenvertaisuus

Aiemmin voimassa olleen osakeyhtiölain perusteluissa vähemmistönsuojan ja sitä ilmentävän yhdenvertaisuusperiaatteen taustalla vaikuttivat yhteiskunnallisen tasa-arvon pyrkimykset.²⁰⁶ Nykyinen OYL on ideologialtaan angloamerikkalainen²⁰⁷, mikä korostaa osakkeenomistajakeskeistä lähestymistapaa osakeyhtiölainsäädännössä.²⁰⁸ OYL:n perusteluista käy ilmi, että sääntely pohjautuu oikeustaloustieteelliseen näkemykseen osakeyhtiöstä.²⁰⁹ Kyseinen OYL:n ideologinen muutos on herättänyt pohdinnan perinteisesti romaanis-germaaniseen vaikutukseen perustuvan kotimaisen lainsäädännön tulkintatradition mahdollisesta muutoksesta. Ei ole yksiselitteisen selvää tai ongelmatonta, että lainsäädäntöratkaisun taustavaikutin merkitsisi siirtymistä entisestä täysin toisenlaiseen perinteeseen nojaavaan tulkintaan.²¹⁰ OYL:n valmistelun yhteydessä kiinnitettiin huomiota siihen, että amerikkalaisen yhtiöoikeuden kirjoitettua lainsäädäntöä oltiin siirtämässä Suomen yhtiöoikeuteen ja civil law –järjestelmään.²¹¹ Common law –järjestelmän vuoksi yhtiöoikeuden sisältö USA:ssa ei tyhjene kirjoitettuun lakiin, koska siellä oikeus elää tuomioistuinten luomien normien mukaisesti.²¹²

Oikeustaloustieteellisen tutkimuksen valtavirtana on nähty Chicagolainen koulukunta laajalti tunnettuna edustajanaan Richard A. Posner.²¹³ Tutkimuksen analyysi suhteessa lainsäädäntöön ottaa kantaa siihen, minkälainen sääntelyratkaisu takaisi tehokkaimmat mahdolliset markkinat ja sitä kautta saavutettavan maksimaalisen yhteiskunnallisen varallisuuden.²¹⁴ Yhdenvertaisuus normatiivisena ilmiönä on taloudellisesti tehokasta, kun se alentaa rahoituskustannuksia. Mikäli osakeyhtiölainsäädäntö ei tarjoa vähemmistönsuojaa enemmistön vallan

²⁰⁶ Ks. HE 27/1977 vp s. 5. VOYL:n esikuvina vaikuttivat Saksan ja Ruotsin osakeyhtiöoikeudelliset sääntelyt. Mähönen – Villa 2006a s. 316.

²⁰⁷ Angloamerikkalaisuus liittyy anglosaksiseen oikeustraditioon, jonka mukaisesti julkinen valta välttää välitöntä puuttumista ihmisten toimintaan lainsäädännöllä. Tällöin tuomioistuimet luovat yksilöiden vapauden ja oikeus-suojan kannalta välttämättömät normit. Tämän perusasenteen mukaisesti yhtiöoikeudessakin sääntely perustuu ideologiaan siitä, että markkinat ratkaisevat mahdolliset häiriöt taloudellisessa toiminnassa. Ks. lähemmin Toiviainen 2008 s. 5-6. Ks. OYL:n ideologiasta esim. Toiviainen 2006 s. 48, 51.

²⁰⁸ Mähönen – Villa 2006a s. 3.

²⁰⁹ Ks. esim. HE 109/2005 vp yleiset perustelut. Lisäksi Sillanpää 1994 s. 37, jossa todetaan, että perinteinen yhtiöoikeus painottaa osakeyhtiöön liittyviä oikeussuhteita, oikeustaloustieteellinen näkemys puolestaan osakkeenomistajan tuoton maksimointia.

²¹⁰ Toiviainen 2006 s. 30.

²¹¹ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4 s. 356.

²¹² Toiviainen 2006 s. 31.

²¹³ Näin Posnerista esim. Kanninen – Määttä 1996 s. 12, Chicagolaisesta koulukunnasta esim. Sillanpää 1994 s. 26-27.

²¹⁴ ”Wealth maximization”; Posner 1990 s. 356-357, 1992 s. 13-16.

väärinkäyttöä vastaan, heikentää se merkittävästi yleistä halukkuutta sijoittaa pääomaa osakeyhtiöihin. Enemmistöperiaatteen turvin 50,1 % yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä takaisi vallan yhtiön varoihin. Tällöin vähemmistöosakkeisiin sijoittamiseen markkinoilla sisältyisi riski, joka heijastuisi väistämättä osakkeiden hintaan. Seurauksena olisi osakkeiden arvon menetys ja huono likviditeetti.²¹⁵ Tähän perustuen ainakin muodollisen yhdenvertaisuuden vaatimus sääntelyssä on myös enemmistöosakkeenomistajien intressien mukaista, jotta vähemmistöosakkeenomistajia saadaan houkutelluiksi sijoittajiksi²¹⁶ yhtiöön.²¹⁷ Tärkeää on siis se, että vähemmistöomistajien huomioon ottaminen voi vahvistaa yhtiön kilpailuasemaa markkinoilla. Tämä on neoklassisen taloustieteen eräs piirre²¹⁸, ja oikeustaloustieteen onkin katsottu nojautuvan paljolti neoklassiseen ajatteluun rationaalisesta toimijasta täydellisen informaation markkinoilla.²¹⁹

Jotta yhtiön taloudellinen tehokkuus ja kilpailuasema kehittyisivät, tulisi enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien sekä yhtiön ja osakkeenomistajien välisten suhteiden olla lähtökohtaisesti tahdonvaltaiseen sääntelyyn perustuvaa.²²⁰ Yhtiöjärjestyksen täytyisi taata enemmistölle toimintavapaus yhtiön liiketoiminnallisissa ratkaisuisa, koska enemmistöllä on sijoituspanoksensa vuoksi suurin kannustin tehdä yhtiön menestyksen kannalta edullisia päätöksiä. Tähän perustuen olisi mahdollista erottaa yhdenvertaisuus liiketoimintapäätöksissä ja voitonjaossa.²²¹

Yhdenvertaisuus voitonjaossa, toisin kuin liiketoimintapäätöksissä, nähdään oikeustaloustieteen näkökulmasta tärkeänä, koska loukkaus olisi rinnastettavissa varkauteen, mikä ajan myötä johtaisi tehottomuuteen.²²² Yhdenvertaisuusperiaatteen tulee taloudellisesta näkökulmasta taata, että liiketoiminnalliset päätökset ovat yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien taloudellisen edun mukaisia. Edun tulee konkretisoitua osakkeenomistajien taloudellisessa asemassa tasaisesti eli kaikkien osakkeiden arvoa lisäävästi.²²³ OYL:n perusteluissa ei esimerkiksi pidetä yhdenvertaisuuden vastaisena yhtiön ja tietyn osakkeenomistajan välistä liiketoimea,

²¹⁵ Savela 2010 s. 4.

²¹⁶ Ks. Toiviainen 2002 s. 154, jossa pohditaan ilmaisujen ”osakkeenomistaja” ja ”sijoittaja” merkityssisältöjen eroa.

²¹⁷ Savela 2010 s. 7.

²¹⁸ Ks. esim. Kaisanlahti s. 53, Villa 2003 s. 12.

²¹⁹ Kanniainen – Määttä 1996 s. 151.

²²⁰ Kaisanlahti 1999b s. 718.

²²¹ Kaisanlahti 1999b s. 721.

²²² Savela 2010 s. 7.

²²³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 40.

mikäli toimi on yhtiölle edullinen.²²⁴ Tämän perusteella vaikuttaisi siltä, että taloudellisen yhdenvertaisuuden konkretisoitumisen ei tarvitsisi olla kaikkien osakkeenomistajien kohdalla välitöntä, vaan yhtiön edun myötä välillinen etu muille, kuin yhtiön kanssa liiketoimen tehneelle, osakkeenomistajille olisi yhdenvertaisuusperiaatteen mukaista. Edelleen voitaisiin päätellä, että OYL 1:5:ssä säädetty yhtiön oikeudellinen tarkoitus eli voitontuottaminen osakkeenomistajille ei edellyttäisi liiketoimintapäätöksen *luonteen* arviointia yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta. Liiketoiminnan tuoton kerryttäminen olisi siten etusijalla, tuoton jakaminen osakkeenomistajakollektiivin kesken toissijaista. Tämä on ongelmallista, koska liiketoimintapäätösten ja voitonjaon erottelu ei aina ole selväpiirteistä.²²⁵ Ajan kuluessa ei siten välttämättä voida enää osoittaa, tuottiko yhtiölle ja tietylle osakkeenomistajalle edullinen liiketoimintapäätös tosiasiasa taloudellista etua kaikille osakkeenomistajille osakkeiden tuottamien oikeuksien edellyttämällä tavalla.

Osakeyhtiötä voidaan tarkastella kahdella tasolla. Ensinnäkin se on nähtävissä yritysmuotona, jossa yrittäjyyden ja pääoman hankkimisen legaalisenä tukena on rajoitettu vastuu (OYL 1:2). Toiseksi osakkeidensa kautta osakeyhtiö on vaihdannan kohde arvopaperimarkkinoilla.²²⁶ Osakkeella on siten yhtiöoikeudellinen ja varallisuusoikeudellinen elementti.²²⁷ Oikeustaloustieteellinen näkemys painottaa osakkeen luonnetta sijoittamisen ja vaihdannan välineenä. Tällöin osakkeen omistamisen eli sen tuottamien oikeuksien merkitys heikkenee.²²⁸ Yhtiölle edullista olisi siten osakkeiden arvon kasvu niiden mahdollisimman vilkkaan julkisen vaihdannan vuoksi.²²⁹ Tästä näkökulmasta yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoitus on turvata taloudellisten etujen saanti yhtiöstä siten, että määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien saamat lisäedut suhteessa vähemmistöomistajiin eivät oleellisesti heikkene vähemmistön etuja.²³⁰ Vaikutusmahdollisuuksiinsa tyytymätön osakkeenomistaja voi poistua yhtiöstä myymällä osakkeensa, mutta tämä on kannattavaa vain, jos osakkeiden likviditeetti luopumishetkellä on tarpeeksi hyvä. Näin ei välttämättä aina ole Suomen ohuilla arvopaperimarkkinoilla, joilla kysyntä ja tarjonta voi olla osakekohtaisesti hyvinkin vähäistä.²³¹ Oikeustaloustieteellinen lähestyminen yhdenvertaisuuteen sisältää oletuksen vähemmistöosakkaan riskinhajauttamisesta. Useiden yhtiöiden vähemmistöosakkuus tarkoittaa, ettei enemmistöomistajien mahdol-

²²⁴ HE 109/2005 vp s. 39, Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003 s. 88.

²²⁵ Savela 2010 s. 7.

²²⁶ Jauhiainen – Airaksinen 1999 s. 210.

²²⁷ Havansi 1979 s. 6-21.

²²⁸ Toiviainen 2002 s. 154–155.

²²⁹ Toiviainen 2002 s. 157–158.

²³⁰ Vahtera 2007 s. 250.

²³¹ Timonen 1997 s. 257.

lisuutta yhtiön liiketoiminnan ohjaamiseen tule supistaa pakottavalla vähemmistönsuojasääntelyllä. Hajautettu riski tuottaa vähemmistölle taloudellisesti parhaan tuloksen, koska mahdolliset yhdenvertaisuuden loukkaukset liiketoimintapäätöksissä kumoutuvat useammasta yhtiöstä saatuun tuottoon.²³²

Taloudellinen yhdenvertaisuus tarkoittaa tiivistetysti yhdenvertaista hyötyä osakesijoituksen tuottamasta taloudellisesta edusta.²³³ Voidaan päätellä, että oleellista on enemmistöomistajille edullisilla liiketoimintapäätöksillä ja OYL 1:5:n legaalisella tuella kasvatettu tuotto, joka jaetaan osakeomistuksen suhteessa. Vähemmistöomistajien ensisijaisena suojana olisi tällöin OYL 1:5:n voitontuottamistarkoitus. Toissijainen on kysymys siitä, onko enemmistön määräysvallalla tuotettu voitto saavutettu OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatteen edellytysten mukaisesti. Mahdolliset yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaukset kompensoituvat hajautetun sijoittamisen ansiosta. Sijoitusten hajautus mekanismina enemmistön saamien ylisuurten etujen tasaamisessa ja kohdentamisessa vähemmistölle nojautuu toimiviin ja riittävän suuriin arvopaperimarkkinoihin. Suomen arvopaperimarkkinat ovat varsin ohuet, jolloin tuottavan ja tasa-painoisen portfolion²³⁴ muodostaminen on haastavaa. Toisekseen kritiikin perusteena voi käyttää taloustieteen omaa käsitteistöä; hajauttaminen synnyttää eneneviä transaktiokustannuksia²³⁵, joiden kattamista taloudelliseen yhdenvertaisuuteen perustuva ajattelu ei ota huomioon.

2.4.1 Sopimusverkkomalli

Modernissa yhtiöoikeuden teoriassa osakeyhtiön taloudellista luonnetta kuvataan ns. sopimusverkkomallilla. Lähtökohtana on taloustieteellinen transaktiokustannusanalyysi²³⁶, jota

²³²Kaisanlahti 1999b s. 721.

²³³ Ks. Vahtera 2007 s. 250.

²³⁴ Portfoliosijoituksen vastakohtana on suora sijoittaminen, jolla tavoitellaan tuoton lisäksi määräysvaltaa yrityksessä. Portfolioon liittyy pääomapanos ja siitä seuraava tuotto. Ks. esim. Timonen 1997 s. 137–138. Kyseinen jaottelu taloudellisen yhdenvertaisuuden viitekehyksessä tarkoittaa nähdäkseni sitä, ettei osakkeenomistajilla lähtökohtaisesti edes oleteta olevan yhteistä yritysintressiä. Tämän voisi tulkita perusteeksi yhdenvertaisuusperiaatteesta poikkeamisille yhtiön liiketoimintaratkaisuihin.

²³⁵ Ks. seuraava jakso.

²³⁶ Transaktiokustannuksilla yrityksen teoriassa tarkoitetaan liiketoiminnan organisoitumisesta (yritysmuoto ja organisaatorakenne) aiheutuvia kustannuksia. Niihin sisältyy sekä oikeustoimi- että liiketoimikustannuksia. Ks. North 1990 s. 27–28. Alun alkaen transaktiokustannus -käsite on peräisin 1960-luvun alusta ns. Coasen teoreemasta, joka tiivistetysti voidaan esittää seuraavasti: Jos transaktiokustannukset ovat nolla, resurssit ohjautuvat tehokkaimpaan mahdolliseen käyttöön, ellei ohjautumista keinotekoisesti estetä. Kannianen – Määttä – Timonen 1996 s. 46–47.

lähestytään tarkastelemalla yritystä sopimuksenomaisten²³⁷ suhteiden muodostamana kokonaisuutena eli sopimusverkkona.²³⁸ Sopimusverkkomallissa yhtiö on oikeudellinen fiktio.²³⁹ Tätä käsitystä voi pitää ongelmallisena OYL 1:2:sta ilmenevän osakeyhtiön itsenäisen oikeushenkilöllisyyden kannalta.²⁴⁰ Yhtiöoikeudellinen lainsäädäntö käsitetään mallisopimukseksi, josta käyvät ilmi yhtiön sopimussuhteiden ”reunaehdot”.²⁴¹ Julkisen vallan tehtävänä on siten alentaa sopimuskustannuksia tarjoamalla tahdonvaltaiseen sääntelyyn perustuva mallisopimus. Sopimusverkon jäsenten asema perustuu heidän kykyynsä neuvotella itselleen oikeuksia ja suojaa, mikä tarkoittaa, ettei julkisen vallan tulisi pakottavalla lainsäädännöllä suojata tietyssä asemassa olevaa verkon osapuolta.²⁴² Osapuolilla ymmärretään olevan yhtäläiset ja samalla parhaat edellytykset oikeussuhteidensa järjestelyyn, minkä vuoksi julkisen vallan pakottava sääntely yksityisten välisissä oikeussuhteissa koetaan tehokkuutta heikentäväksi.²⁴³ Tällöin perinteiset yhtiöoikeudelliset suhteet ovat sopimusoikeudellisesti värittyneitä. Sopimusverkkoteoriassa tunnustetaan kuitenkin sopimusvapauden rajoittuneisuus, mihin merkittävimpänä syynä on osakeyhtiöoikeudellinen periaate osakkeenomistajan rajoitetusta vastuusta (OYL 1:2).²⁴⁴ Taloustieteen kannalta sopimusverkkomalli pohjautuu neoinstitutionaaliseen ajatteluun, jossa osakeyhtiön sisäisille suhteille ei ole yhtä ainoaa oikeaa mallia, vaan kulloisenkin organisaatiomuoto on sidoksissa institutionaaliseen ympäristöön, kuten lainsäädännön luomille puitteille yhtiösuhteiden järjestämiseen. Osakeyhtiö toimijoista muodostuvana organisaationa sopeuttaa päätöksentekonsa ja toimintansa vallitseviin instituutioihin.²⁴⁵

Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä sopimusverkkomallissa voidaan hahmottaa perusteltujen odotusten avulla. Oikeudenmukaisuus-arvion lähtökohta osakkeenomistajan näkökulmasta on sijoituspäätöstä edeltävän (*ex ante*) ja sen jälkeisen (*ex post*) tilanteiden keskinäinen vertailu. Sijoituspäätöksen jälkeen osakkeenomistajan vaikuttimeksi oletetaan, että sijoituspäätös on tehty OYL 1:5:n ilmentämän yhtiön oikeudellisen tarkoituksen eli yhtiön osakkeenomistajilleen tuottaman voiton nojalla. Tällöin sijoitusriskin kantamisesta seuraavan hyödyn odotusar-

²³⁷ Termi ”sopimuksenomainen” tuo oikeudellisesta näkökulmasta esiin oikeustieteen ja taloustieteen sopimus - käsitteen eron: taloustieteessä sopimus tarkoittaa vaihdannan tai yksityisen järjestäytymisen välinettä ilman oikeudellisia sanktioita. Timonen 1997 s. 140.

²³⁸ Villa 2001 s. 33.

²³⁹ Mähönen – Villa 2006a s. 196.

²⁴⁰ Jauhiainen – Airaksinen 1999 s. 214-215, Toiviainen 2002 s. 135, 137.

²⁴¹ Toiviainen 2002 s. 12, Villa 2003 s. 14.

²⁴² Mähönen – Villa 2006a s. 196.

²⁴³ Toiviainen 2002 s. 68.

²⁴⁴ Savela 1999 s. 61, Timonen 1997 s. 262–263.

²⁴⁵ North 1990 s. 4, 6, 112.

vo on positiivinen.²⁴⁶ Yhtiöoikeudellisen oikeustoimen hyväksyttävyyden yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta edellyttää *ex ante* -tiedon ja odotusten vertaamista oikeustoimen vaikutuksiin.²⁴⁷ *Ex ante* -tieto pohjautuu yhtiöjärjestyksen sisältöön, joka sopimusverkkomallissa käsitetään osakkeenomistajan ja yhtiön välisenä sopimuksena. Omistukseltaan hajautuneissa pörs-siyhtiöissä omistussuhteiden ja määräysvallan vaihtumisen kynnys on matala, jolloin mahdollisiin tuleviin muutoksiin osakkeenomistajan asemassa yhtiöjärjestys sopimuksena ymmärrettyinä ei luo ennakoitavuutta.²⁴⁸ Tämän vuoksi osakkeenomistajan tulisi varautua väärinkäytösriskeihin, jolloin odotusarvo on negatiivinen sekä *ex ante* että *ex post*.²⁴⁹ Tällöin osakkeenomistajan aseman suojana viime kädessä yhdenvertaisuuden sijaan on voitontuottamisen tarkoitus (OYL 1:5). Tähän perustuen on esitetty, että sijoituksiaan eri yhtiöihin hajauttanut vähemmistöosakkeenomistaja ei välttämättä koe tosiasiallista yhdenvertaisuutta tarpeelliseksi, mikäli yhtiön oikeustoimi sisältää voitonmahdollisuuden.²⁵⁰ Voidaan siis päätellä, että sopimusverkon osapuolena vähemmistöosakkeenomistajan on kannattavaa tyytyä OYL:n pakottavaan vähemmistösuojasääntelyyn ja hyväksyä OYL 1:9:n tahdonvaltaisuuden nojalla tehdyt poikkeamat yhdenvertaisuudesta.

Sopimusverkkomallissa OYL:n pakottava vähemmistösuojasääntelyn kannattavuus perustuu sopimuskustannusanalyysiin. Sopimusperusteinen vähemmistösuoja on taloudellisesti kannattamatonta ennakoimattomien sopimuskustannusten vuoksi, joten suoja tulee järjestää lain-säädännöllä.²⁵¹ Yhdenvertaisuusperiaatetta ei nähdä yleisenä oikeusperiaatteena, eikä tarpeellisenä aukkokohtien täyttäjänä, joita osakeyhtiölainsäädäntöön väistämättä jää, mikäli vähemmistöosakkeenomistajien suoja jätetään pelkkien kaavamaisesti sovellettavien oikeus-sääntöjen varaan.²⁵² Sopimusverkkomallissa vähemmistösuoja tarkoittaa voimassa olevia sääntöjä. Yhdenvertaisuustulkintaa ei ohjaa ensisijaisesti oikeudenmukaisuuden vaatimus vaan tehottoman vaihdannan estäminen. Lisäksi yhdenvertaisuuden kannalta on huomion arvoista, ettei sopimusverkkomalliin perustuva käsitys yhtiöstä kykene määrittelemään osakkeenomistajien keskinäisten tai osakkeenomistajien ja johdon välisten suhteiden sisältöä.²⁵³ Yhtiön sidosryhmien välillä keskeistä on informaation kulku. Johdon informointivelvollisuus

²⁴⁶ Vahtera 2011 s. 191.

²⁴⁷ Savela 2010 s. 7.

²⁴⁸ Timonen 1997 s. 159. Huomion arvoista on, että yhtiöjärjestysmuutokset ovat aina mahdollisia OYL 1:6:n enemmistöperiaatteen ja OYL 5 luvun yhtiökokousmenettelysääntöjen nojalla.

²⁴⁹ Vahtera 2011 s. 191.

²⁵⁰ Kaisanlahti 1999 s. 89.

²⁵¹ Mähönen – Villa 2006a s. 79.

²⁵² Ks. yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen historiasta edellä jaksossa 2.3.2.

²⁵³ Mähönen – Villa 2006a s. 208.

eri yhtiön intressitahoja kohtaan eroaa sen perusteella, minkälainen riski tahon asemaan sisältyy. Täten enemmistöomistajien katsotaan olevan oikeutettuja parhaaseen informaatioon. Tästä näkökulmasta osakkeenomistajien keskinäiset suhteet määrittyvät sen perusteella, kuinka hyvin informoituja he ovat yhtiötä koskevista asioista.²⁵⁴

Sopimusverkkomallin teoreettinen lähtökohta voimassa olevaan oikeuteen nähden on, että yhtiöoikeudellinen sääntely huomioi osakkeen omistamisen kautta oikeushenkilöllisyyden omaavaan yhtiöön muodostuvan yhtiö- ja rahoitussuhteen sekä myös yhtiön oikeudellisen muodon ja taloudellisen toiminnan välisen suhteen.²⁵⁵ Pakottava sääntely on merkityksellinen rahoitussuhteen kannalta silloin, kun pelkkä toimijoiden välinen sopimus ei ole riittävä luottamuksen ja ennakoitavuuden takaamiseksi.²⁵⁶ Tähän perustuen velkojainsuoja on sopimusverkossa hyväksyttävää järjestää pakottavalla sääntelyllä. Osakkeenomistajien yhtiösuhteen määrittäminen pakottavin säännöksin on transaktiokustannusten välttämisen lisäksi perusteltua myös markkinoiden tasapainotilan kannalta.²⁵⁷ Nähdäkseni tasapaino markkinoilla ja edellä sivuttu vähemmistönsuojan pakottavuus liittyvät toisiinsa, koska kaikki sijoittajat markkinoilla eivät voi saavuttaa enemmistöasemaa yhtiössä. Siten vähemmistöasemaan ”tyytyminen” vaatii kannustimeksi suoja-sääntelyä.

Pakottavan ja tahdonvaltaisen sääntelyn suhde heijastaa yhteiskunnallisen intervention voimakkuutta, mikä puolestaan on sidoksissa vallitsevaan yhteiskuntakäsitykseen.²⁵⁸ Tahdonvaltaiseen sääntelyyn perustuvan sopimusverkkomallin kantavana ajatuksena on yksilön harkinta ja kyky vapaaehtoisella vaihdannalla lisätä yhteiskunnan hyvinvointia. Mallin kritiikki tiivistyy epäilyksi tahdonvaltaiseen sääntelyyn perustuvien yksityisluonteisten sopimusten yhteiskunnallisesta optimaalisuudesta.²⁵⁹ Pakottavan sääntelyn suoja- ja tasapainofunktio on kiistämätön, mutta transaktiokustannusanalyysi ei ole kyennyt määrittämään rajaa riittävän suojan ja tehokkaan toiminnan takaamisen välille.²⁶⁰

²⁵⁴ Villa 2001 s. 33.

²⁵⁵ Mähönen – Villa 2006a s. 189, Villa 2003 s. 12.

²⁵⁶ Osakeyhtiön peruseriaatteisiin kuuluva osakkeenomistajan rajoitettu vastuu (OYL 1:2) estää ennakoitavuuden yhtiön ja muun kuin osakkeenomistajatahon välisissä sopimuksissa.

²⁵⁷ Mähönen – Villa 2006a s. 192–193.

²⁵⁸ Villa 2001 s. 9–10.

²⁵⁹ Kaisanlahti 1999 s. 65, Villa 2001 s. 74.

²⁶⁰ Kaisanlahti 1999 s. 66–67.

2.4.3 Oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden yhteen sovittaminen osakeyhtiölaissa

Edellisissä jaksoissa tarkasteltu osakeyhtiön sisäisten suhteiden teoreettinen malli ja nykyisen OYL:n ideologinen tausta auttavat hahmottamaan tekijöitä, jotka saavat aikaan poikkeuksen muodolliseen yhdenvertaisuuteen tehokkuusperusteisesti. Samat tekijät tuottavat oikeudenmukaisuusongelman. Sopimusverkkomalli painottaa yksilöiden vapautta ja kykyä solmia yhteistä päämäärää ja samalla omaa etua parhaiten palvelevia sopimuksia. Tällöin tehokkuusperusteena sääntelylle on osakeyhtiömuotoisen yritystoiminnan vaihdannan kustannuksia alentava vaikutus.²⁶¹ Oikeudenmukaisuusperuste kytkeytyy saavutettuun asemaan sekä ansaitsemisen periaatteeseen; omistusosuuden kasvaessa päätöksenteon rajoitteet vähenevät ja mahdollisuus hyödyntää yritystä kasvaa. Mahdollisuuksiin vaikuttaa sopimusverkon osapuolten saatavilla oleva tieto, johon etuoikeutetuiksi katsotaan enemmistöosakkeenomistajat heidän kantaman suuremman sijoitusriskin vuoksi.²⁶²

Taloudellinen yhdenvertaisuus puolestaan ikään kuin liittyy oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden yhteen; tehokkuus on varallisuuden maksimointia, mikä puolestaan kasvattaa kokonaisyhyvinvointia ja toteuttaa samalla oikeudenmukaisuutta yhteiskunnan parempina palveluina jäsenilleen.²⁶³ Oikeudenmukaisuuden edellytyksenä voidaan nähdä osakkeenomistajan asemaan sidoksissa oleva käyttäytymisoletus²⁶⁴, jonka mukaan vähemmistöomistajat pyrkivät sijoitusten hajauttamiseen. Enemmistöomistajien ei oleteta näin tekevän pääomapanoksensa suuruuden vuoksi. Rationaalisuus on kuitenkin ymmärrettävissä monitahoisemmin kuin puhdas oletus rationaalisuudesta.²⁶⁵ Käyttäytyminen arvopaperimarkkinoilla, kuten muussakin inhimillisessä toiminnassa, pohjautuu rajoittuneeseen rationaliteettiin.²⁶⁶ Taloudellisen yhdenvertaisuuden oikeudenmukaisuusperusta on siten mielestäni liitoksissa epärationaalisuuden ehkäisemiseen, mikä tarkoittaa informaation oikeellisuutta ja saatavuutta yhtiösuhteessa. Tällöin tahdonvaltaisuuden lisääntyminen osakkeenomistajien välisten suhteiden sääntelyssä ei saisi samalla merkitä informaation epäsymmetrisyyden lisääntymistä. Myös tahdonvaltaisuutta korostavan taloustieteen näkökulmasta sääntely on perusteltua, kun sillä vaikutetaan

²⁶¹ North 1990 s. 12.

²⁶² Villa 2001 s. 33.

²⁶³ Ks. Posnerin ”wealth maximization” -ajattelusta esim. Posner 1992 s. 13-16.

²⁶⁴ Ks. Kannianen – Määttä – Timonen 1996 s. 17, jossa todetaan, että taloustieteellinen lähestyminen yksilön käyttäytymiseen sisältää rationaalisuusoletuksen.

²⁶⁵ North 1990 s. 15.

²⁶⁶ Yksilöiden rationaliteetin rajoitteita ovat muun muassa rajoitukset toimijoiden tietoisuudessa koskien toimintaympäristöä, toimijoiden kyvyssä tehdä arvioita tulevaisuudesta sekä kyvyssä tehdä optimaalisia valintoja, kun päätöksentekotilanteet monimutkaistuvat. Ks. esim. Mähönen 2001 s. 149–156.

pörssiyhtiöiden osakkeiden vaihdannan tehokkuuteen informaation epätäydellisyyttä vähentämällä.²⁶⁷

Oikeusperiaatteet OYL:ssa ovat paitsi tulkinnallisia vaikuttajia yksityiskohtaisemmille säännöksille myös sääntelyn oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden yhteen sovittajia. OYL 1:9:n tahdonvaltaisuuden periaate palvelee taloudellisen tehokkuuden vaatimusta.²⁶⁸ Tehokkuuden taustavaikutin ilmenee myös OYL 1:5:ssä (voiton tuottaminen osakkeenomistajille), jonka edellytyksenä nähdään OYL 1:6:n enemmistöperiaate. Osakeyhtiöinstituutioon on ikään kuin sisäänrakennettu eräänlainen tehokkuuden vaatimus.²⁶⁹ Kyseessä on markkinaehtoisen käyttäytymisen sääntely, mikä tarkoittaa oikeudellisen sääntelyn sekä hyvinvoinnin ja taloudellisen kasvun keskinäisten liitosten huomiointia.²⁷⁰ Tämän vuoksi oikeudenmukaisuus on nähdäkseni yhtiöoikeudellisen sääntelyn tavoite, eikä välttämättä sen lähtökohta, kuten esimerkiksi hallinto-oikeudessa, jossa yksilöiden oikeusasemat määrittyvät julkisen vallankäytön perusteella. Yhtiöoikeuden lainsäädäntöön vaikuttaa eräänä tekijänä myös kansainvälistymisen paine. Olennainen seikka yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä kuitenkin on, ettei sitä voida erottaa sääntelyalueeksi, joka olisi irrallaan kansallisen oikeuden sääntely- ja toimintatavoista.²⁷¹

Oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden yhteensovittaminen osakeyhtiötä tarkastelevien taloustieteellisesti painottuneiden teorioiden tasolla nojautuu paljolti oletuksiin toimijoiden yhteeneväisistä intresseistä sekä rationaalisesta käyttäytymisestä omassa asemassaan yhtiösuhteen osapuolena. Käytännön tasolla oikeudellinen ja taloudellinen ajattelu kohtaavat lainvalmistelussa ja -säättämisessä, sekä oikeus- ja hallintokäytännössä.²⁷² Seuraavissa luvuissa taloudellista tehokkuutta ilmentävien periaatteiden suhdetta yhdenvertaisuuden vaatimukseen tarkastellaan käytännöllisen yhtiöoikeuden tasolla eli tilanteessa, jossa yhtiö päättää hankkia omia osakkeitaan arvopapereiden jälkimarkkinoilla. Vaikka kiinnostuksen kohteena on yhteisön eli osakeyhtiön toimintaa koskeva sääntely siihen sisältyvästä yhdenvertaisuusvaatimuksen näkökulmasta, on olennainen tosiasia tutkielman mielekkyyden kannalta se, että osakeyhtiötä koskeva oikeus ei ensisijaisesti sääntele kyseisiä organisaatioita, vaan normien primaari-

²⁶⁷ Vahtera 2011 s. 46.

²⁶⁸ Ks. HE 109/2005 vp yleiset perustelut, aiheesta myös esim. Villa 2001 s. 54–55.

²⁶⁹ Vahtera 2011 s. 61.

²⁷⁰ Ks. Timonen 1997 s. 33–37.

²⁷¹ Vahtera 2010 s. 160, 164.

²⁷² Ks. Tolonen J. 2005 s.239–240.

na kohteena on yhtiössä eri rooleissa vaikuttavien ihmisten käyttäytyminen.²⁷³ Yhtiöoikeuden ja talouden vuorovaikutuksen vuoksi oleellinen kysymys on, kuinka laajaa ja minkä luonteisiin normeihin perustuvaa sääntely on.²⁷⁴ Taustaoletuksena kysymykseen yksilön käyttäytymistä ohjaavista normeista voidaan pitää *ex ante* -oikeudenmukaisuutta, jonka mukaan ihminen, tietämättömänä tulevasta asemastaan, valitsisi sellaiset instituutiot, jotka ovat oikeudenmukaisia.²⁷⁵

²⁷³ Ks. Toiviainen 2002 s. 15.

²⁷⁴ Villa 2001 s. 51 av. 62.

²⁷⁵ Ks. Rawls 1971 s. 60–65.

3 OSAKE YHTIÖSUHTEEN, YHDENVERTAISUUDEN JA TOIMINNAN TEHOKKUUDEN PERUSTANA

3.1 Osakkeen merkitys yhtiön ulkopuolella

3.1.1 Osakkeen oikeudellinen ja taloudellinen luonne

Yhtiöoikeudessa osake käsitetään sen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien summana. Omistusoikeus osakkeeseen tarkoittaa oikeuksien omistamista, mikä esineoikeudellisesti tarkasteltuna eroaa täydellisestä tai välittömästä omistusoikeudesta.²⁷⁶ Tällöin ei ole mahdollista, että osakkeenomistaja siirtäisi peruuttamattomasti osakkeen tuottamat oikeudet ja velvollisuudet pidättäen omistusoikeuden itsellään.²⁷⁷ Esineoikeuden lähtökohta on, että esineenä pidetään yksilöllisesti määriteltävissä olevaa aineellista kohdetta, johon kuuluu omistajan hallintaoikeuteen perustuva esineen arvo tuotantovälineenä.²⁷⁸ Osakkeenomistajan asemaa on kuvattu osakeperusteisesti jaolliseksi yhteisomistukseksi osakeyhtiön nimissä olevaan varallisuuteen.²⁷⁹ Osakkeen jakamattomuuden periaate yhtiötä kohtaan tarkoittaa, ettei osaketta ja sen tuottamia oikeuksia voida erottaa yhtiöoikeudellisesti, ja ettei osakkeen osan omistaminen riitä aikaan saamaan henkilölle osakkeenomistajan asemaa yksin riippumatta muista osanomistajista. Sopimusoikeudellisesti sen sijaan on mahdollista järjestellä osakkeen tuottamia oikeuksia ja velvollisuuksia yhteisomistustahojen kesken.²⁸⁰ Yhtiöoikeudellisesti olennaista on omistuksen ja omistusoikeuden käytön eriytyminen.²⁸¹ Yleisellä tasolla tarkasteltuna osakkeen tuottamat oikeudet tarkoittavat ensisijaisesti sitä, että osakkeenomistajalla on oikeus vaatia yhdenvertaista kohtelua silloin, kun yhtiön suoritevelvoitteen perusteena on nimenomaisesti osakkeenomistaminen.²⁸²

Osakkeen määrittely oman pääomanehtoiseksi rahoitusinstrumentiksi ilmentää osakkeen taloudellista luonnetta. OYL:n periaate-sääntelyssä tällöin tärkeä merkitys on 1:4:ssä säädetyllä osakkeen vapaan luovutettavuuden²⁸³ periaatteella. Kyse on mahdollisuudesta myydä ja

²⁷⁶ Kartio 1998 s. 56.

²⁷⁷ Mähönen – Villa 2006a s. 219.

²⁷⁸ Kartio 1998 s. 53.

²⁷⁹ Havansi 1979 s. 47.

²⁸⁰ Mähönen – Villa 2006b s. 102.

²⁸¹ Mähönen 1998 s. 234.

²⁸² Timonen 1997 s. 248–249.

²⁸³ Poikkeukset osakkeen vapaasta luovutettavuudesta sisältyvät OYL 3:7:ään (lunastuslauseke) ja 3:8:ään (suostumuslauseke). Pohjimmiltaan kyseiset säännökset eivät poista osakkeen myynti- tai ostomahdollisuutta. Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 294. Yhtiöjärjestyksessä on mahdollista määrätä OYL 3:7:ää tiukemmasta lunastus-

hankkia osake, mikä puolestaan on edellytys markkinaehtoisen rahoitusjärjestelmän toimivuudelle.²⁸⁴ Markkinakeskeisessä järjestelmässä yrityksen rahoitus pääosin muodostuu liikkeelle laskettuihin arvopapereihin kohdistuvista sijoituksista. Tällöin on tärkeää, että rahoituksen keräämisessä on mahdollista operoida muunneltavilla rahoitusinstrumenteilla.²⁸⁵ Osakkeiden kohdalla tämä tarkoittaa mahdollisuutta vaikuttaa niiden sisältämiin oikeuksiin, mikä puolestaan vaikuttaa osakkeiden keskinäiseen maksunsaantijärjestykseen yhtiön tuottama lisäarvoa eli residuaalia jaettaessa.²⁸⁶ Osakkeisiin sijoittavan tahon kannalta kyse on siten sijoitusriskistä, mikä pohjautuu normatiiviseen sääntelyyn, eikä yrityksen rahoitusteoriaan.²⁸⁷ Markkinakeskeisyyden näkökulmasta yhtiöoikeuden tulisikin olla mahdollisimman tahdonvaltaista.²⁸⁸ Nykyisessä OYL:ssa tahdonvaltaisuus osakkeiden muunneltavuuden suhteen on aiempaa sääntelyä laajempaa, minkä perusteena on yhtiöoikeudellisen sääntelyn kilpailukyvyn lisääminen. Osakkeiden tuottamien oikeuksien muunneltavuus edesauttaa yhtiön pääoman keräämistä markkinaehtoisessa rahoitusjärjestelmässä.²⁸⁹

3.1.2 Osakkeen omistamisen riski ja riskipositio

Osakkeen oikeudellisen ja taloudellisen luonteen vuoksi voidaan katsoa, että osakkeen omistamisen riski jakaantuu oikeudelliseen väärinkäytösriskiin ja taloudelliseen liiketoimintariskiin.²⁹⁰ Yhtiöoikeudellisen sääntelyn tehtävänä on huomioida nämä riskiposition kaksi eri elementtiä. OYL:n tahdonvaltaisuus mahdollistaa liiketoiminnallisten riskien²⁹¹ ottamisen, mikä puolestaan mahdollistaa yhtiön tehokkaan voitontuottamisen. Liiketoiminnallisen riskin sääntelyn tulisi huomioida myös osakkeenomistajan mahdollisuus tehokkaaseen riskin ja tuoton yhdistelmän hallintaan sekä niiden vaihdantaan, kun osakeomistuksesta halutaan luopua. Tämä tavoite korostaa informaation sääntelyn merkitystä osakeyhtiön toiminnassa.²⁹²

velvollisuudesta eli ns. myrkkypillereistä. Näiden vaihdantaa rajoittavien yhtiöjärjestysmääräysten hyväksyttävyyden tulkinnasta ks. KKO 2005:122, jossa myrkkypillerien sallittavuutta perusteltiin sillä, että yhtiöjärjestysmääräys ei aseta osakkeiden vaihdannalle normatiivista rajoitusta.

²⁸⁴ Ks. Villa 2001 s. 2.

²⁸⁵ Villa 2003 s. 90-91.

²⁸⁶ Villa 2001 s. 130-131.

²⁸⁷ Villa 2003 s. 36.

²⁸⁸ Villa 2001 s. 3-4.

²⁸⁹ Ks. HE 109/2005 vp s. 15-17.

²⁹⁰ Ks. Vahtera 2011 s. 190, jossa pohditaan sääntelyä osakkeen omistamisen riskin kannalta.

²⁹¹ Yleisesti liiketoimintariskeillä tarkoitetaan normaalia lainsäädännön sallimaa riskinottamista. Ibid.

²⁹² Vahtera 2011 s. 191.

Osakkeen omistamisen väärinkäytösriski tarkoittaa lain tai yhtiöjärjestyksen vastaista toimintaa, joka loukkaa osakkeenomistajan asemaa. Kyse voi olla yhtiön liiketoiminnallisesta ratkaisusta, joka ei täytä yhtiön toiminnan tarkoitusta (OYL 1:5) tai sitä täsmentäviä yhtiöjärjestyksensä määräyksiä. Toisaalta kysymys voi olla väärinkäytöksestä yhtiön sisäisissä suhteissa. Tällöin osakkeenomistaja joutuu yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7) tai muun asemaansa suojaavan säännön vastaisen päätöksen tai toimen kohteeksi.²⁹³ Väärinkäytösriski voi realisoitua monella eri tavalla, mutta poiketen liiketoiminnallisen riskin lähtökohtaisesta sallittavuudesta väärinkäytösriski on aina kielletty riski. Yhtiöoikeudellisen sääntelyn tulisi minimoida väärinkäytösriskin haittavaikutukset, mutta toisaalta sen ei pitäisi tarpeettomasti estää liiketoiminnallisten riskien ottamista.²⁹⁴ Yhtiöoikeudellisen sääntelyn yleisenä tavoitteena nähdään yritysten toimintaedellytysten turvaaminen. Vähemmistöosakkeenomistajien huomioon ottaminen on toimintaedellytysten turvaamis-näkökohdasta perusteltua, koska vähemmistösuojaus sääntelyn toimimattomuuden kustannukset jäävät yhtiön itsensä kannettavaksi.²⁹⁵

Osakkeen omistamisen riski muodostaa osakkeenomistajalle riskiposition yhtiössä. Riskiposition peruspiirteet kytkeytyvät osakeyhtiön legaalisiin määritelmiin, kuten oikeushenkilöllisyyteen (OYL 1:2) ja siitä seuraavaan osakkeenomistajan rajoitettuun vastuuseen. Riskiposition kannalta on hyvin merkittävää, missä kulkee OYL:n pakottavuuden ja tahdonvaltaisuuden raja. Tämä raja vaikuttaa toisaalta siihen, mikä on institutionaalinen suojan taso riskiä vastaan ja toisaalta siihen, millaiset mahdollisuudet osakkeenomistajalla itsellään on kontrolloida omaa riskiään yhtiössä.²⁹⁶ Markkinaistumisen vaikutus on kasvattanut OYL:n tahdonvaltaisuutta ja sitä kautta yhtiöoikeudellista toimintavapautta. Tämä heijastaa suhtautumista väärinkäytösriskien tyypillisiin tilanteisiin.²⁹⁷ Toisekseen tahdonvaltaisuus tarkoittaa enemmistöosakkeenomistajien päätösvallan määräävyyttä yhtiön toiminnan tarkoituksen toteuttamisessa.²⁹⁸ Tahdonvaltaista sääntelyä painottavassa taloustieteessä riski on tehokasta siirtää sen osapuolen kannettavaksi, jolla on siihen parhaat mahdollisuudet. Tähän tarvitaan vaihdantaa ns. riskimarkkinoilla, joilla osake käsitetään riskin ja tuoton kombinaatioksi.²⁹⁹ Tehokkaan vaihdannan ehto on, että riskillisemmät sijoituskohteet ovat suhteelliselta hinnaltaan alempia

²⁹³ Vahtera 2011 s. 191.

²⁹⁴ Vahtera 2011 s. 192.

²⁹⁵ OM 2000 s. 2.

²⁹⁶ Vahtera 2011 s. 25–26.

²⁹⁷ Vahtera 2011 s. 267.

²⁹⁸ Ks. HE 109/2005 vp s. 16–17, 25–26, 111–112, joissa perustellaan lähipiirilainojen ja maksuttomien suunnattujen osakeantien päätösten kevennettyjä muotomääräyksiä.

²⁹⁹ Rudanko 1998 s. 204.

kuin vaihtoehtoiset kohteet.³⁰⁰ Seuraavissa jaksoissa tarkastellaan osakeomistuksen yhtiöoikeudellisia lähtökohtia sekä OYL:n tahdonvaltaisuuden merkitystä osakkeenomistajan riskiposition muodostumisessa.

3.2 Osakkeen tuottamat oikeudet

3.2.1 Yleistä

Osake muodostaa osakkeenomistajan ja osakeyhtiön välille yhtiöoikeudellisen oikeussuhteen, jonka osapuolia ovat yhtiön kaikki osakkeenomistajat.³⁰¹ Kyseinen oikeussuhde perustuu osakeyhtiölakiin, jossa säädetään osakeomistuksen tuottavan haltijalleen tiettyjä oikeuksia ja velvollisuuksia suhteessa yhtiöön.³⁰² Osakeyhtiö on osakkeenomistajistaan erillinen oikeushenkilö rekisteröimisestään lähtien (OYL 1:2.1), eikä sitä itseään voida ”omistaa” käsitteen oikeudellisessa merkityksessä. Yhtiön osakkeiden omistajat ovat sijoittaneet yhtiöön sen pääoman, jolloin sijoitus oikeuttaa taloudelliseen vallankäyttöön yhtiössä.³⁰³ Yhtiön osakeomistus merkitsee välillistä omistamista, mikä puolestaan vahvistaa yhtiön itsenäisyyttä ja pysyvyyttä.³⁰⁴ Osakeyhtiön itsenäisyys ja oma varallisuuspiiri ovat varsin vahvoja yhtiöoikeudellisia periaatteita.³⁰⁵ Osakkeiden omistamisesta seuraavat oikeudelliset velvoitteet ovat oikeuksia selvästi vähäisempiä, keskeisimpänä pidetään osakkeen merkinnästä seuraavaa maksuvelvoitetta.³⁰⁶

OYL 1:2.2:n 1. virkkeessä tuodaan ilmi osakeyhtiömuotoisen yritystoiminnan oikeudellinen peruslähtökohta, jonka mukaan osakkeenomistajat eivät ole henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön velvoitteista. Tästä voidaan poiketa mahdollisen osakkeenomistajaopportunitismin perusteella. Tällöin kyse on tilanteesta, jossa osakkeenomistajat ovat hyväksi käyttäneet osakeyhtiömuotoa yhtiön velkojien kustannuksella.³⁰⁷ Voidaan siis päätellä, että osakkeenomistajan rajoitettu vastuu tarkoittaa toisaalta velvoitetta toimia paitsi yhtiötä itseään myös sen velkojia loukkaamattomalla tavalla. Merkille pantavaa on tosin se, että osakkeenomistaminen ei edellytä aktiivista toimintaa eli osakkeen sisältämiä oikeuksia ei ole velvollisuus käyttää. Osak-

³⁰⁰ Timonen 1997 s. 184.

³⁰¹ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 215.

³⁰² Villa 2001 s. 148.

³⁰³ Kartio 1998 s. 58.

³⁰⁴ Timonen 1997 s. 244.

³⁰⁵ Ks. KKO 1997:17, jossa todettiin, ettei konsernisuhteen muodostuminen tarkoita sitä, että emoyhtiötä voitaisiin pitää tytäryhtiön omaisuuden omistajana.

³⁰⁶ Mähönen – Villa 2006b s. 111.

³⁰⁷ Mähönen – Villa 2006b s. 282–283. Tällaisessa tilanteessa osakkeenomistajan kannalta kyseeseen voi tulla vastuun samastaminen, jolloin osakkeenomistaja voi joutua vastuuseen osakeyhtiön velvoitteesta. OYL 1:2:n rajoitetun vastuun periaate voidaan siten murtaa. Ks. laajemmin Mähönen – Villa 2006a s. 138–143.

keenomistaja voi siten pysytellä passiivisena menettämättä osakkuuttaan yhtiössä. Joidenkin osakkeeseen kytkeytyvien oikeuksien käyttö vaatii kuitenkin osakkeenomistajan toimia OYL:n säätämässä määrärajoissa.³⁰⁸

Osakkeiden tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien osalta osakeyhtiölain keskeisin sisältö on olettasäännöksissä niin sanotun perusmuotoisen osakkeen tuottamista oikeuksista ja velvollisuuksista.³⁰⁹ Olennaisin sääntely on OYL 3 luvussa, joka sisältää yleisiä säännöksiä osake-oikeuksista, niiden käytöstä, osakkeiden vaihdannasta ja yhtiön osakkeista sekä osakkeenomistajista. OYL 1 luvun yhtiöoikeudellisista periaatteista osakkeen tuottamiin oikeuksiin on vaikutus 1:7:n 1. virkkeellä, jonka mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Viittausta yhtiöjärjestykseen täsmentää OYL 1:9, joka sallii osakkeenomistajien sopivan yhtiön toiminnasta, kunhan se ei ole OYL:n pakottavan sääntelyn, muun lain tai hyvän tavan vastainen. OYL:n sopimusvapaus on merkittävä tekijä rahoitusvälineitä koskevassa sääntelyssä.³¹⁰ Tämän on katsottu olevan mahdollista siksi, että yhtiön rahoitusvälineiden, kuten osakkeen, tuottamat oikeudet eivät olennaisesti liity niihin yhtiöoikeudellisiin oikeushyviin, joita on tuettava pakottavalla lainsäädännöllä. Tällaisten oikeushyvien, kuten velkojiensuojan tai yhtiön informaatiovelvoitteen, sisältö ei määräydy osake-oikeuksien sääntelyllä. Ensisijaisesti osake-oikeudet määrittävät yhtiön omaehtoista pääomaa sijoittavien toimijoiden keskinäisiä suhteita.³¹¹ OYL 1:6:n mukaan valta³¹² yhtiössä kuuluu osakkeenomistajille, ja päätösvaltaa käytetään yhtiökokouksessa.

3.2.2 Varallisuus- ja hallinnoimisoikeudet

OYL ei jaottele osakkeen tuottamia oikeuksia, mutta ne jaetaan yleensä varallisuusoikeuksiin ja hallinnoimisoikeuksiin. Varallisuusoikeuksia pidetään eräänlaisina primäärioikeuksina, jotka tavanomaisesti konkretisoituvat jaettaessa yhtiön tuottamaa voittoa. Tällöin kyse on osakkeen tuottamasta oikeudesta yhtiön osingonjaossa. Varallisuusoikeudet tarkoittavat myös oikeutta jako-osuuteen yhtiötä purettaessa, oikeutta sijoitetun pääoman palautukseen sekä

³⁰⁸ Mähönen – Villa 2006b s. 103–104.

³⁰⁹ Mähönen – Villa 2006b s. 101.

³¹⁰ Mähönen – Villa 2006b s. 46.

³¹¹ Mähönen – Villa 2006b s. 95.

³¹² Ks. Kartio 1998 s. 58–60: ”valta kytkeytyy omistusoikeuteen, jolla voidaan oikeudellisesti ja faktisesti määrätä omistuskohteesta ja maksimoida kohteen tuottama taloudellinen hyöty. Yhtiöoikeudellinen omistusoikeuden käsite eroaa perinteisestä yksityisoikeudellisesta tosiasiallisen omistusoikeuden kannalta.”

oikeutta yhtiön toteuttamissa osakeanneissa. Pääsääntöisesti osakeomistus tuottaa osuuden yhtiön jakamasta voitosta, ja vain poikkeuksellisesti oikeuden osuuteen yhtiön varoista.³¹³

Hallinnoimisoikeudet käsitetään lähinnä varallisuusosoikeuksien konkretisoitumista palvelevina, ja samalla OYL 1:5 säättämää voitontuottamistarkoitusta edistävinä. Hallinnoimisoikeudet ovat edellytys yhtiön toiminnalle ja toiminnan kontrolloimiselle. Hallinnoimisoikeuden ydin on osakkeen tuottama äänioikeus yhtiökokouksessa.³¹⁴ Kyse on ”osake ja ääni” -periaatteesta³¹⁵ (OYL 3:3.1), jota OYL 1:7:n 1. virkkeen oletama osakkeiden yhtäläisistä oikeuksista ilmentää. Äänioikeuden teoreettisena perustana on osakkeenomistajan residuaalioikeusasema³¹⁶. OYL 20:15.1:stä käy ilmi, että osakesijoitus on maksunsaantiasemaltaan viimesijainen. Residuaaliriski on katsottu ainoaksi perusteeksi sille, että yhtiön velkojien sijasta kontrollivalta yhtiössä on osakkeenomistajilla.³¹⁷ Viimesijaisuus yritysvarallisuuteen sen mahdollisen huonon hoitamisen seurauksena luo kannustimen varmistaa, että yhtiötä hallinnoidaan mahdollisimman hyvin.³¹⁸ Tähän liittyy osakkeenomistajan kontrollioikeus yhtiön johdon toimintaan³¹⁹, jonka edellytetään olevan OYL 1:5:ssä säädetyn voitontuottamistarkoituksen sekä myös OYL 1:7:n 2. virkkeen eli kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaista. Hallinnoimisoikeuksiin luetaan myös kuuluvaksi oikeus tiedonsaantiin yhtiökokouksista ja käsiteltävistä asioista sekä yhtiön taloudesta ja hallinnosta.³²⁰

Varallisuus- ja hallinnoimisoikeuksien lisäksi osake tuottaa eräitä yleisluontoisia osakasoikeuksia, jotka ovat kaikkien osakkeenomistajien perusoikeuksia yhtiössä. Näitä ovat oikeus luopua osakkeesta, oikeus hyvään hallintoon sekä yhdenvertaiseen kohteluun.³²¹ Yhdenvertaisuus näyttäytyy tällöin korostetusti yleisenä osakeyhtiöoikeudellisena oikeutena, eikä niinkään vähemmistöosakkeenomistajien suojana. Yhdenvertaisuuden kannalta OYL ei tee eroa osakkeeseen tai osakkeenomistajiin kohdistuvien toimien välillä. On katsottu, että kohdentumisella ei yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisen kannalta ole merkitystä, koska loukkaavan

³¹³ Timonen 1997 s. 248.

³¹⁴ Mähönen – Villa 2006b s. 110.

³¹⁵ Tässä periaate -termillä ei tarkoiteta oikeusperiaatetta luvussa 2 käsitellyn mukaisesti, vaan eräänlaista pääsääntöä.

³¹⁶ Jäännös- eli residuaalioikeudella tarkoitetaan sitä, että omistajalla on oikeus käyttää omaisuuttaan haluamalla tavalla, ellei laki toisin määrää tai ellei sopimussidonnaisuus rajoita oikeutta. Omistajalla on myös oikeus jäännöstuottoihin eli kun kaikki muut ovat saaneet osuutensa omaisuuden tuotosta, jäljelle jäävä osuus on omistajan. Ks. Kanninen – Määttä – Timonen 1996 s. 25–26.

³¹⁷ Vahtera 2011 s. 142.

³¹⁸ Mähönen – Villa 2006a s. 78.

³¹⁹ Villa 2003 s. 44.

³²⁰ Havansi 1979 s. 8–13.

³²¹ Havansi 1979 s. 14.

toimen seurauksena on varallisuuden menetys riippumatta siitä, kohdistuiko toimi osakkeen tuottamiin oikeuksiin vai osakkeenomistajan asemaan. OYL 1:7:n tulkinnassa tämä tarkoittaa sitä, että 1:7:n 2. virkkeen sisältämä yleislauseke on 1. virkkeen sisällön eli varsinaisen yhdenvertaisuusperiaatteen ilmaus. Tulkinnalla ei siten voida johtaa aineellista eroa OYL 1:7:ssä formuloituihin periaatteeseen ja yleislausekkeeseen.³²²

3.2.3 Vähemmistöoikeudet

Osakkeen tuottamista oikeuksista voidaan erottaa nimenomaiset vähemmistöoikeudet.³²³ Nämä oikeudet ovat vähemmistön hallinnoimisoikeuksia, ja ne ilmenevät OYL 5:24.2:n oikeutena vaatia yhtiökokous-asian siirtämistä jatkokokoukseen, OYL 5:4:n oikeutena vaatia ylimääräisen yhtiökokouksen koollekutsumista sekä OYL 7:7.2:n oikeutena edellyttää lisätilintarkastajan ja hyväksytyt tilintarkastajan asettamista. Vähemmistöoikeuksien käytön edellytyksenä OYL:n mukaan on yhteensä kymmenesosan tai yhtiöjärjestyksessä määrätyn pienemmän osan omistus yhtiön kaikista osakkeista.³²⁴ Omistusrajan säätämistä on pidetty tarpeellisena, koska vähemmistöoikeuden on haluttu kytkeytyvän suuruudeltaan ja arvoltaan kohtuulliseen omistukseen.³²⁵ Vähemmistöosakkeenomistajien hallinnoimisoikeuksista merkittävin on oikeus vähemmistöosingon vaatimiseen (OYL 13:7.1). Kyseisistä vähemmistöoikeuksista viimeksi mainittu eli vähemmistöosinko on keskeinen yhdenvertaisuusperiaatteen ilmentämän vähemmistösuojan kannalta silloin, jos osingonjaosta pidättäydytään vähemmistön ”näännyttämis”-tarkoituksessa. Tavoitteena on tällöin painostaa vähemmistöosakkeenomistaja luopumaan osakkeistaan pakolla, jolloin osakkeiden hinta jää yleensä todellista arvoa alhaisemmaksi.³²⁶ Kyseinen tilanne olisi OYL 1:7:n 2. virkkeen vastainen päätös, joka tuottaisi etua tietyille osakkeenomistajille pakolla osakkeistaan luopuvien kustannuksella. Vähemmistöosinko-oikeus on merkittävä vähemmistön suojakeino varojenjaossa, eikä sen tosiasiallista merkitystä saa tehdä tyhjäksi esimerkiksi kirjanpidollisilla ratkaisuilla, jotka sinällään olisivatkin tilinpäätössäännösten mukaisia.³²⁷

³²² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 41–42.

³²³ Helminen 2006 s. 62.

³²⁴ Ks. Helminen 2006 s. 65, 69. Valtaosa vähemmistöoikeuksista on sellaisia, ettei niitä voida poistaa edes kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella. Ks. Helminen 2006 s. 63–64.

³²⁵ Cederberg – Ylöstalo 1966 s. 32.

³²⁶ Mahkonen 1975 s. 418.

³²⁷ HE 27/1977 vp s. 91.

Vähemmistöosingon määrään voidaan kuitenkin vaikuttaa tahdonvaltaisesti (OYL 13:7.2). Lähtökohtaisesti osakkeenomistaja voi vaatia jaettavaksi enintään puolet tilikauden voitosta. Rajoituksena tällöinkin on, että jaettava määrä on enintään 8 %:a yhtiön omasta pääomasta. Näitä edellytyksiä on mahdollista muuttaa yhtiöjärjestyksessä sekä vähemmistön asemaa parantavasti että heikentävästi. Tosin parannusten osalta on otettava huomioon velkojainsuojasäännökset.³²⁸ Jos yhtiöjärjestystä aiotaan muuttaa vähemmistöosingon edellytyksiä heikentävästi, edellytyksenä on niiden osakkeenomistajien suostumus, joita heikennys koskee (OYL 5:29:n 5 kohta). Tämän vuoksi käytännössä lienee niin, ettei vähemmistöosinko-oikeutta voida heikentää julkisessa osakeyhtiössä.³²⁹

3.3 OYL:n tahdonvaltaisuus osakeoikeuksien sääntelyssä

3.3.1 Yhtiöjärjestyksen merkitys

Osakkeenomistajan yhtiöoikeudellinen asema edellä esitetyn perusteella riippuu ensisijaisesti osakkeen tuottamista oikeuksista, eikä suoraan yhtiöön sijoitetun pääoman määrästä. Osakeyhtiölain olettamana on osakkeiden tuottamien oikeuksien yhtäläisyys (OYL 1:7, 3:1.1). Osaketta koskevassa sääntelyssä painottuu kuitenkin OYL:n sallima sopimusvapaus (OYL 1:9) määrätä yhtiön toiminnasta yhtiöjärjestyksessä. Yhtiöjärjestyksen määräykset osakkeiden eriävistä oikeuksista ja velvollisuuksista määrittävät yhtiön ja sen osakkeenomistajan välistä yhtiö- ja rahoitussuhdetta³³⁰, jonka osapuolina ovat yhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden omistajat.³³¹ Sopimusvapaus yhtiöjärjestysmääräysten suhteen mahdollistaa siis poikkeamisen muodollisesta yhdenvertaisuudesta eli OYL 1:7:n ja OYL 3:3.1:n olettamasta jokaisen osakkeen tuottamasta yhdestä äänestä yhtiökokouksessa. Rajoitteena yhtiöjärjestysmääräyksille on se, etteivät ne saa olla OYL:n, muun lainsäädännön tai hyvän tavan³³² vastaisia.³³³

Edellä mainitun yhtiösuhteen muodolliset seikat määrittävät sen mukaan, kuinka OYL:n olettamasta osake ja ääni -periaatteesta poiketaan yhtiöjärjestysmääräyksillä. Osakkeenomistajan

³²⁸ Ks. Helminen 2006 s. 67.

³²⁹ Ks. HE 109/2005 vp s. 129, jossa lausutaan vähemmistöosinko-oikeuden rajoittamisen olevan mahdollista vain suppeasti omistetuissa yhtiöissä.

³³⁰ Edellä kappale 3.1: Osake on taloudellisesti rahoitusinstrumentti, mihin osakeyhtiön luonne pääomayhtiönä perustuu. Yhtiölle ja pääomaa sijoittaville on taloudellisesti tarkasteltuna tärkeää, että osakkeet koostuvat eri ominaisuuksista, jolloin on mahdollista valita, minkälaisin ehdoin sijoitus tehdään. Ks. Mähönen – Villa 2006b s. 116.

³³¹ Mähönen – Villa 2006b s. 97.

³³² ”Hyvän tavan” mukaisuuden arviointi kuuluu ensisijaisesti rekisteriviranomaiselle. Mähönen – Villa 2006c s. 9.

³³³ HE 109/2005 vp s. 41.

riskinhallinnan kannalta yhtiöjärjestyksen välittämällä informaatiolla on keskeinen merkitys, samoin kuin OYL 1:7:n yleislausekkeella. Nämä seikat vaikuttavat yhtiöjärjestyksen tulkintaan. Tapauksessa KKO 2009:22 yhdenvertaisuuden edellytys loi perusteen korkeimman oikeuden tulkinnalle, joka koski yhtiöjärjestyksen epäselvää määräystä. Määräysten tulee olla sitä selvempiä, mitä suuremmin OYL 1:7:n olettamasta osakkeiden yhtäläisyydestä poiketaan. Lisäksi yhtiöjärjestyksen kohtuutonta määräystä voidaan sovitella varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (OikTL) 36 §:n nojalla.³³⁴ Kyseinen mahdollisuus nähdäkseni tarkoittaa, että yhtiöjärjestys ymmärretään sopimusoikeudellisena instrumenttina. Tosin KKO:n ratkaisu (2009:22) tarkoittanee kuitenkin, että yhtiöjärjestyksen tulkinnassa merkitystä on ensisijaisesti objektiivisella arviolla, eikä sopijapuolten eli osakkeenomistajien preferensseillä. Muutoin yhtiöjärjestyksen julkisuudella ei olisi sanottavaa merkitystä. Yhtiöjärjestyksen luonne ennen yhtiön rekisteröintiä on vahvasti sopimusoikeudellinen mutta rekisteröinnin jälkeen yhtiöjärjestys on ennen kaikkea yhtiöoikeudellinen normisto, jolloin rinnastus sopimukseen ei ole läheskään kaikilta osin perusteltua.³³⁵

Yhtiöjärjestys voidaan käsittää yhtiön sisäisinä sääntöinä tai julkisena sopimuksena osakkeenomistajien kesken.³³⁶ Osakkeenomistajien keskinäistä, yhtiöoikeuden ulkopuolistakin sopimusta voidaan tulkita yhdenvertaisuusperiaatteeseen perustuen. Tapauksessa KKO 1993:82 osakeyhtiön vähemmistöomistajat A ja B tekivät toimeksiantosopimuksen enemmistöomistajan C:n kanssa. Sopimuksessa C sitoutui neuvottelemaan koko osakekannan myynnistä siten, että A:n ja B:n saisivat tietyn vähimmäishinnan omistamistaan osakkeista. C:n neuvottelema hinta A:n ja B:n osakkeista oli vähimmäishinnan täyttävä, mutta samalla C itse sai osakkeistaan lähes kaksinkertaisen hinnan A:han ja B:hen nähden. KKO tulkitsi, että koska kyse oli koko osakekannan kaupasta, kaikki yhtäläiset oikeudet tuottavat osakkeet olivat samanarvoisia. C veloitettiin korvaamaan A:lle ja B:lle aiheutunut vahinko.

OYL 3:3.1:n ja 3:3.2:n sallima tahdonvaltaisuus osakeoikeuksien määrittämisessä tarkoittaa, että kontrollivalta yhtiössä jakaantuu osake ja ääni-periaatteesta poiketen. Tällöin yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta merkittävää on OYL 1:5:n ja OYL 1:8:n säätämät yhtiön voiton tuottamistarkoitus sekä yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaalisuusvelvoite. Riippumatta osakkeiden tuottaman äänivallan jakaantumisesta vallankäytön tulee joka tapauksessa tähdätä voi-

³³⁴ HE 109/2005 vp s. 41, jossa tosin todetaan sovittelun olevan hyvin poikkeuksellista.

³³⁵ Helminen 2006 s. 276.

³³⁶ Mähönen – Villa 2006a s. 163. Julkisuus on seurausta OYL:n määräyksestä rekisteröidä yhtiöjärjestys patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämään kaupparekisteriin.

tontuottamiseen kaikille yhtiön osakkeenomistajille. Lisäksi johdolle asetetut velvoitteet tarkoittavat myös vähemmistöosakkeenomistajien edun huomiointia.³³⁷ Osake ja ääni -periaatteen poikkeuksesta on seurauksena, että yhdenvertaisuusperiaatteen ei voida tulkita edellyttävän samaa kohtelua osakkeenomistajien kesken, vaan samassa asemassa olevien yhdenvertaista kohtelua. OYL 1:7:n 2 virkkeen sanamuoto, jossa kielletään perusteeton etu toisen osakkeenomistajan kustannuksella, lienee seurausta siitä, että osakeoikeuksien tahdonvaltaisuus voi synnyttää hyvinkin erilaisia osakkeenomistus-asemia yhtiön sisällä. Tällöin ”etua” ja ”kustannusta” on tarkasteltava tilannesidonnaisesti eli niiden välillä tulisi olla kausaalinen suhde.³³⁸ Varojenjakoa on tavanomainen tilanne OYL 1:7:n soveltamiselle.³³⁹ Varojenjaolla ja äänivallan jakautumisella ei lähtökohtaisesti ole yhteyttä eri osakelajien kannalta, sillä yhdenvertaisuusperiaate edellyttää, että yhtiön varat jaetaan omistuksen, eikä äänivallan suhteessa.³⁴⁰ Äänivallalla tietenkin vaikutetaan varojenjakopäätöksiin, jolloin yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus on mahdollista.

OYL 8:5.3:n 1 kohdan mukaan osakeyhtiön toimintakertomuksessa³⁴¹ täytyy ilmoittaa osakkeiden lukumäärä osakelajeittain sekä osakelajeja koskevat yhtiöjärjestysmääräykset. Yhtiöjärjestykseen sisältyvinä osakkeiden lukumäärä ja osakelajit tulevat rekisteröidyksi kaupparekisteriin. Mikäli toimintakertomus tai yhtiöjärjestys ei sisällä mainintoja osakkeista, tarkoittaa se OYL 1:7:n olettamaa osakkeiden yhtäläisistä oikeuksista. Toimintakertomuksen julkiseen luonteen ja kaupparekisterin positiivisen julkisuusvaikutuksen myötä osakkeenomistajan aseman arvioinnissa yhdenvertaisuuden kannalta korostuu *ex ante* ja *ex post* -tilannevertailu. Saatavilla olevan informaation avulla on mahdollista arvioida yhtiöön tehtävän sijoituksen tuottamaa yhtiöoikeudellista asemaa. Tehty sijoitus ja siitä seuraava osakkeenomistajuus on ymmärrettävissä niin, että päätökseen on vaikuttanut oikeudenmukaisuusodotus yhdenvertaisuusperiaate-normiin perustuen.³⁴² Yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottu myös tarkoittavan perusteltua odotusta yhtiöjärjestysmääräysten eli yhtiössä noudatettavien sääntöjen pysyvyyteen.³⁴³ Yhtiöjärjestysmääräysten muuttaminen on toki mahdollista, mutta vain OYL:n säätä-

³³⁷ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003 s. 90.

³³⁸ Savela 2010 s. 14.

³³⁹ Mähönen – Säiläkiivi – Villa 2006 s. 37.

³⁴⁰ Vahtera 2007 s. 249–250.

³⁴¹ Kirjanpitolaain (KPL 1336/1997) 3:1.4:n mukaan kirjanpitovelvollisen on liitettävä toimintakertomus tilinpäätökseen, jos kirjanpitovelvollisen liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat arvopaperimarkkinalaissa (AML) tarkoitettujen julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueella (ETA).

³⁴² Kaisanlahti 1999 s. 86–89.

³⁴³ Mähönen – Villa 2006a s. 99.

millä menettelytavoilla.³⁴⁴ Mikäli osakeoikeuksien muuttaminen johtaa osakkeiden arvon alenemiseen, yhdenvertaisuusperiaatteen vuoksi arvon alenemista voidaan hyvittää suunnatulla osakkeiden ilmaisannilla.³⁴⁵

3.3.2 Osakkeiden erilaisuus

Osakkeiden erot sisältämiensä oikeuksien ja velvollisuuksien suhteen tarkoittavat yleensä sitä, että osakkeet ovat erilaisia. Erilaisuus ilmenee kolmena tyyppinä:

- osakkeet poikkeavat toisistaan tuottamiensa äänimäärien suhteen
- osakkeet poikkeavat toisistaan jaettaessa yhtiön varoja (OYL 3:1:2:n 1 kohta)
- yhtiöjärjestyksessä erilaisuudesta määrättyllä muulla, kuin kahdella edellä mainitulla tavalla (OYL 3:1.2:n kohta)

Erilaisuus perustuu siis lakiin tai yhtiöjärjestyksensä määräykseen. Sen vuoksi muulla kuin OYL 3:1.2:ssä tarkoitettulla tavalla toisistaan eriävät osakkeet eivät ole erilaisia ilman nimenomaisesti yhtiöjärjestyksensä määräystä. Kyseinen lainkohta mahdollistaa myös sen, että miltei osin toisistaan poikkeamattomat osakkeet määrätään yhtiöjärjestyksessä erilaisiksi.³⁴⁶ Osakkeen tuottaman äänimäärän osalta OYL ei sisällä rajoituksia. Osakkeet voivat olla moniäänisiä (OYL 3:3.1, OYL 3:3.2) tai äänivallattomia, mikä tarkoittaa, ettei osake tuota äänioikeutta missään tapauksessa³⁴⁷ tai tuottaa äänioikeuden vain tietyissä yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Julkisen osakeyhtiön on otettava huomioon pörssin säännöt äänivallattomia osakkeita koskien. Mikäli äänivallaton osake OYL 3:4.1:n 2 kohdan mukaisesti saa äänioikeuden tai mikäli äänioikeus muodostuu yhtiöjärjestyksensä seurauksena, tulee yhtiön tehdä siitä

³⁴⁴ OYL 5:28:ssa säädetään mahdollisuudesta osakelajin oikeuksien muuttamiseen. Tämä vaatii kuitenkin tiukat päätösmerkitykset: OYL 5:27:n kahden kolmasosan määräenemmistö, OYL 5:27.3:n osakelajikohtainen määräenemmistö sekä suostumus niiden osakelajien osakkeenomistajien enemmistöltä, joiden oikeudet huononevat. Viimeksi mainittu ei tarkoita ainoastaan yhtiökokouksessa läsnä olevia, vaan enemmistösuostumusta kaikilta oikeuksiaan menettäviltä osakkeenomistajilta. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 390.

³⁴⁵ HE 109/2006 vp s. 77.

³⁴⁶ HE 109/2005 vp s. 51.

³⁴⁷ Äänivallattomasta osakkeesta on kaksi oletusäännöstä: OYL 3:4.1:n 1 kohta olettaa, että osake tuottaa muut oikeudet äänioikeutta lukuun ottamatta. Äänivallattomalle osakkeelle voidaan yhtiöjärjestyksessä määrätä maksettavaksi osingon lisäksi tai sen sijasta tietty ennalta laskettavissa oleva tuotto, joka ei riipu yhtiökokouksen jakopäätöksestä. Osakkeenomistaja on oikeutettu tähän tuottoon riippumatta siitä, onko yhtiön tilikausi ollut voitollinen vai ei. Tältä osin äänivallaton osake on ns. jako-osaton osake. Jos jako-osatonta tuottoa ei ole maksettu kahdeksan kuukauden aikana tilikauden päättymisestä, OYL 3:4.1:n 2 kohdan oletaman mukaan äänivallaton osake saa yleisen äänioikeuden. Ellei kyseisestä OYL:n olettamasta ole poikettu yhtiöjärjestyksensä määräyksellä, OYL 3:4.1:n 2 kohdan perusteella uudelleen muodostuvia äänivaltasuhteita ei ilmoiteta kaupparekisteriin. Seurauksena on, että yhtiön päätöksenteosta ulkopuolella olevien intressitahojen on hankalampaa arvioida yhtiön sisäisiä valtasuhteita. Ks. tarkemmin Mähönen – Villa 2006b s. 128.

ilmoitus pörssille.³⁴⁸ Yhtiöjärjestysmääräykset eivät saisi aiheuttaa tilannetta, jossa yksikään osake ei oikeuttaisi äänestämään yhtiökokouksessa käsiteltävässä asiassa.³⁴⁹

Nykyinen OYL:n sääntely osakkeiden tuottamista äänioikeuksista on aiempaa sääntelyä tahdonvaltaisempi, sillä VOYL 9:3.1:ssä äänimäärää koskeva rajoitus kielsi, ettei osakkeen äänimäärä saanut olla suurempi kuin kaksikymmentä kertaa toisen osakkeen äänimäärä.³⁵⁰ Kyseiselle rajoitukselle ei nähty perusteita nykyistä lakia säädettäessä.³⁵¹ Edelleenkin kiellettyjä osakkeen äänimäärää koskevia yhtiöjärjestysmääräyksiä ovat sellaiset, joiden mukaan osakkeen tuottama äänimäärä tai määrä, jolla osakkeenomistaja voi osallistua äänestykseen yhtiökokouksessa ovat riippuvaisia osakkeenomistajan henkilöllisyydestä. Tällaiset kansalaisuuteen, ammattiin, ikään tai sukupuoleen kytkeytyvät rajoitukset olisivat perustuslain 6.2 §:n vastaisia sekä vastoin OYL 1:9:n määrittämiä tahdonvaltaisuuden reunaehtoja, kuten hyvää tapaa.³⁵² Yhtiöoikeudellisesti ne loukkaisivat myös aineellista yhdenvertaisuutta, kun tulkinta johdettaisiin analogialla PL 6.2 §:stä.

Eriajisuuden perusteena yhtiöjärjestyksessä voi olla varojen jakaminen. Osakeyhtiölain (OYL 13:1.1) mukaan laillisia varojenjako tapoja ovat:

1. voitonjako eli osinko ja varojen jakaminen vapaan oman pääoman rahastosta
2. osakepääoman alentaminen
3. omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen
4. yhtiön purkaminen ja rekisteristä poistaminen.

Yhtiöjärjestyksessä on mahdollista määrätä erilajisten osakkeiden erilaisesta maksunsaantijärjestyksestä eli osakkeen tuottaman varallisuus oikeuden sisällöstä. Tämä tarkoittaa osakesijoitukseen perustuvan osakkeenomistajien maksunsaantiaseman porrastamista sekä yhtiön toiminnan aikana kuin myös toiminnan lakatessa purkamisen tai konkurssin vuoksi. Yhtiön toiminnan aikaisista varojen jakotilanteista yhtiöjärjestysmääräykset osakkeiden oikeuksista koskevat tavallisimmin oikeutta osinkoon ja muun vapaan oman pääoman palauttamiseen. Yhtiön purkamisen tai konkurssin yhteydessä aktualisoituvat osakkeiden sisältämät oikeudet merkitsevät yleensä maksunsaantiaseman porrastamista siten, että tietyillä osakelajeilla on

³⁴⁸ Arvopaperipörssin säännöt; kohta 3.5.15.

³⁴⁹ HE 109/2005 vp s. 52.

³⁵⁰ Rajoituksella pyrittiin estämään vähän pääomaa yhtiöön sijoittaneiden osakkeenomistajien ryhmää hallitsevista yhtiöistä vain perustuen siihen, että heidän osakkeillaan on korkea äänimäärä. HE 27/1977 vp s. 60.

³⁵¹ Sopimusvapauden kasvaneen merkityksen vuoksi äänimäärää rajoittava säännös ei sovellu nykyiseen OYL:iin. Ks. HE 109/2005 vp s. 70.

³⁵² Mähönen – Villa 2006b s. 91–92.

etuoikeus saada yhtiöjärjestyksessä määrätty suoritus.³⁵³ Tällöin poiketaan OYL 20:15.1:n olettamasta, jonka mukaan tiedossa olleiden velkojen maksun jälkeen selvitysmiehen³⁵⁴ on jaettava yhtiön omaisuus osakkeenomistajille, mikä tarkoittaa osakkeille tulevaa osuutta yhtiön netto-omaisuudesta.

3.3.3 Yhtiöjärjestyksen äänestysrajoitukset

Osakeyhtiölain 5:12:ssa säädetään, että yhtiökokouksessa on mahdollista äänestää edustamiensa osakkeiden koko äänimäärällä, ja että pörssiyhtiön osakkeenomistaja saa äänestää eri osakkeilla eri tavalla, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Mahdollinen puuttuminen osakkeiden tuottamiin äänimääriin päätöksenteossa on mahdollista vain yhtiöjärjestysmääräyksellä, eikä yhtiökokouksen tai hallituksen päätöksellä.³⁵⁵ Äänestysrajoituksella eli ns. äänileikkurilla tarkoitetaan yhtiöjärjestyksen määräystä, joka rajoittaa osakkeen tuottaman äänioikeuden täysimääräistä käyttöä yhtiökokouksessa. Rajoitus voi koskea kaikkien tai tietyn osakesarjan osakkeiden äänioikeuksia. Erilajiset osakkeet tuottavat osakkeenomistajalle erisuuruisen äänimäärän, joka lisääntyy suhteessa omistettujen osakkeiden määrään. Yhtiöjärjestyksen äänileikkuri saa aikaan sen, että äänimäärä ei tietyn omistusosuuden ylityttyä kasva omistettujen osakkeiden suhteessa. Äänestysrajoitus voi esimerkiksi kieltää äänestämisen yhtiökokouksessa yli 20 %:lla yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista tai toisin sanoen yhtiökokouksen tuottamasta äänimäärästä.³⁵⁶ Tällöin siis omistettujen osakkeiden tuottaman äänimäärän käyttö on tilannekohtaista, koska siihen vaikuttaa yhtiökokouksessa paikalla olevien osakkeenomistajien omistusosuuksien äänimäärät.

Äärimmillään yhtiöjärjestyksen äänileikkuri voi merkitä sitä, että kukin osakkeenomistaja saa äänestää yhtiökokouksessa vain yhdellä äänellä riippumatta siitä, kuinka suuren äänimäärän omistetut osakkeet tuottavat.³⁵⁷ Tällöin lähennytään osuuskunta-tyyppistä ”jäsen ja ääni” - päätöksentekoa³⁵⁸, mikä myös tarkoittaa lähentymistä OYL 1:7:n oletamaan osakkeiden yhtäläisyydestä. Äänileikkurit voivat yhdenvertaistaa päätöksentekoa, ja niiden funktio lienee suuromistajien keskinäisen vallankäytön kontrolloimisessa, eikä niinkään vähemmistön-

³⁵³ Mähönen – Villa 2006b s. 106.

³⁵⁴ Selvitysmiehen sovelletaan OYL 20:9.1:n nojalla hallituksen jäsentä koskevaa sääntelyä. Koska OYL 1:7:n 2. virke velvoittaa hallitusta, yhdenvertaisuusperiaate velvoittaa siten myös selvitysmiestä tehtävässään.

³⁵⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 312.

³⁵⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 308–309.

³⁵⁷ HE 89/1996 vp s. 114.

³⁵⁸ Mähönen – Villa 2006c s. 91.

suojaamisessa. Toisaalta äänileikkurin sisällyttäminen yhtiöjärjestykseen voi saattaa yhdenvertaisuus-loukkauksen kohteeksi merkittävänkin osakkeenomistajan, jos näiden kustannuksella äänileikkuri tuottaa etua pienomistajille. Kyseisessä tilanteessa on voitu muodollisesti menetellä OYL:n mukaisesti määrättäessä äänileikkurista ja sittemmin yhtiöjärjestyksen mukaisesti määräystä sovellettaessa. Nämä seikat eivät kuitenkaan estäisi vetoamista yhdenvertaisuusperiaatteeseen.³⁵⁹ Äänileikkurit eivät voi vesittää OYL 5:26:n säättämää enemmistövaatimusta yhtiökokouspäätöksissä, mistä seuraa myös se, että osakkeiden tuottamia oikeuksia on mahdollista muuttaa menettelemällä OYL:n yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevien säännösten mukaisesti.³⁶⁰ Erilajisten osakkeiden ja äänestysrajoitusten yhdistäminen on mahdollista, sillä yhtiöjärjestyksessä äänestysrajoitus voidaan kytkeä vain tiettyyn osakelajiin. Toisaalta OYL 3:1:n nojalla osakkeet, joihin on kohdistettu äänestysrajoitus, muodostavat oman osakelajin ilman nimenomaista yhtiöjärjestyksen määräystä erilajisuudesta.³⁶¹

Äänestysrajoitukset sekä edellä käsitellyt erilajiset osakkeet ja osakkeen vapaa luovutettavuus olivat esillä ratkaisussa KKO 2005:122. Osakeyhtiön yhtiökokouksen päätöksellä toteutettiin rahastoanti, mikä tarkoitti uusien hallinnointiosakkeiden antamista kaikille vanhoille osakkeenomistajille näiden osakeomistusten suhteessa. Tämän ohella yhtiökokous päätti yhtiöjärjestyksen muuttamisesta niin, että vanhoista osakkeista muodostettiin osakelaji A ja uusista osakkeista osakelaji B. Lisäksi yhtiöjärjestykseen otettiin määräys, jonka mukaan B-osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaadittiin yhtiön hallituksen suostumus. Edelleen uusi yhtiöjärjestys sisälsi määräyksen lunastusvelvollisuudesta, jonka mukaan osakkeenomistaja, jonka osuus kaikista osakkeista tai niiden tuottamasta äänimäärästä saavutti tai ylitti 10 prosenttia, kolmanneksen, puolet tai kaksi kolmannesta, oli velvollinen muiden osakkeenomistajien vaatimuksesta lunastamaan näiden osakkeet. Näiden lisäksi yhtiöjärjestys sisälsi äänestysrajoituksen sekä määräyksen osakkeiden yhtiökokouksessa tuottaman äänimäärän laskemisesta. Laskutapa koski tiettyjä keskenään läheisiä osakkeenomistajia, joiden äänet tuli laskea yhteen äänimäärää määrättäessä. KKO katsoi edellä mainitut yhtiökokouksen toimet yhtiöjärjestyksen muuttamisen osalta pääosin VOYL:n vastaisiksi. Ratkaisuun vaikutti yhtiön omistajajärjestelmä, vaikka tapauksessa ei välittömästi vedottukaan yhdenvertaisuutta ilmentäneeseen yleislausekkeeseen (VOYL 9:16). Tapaus tuo kuitenkin ilmi tahdonvaltaisuuden rajoituksen

³⁵⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 44–45.

³⁶⁰ HE 109/2005 vp s. 39.

³⁶¹ Pönkä 2008 s. 750.

osaketta koskevassa sääntelyssä. Tällä puolestaan on merkitystä osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta.³⁶²

3.3.4 Osake-oikeuksien vaikutus osakkeen arvoon

Yhtiöoikeudelliselta kannalta osakkeiden erilaisuus eli lain olettamasta osake ja ääni-periaatteesta poikkeaminen tarkoittaa osakkeiden hinnoitteluongelmaa. Kyse on siitä, ovatko osakkeen tuottama vaikutusvalta ja taloudellinen riski yhtä suuria. Äänivallaltaan erilaiset osakkeet vaikeuttavat yhtiön arvon määrittämistä ja jakamista osakkeenomistajille. Sijoittamista osakkeeseen harkitsevan kannalta tämä tarkoittaa ylimääräisiä transaktiokustannuksia. On kuitenkin katsottu, että kokonaistransaktiokustannukset jäävät pienemmiksi, kuin siinä tapauksessa, että OYL:n osake ja ääni -periaate olisi pakottava säännös. Tämä pohjautuu tehokkuus-argumenttiin; osakkeiden yhtäläisyydestä poikkeusta haluavat joutuisivat käyttämään yhtiöoikeuden ulkopuolisia, kuten sopimusoikeudellisia, keinoja.³⁶³

Osakkeiden tuottamien oikeuksien arvo ilmenee yhtiön ulkopuolella rahassa.³⁶⁴ Erilajisten osakkeiden äänivaltaerot merkitsevät arvopaperimarkkinoilla yleensä sitä, että vähä-ääniset tai äänivallattomat ovat vaihdanta-arvoltaan vähäisempiä. Tämä on seurausta sijoittajien intresseistä. Yhtiön hallinnoinnista kiinnostuneet ovat valmiita maksamaan moniäänisestä osakkeesta enemmän ja toisaalta vain osakkeen arvon nousuun luottavat osakesäästäjät eivät koe tarpeellisina sijoittaa rahaa osakkeeseen liittyviin äänioikeuksiin.³⁶⁵ Oletus markkinoiden kyvystä hinnoitella erilaiset osakkeet perustuu tehokkaiden markkinoiden teoriaan³⁶⁶, jossa osakkeen kurssiin vaikuttaa saatavilla oleva informaatio. Pörssikurssi on neutraali osakkeen arvon määrittäjä, koska yhtiön tiedonantovelvollisuuden myötä osakemarkkinoilla toimivien ostajien ja myyjien käsitykset tietynlaisen osakkeen arvosta tietyllä hetkellä sulautuvat yhteen.³⁶⁷ Kyse ei siten ole yksittäisen tahon käsitys markkinahinnasta, ja sen vuoksi sen on kat-

³⁶² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 46.

³⁶³ Ks. aiheesta lähemmin Vahtera 2011 s. 392–397.

³⁶⁴ Savela 2001 s. 3–30.

³⁶⁵ Vahtera 2007 Osake ja ääni -periaate, Oikeustiede – Jurisprudentia s. 247–257.

³⁶⁶ Kyseessä on angloamerikkalainen *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH) –teoria, joka ei edellytä osakkeen arvon arvioinnissa yrityksen arvoa koskevien teorioiden soveltamista. ECMH:n heikon muodon mukaan osakkeen toteutuneesta hintakehityksestä ei voida tehdä arvon kehitystä koskevia päätelmiä. Teorian keskeinen muoto tarkoittaa, että sijoittajille relevantti yleisesti saatavilla oleva tieto heijastuu osakkeen markkinahinnassa. Teorian vahvassa muodossa hintaan vaikuttavan huomioidaan sellainenkin tieto, joka ei ole yleistä, vaan ainoastaan sisäpiirin ja erityisten sijoittajaryhmien saatavilla. Ks. esim. Timonen 1997 s. 77, 187.

³⁶⁷ Osakkeen arvon muodostumisesta Mähönen – Villa 2006b s. 529, Timonen 1997 s. 308–309.

sottu toteuttavan myös osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden periaatetta.³⁶⁸ Osakkeen ostaja maksaa siis osakkeesta käyvän hinnan, joka ilmentää osakkeen tuottamien oikeuksien ja niiden perusteella määrittyvän omistajan aseman arvoa yhtiössä.³⁶⁹ Yleisesti ottaen tehokkaiden markkinoiden kyky hinnoitella osakkeet kaikkeen saatavilla olevan perusteella on katsottu olevan sitä parempaa, mitä suuremmasta yhtiöstä on kyse. Tällöin erilajisten osakkeiden hintojen ”järkevä ja oikeudenmukainen”³⁷⁰ suhde muodostuu pörssikurssien yleisen käyttäytymisen perusteella.³⁷¹ Yhtiön kannalta arvopaperimarkkinoiden kyky hinnoitella osake ja ääni –periaatteesta poikkeamat tarkoittaa sitä, että yhtiöjärjestysmääräykset osakeoikeuksista eivät voi merkittävästi poiketa vakiintuneista käytännöistä. Epäonnistuneet yhtiöjärjestysratkaisut heijastuvat negatiivisesti osakkeen pörssikurssiin.³⁷²

Euroopan yhteisön oikeuteen sisältyy 13. yhtiödirektiivi, joka koskee julkisesti noteerattujen yhtiöiden julkisia ostotarjouksia. Yhtiödirektiivin 5 artiklan mukaan ”jäsenvaltioiden on varmistettava, että kaikkia tarjouksen kohteena olevan yhtiön samassa asemassa olevia arvopaperin haltijoita kohdellaan samanveroisina”. Talous- ja sosiaalikomitean lausunnossa esitetyn kannan direktiivin lausumaan ”samassa asemassa olemisesta” on päätelty tarkoittavan, että tarjouksen tekijän tulisi maksaa kaikille samanlaisten osakkeiden omistajille sama hinta. Äänivallattomia osakkeita ei tulisi lukea tarjoukseen kuuluviksi silloin, kun ostotarjouksen intressinä on osakkeiden sisältämiin äänioikeuksiin perustuvan määräysvallan lisäys.³⁷³ Määräysvallan saavuttamisen tavoittelu voi nostaa vähä-äänisenkin osakkeen arvoa, jos niiden avulla on mahdollista hankkia yhtiön osakkeiden ääntenemmistö.³⁷⁴

Yhtiöjärjestyksen äänestysrajoitusten merkitys osakkeen arvoon on erilaisuutta vaikeammin todennettavissa. Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivin voimaansaattamisen seurauksena OYL 5:12.2:ssa äänten jakaminen pörssiyhtiössä on mahdollista. Tällä tavoin osakkeenomistaja voi jakaa omistustaan useita asiamiehiä käyttämällä ja samalla kiertää yhtiöjärjestykseen mahdollisesti sisältyvää äänestysrajoitusta.³⁷⁵ Tästä voisi päätellä, että vaikka äänestysrajoitukset sinällään heikentävät osakeoikeuksien käyttöä, niiden tosiasiallinen merkitys on osak-

³⁶⁸ Ks. markkinahinnasta HE 109/2005 vp s. 173.

³⁶⁹ Kaisanlahti 1999b s. 719.

³⁷⁰ Kyseinen ilmaus koskee erilajisten osakkeiden lunastusvastiketta lunastustilanteessa. Ks. HE 318/1992 vp s. 38.

³⁷¹ Sillanpää 1994 s. 61 ja 63.

³⁷² OM 2000 s. 24.

³⁷³ Talous- ja sosiaalikomitean lausunto 11.7.1996.

³⁷⁴ Penttilä 1991 s. 123.

³⁷⁵ Mähönen – Villa 2006c s. 90.

keenomistajan oikeudet -direktiivin implementoinnin seurauksena vähentynyt. Todennäköistä tällöin on, etteivät äänileikkurit merkittävästi vaikuta osakkeiden hinnanmuodostukseen.

3.3.4 Osakeoikeuksien merkitys omien osakkeiden hankinnassa

Osakeyhtiölain vähemmistönsuojasääntely tarkoittaa enemmistöperiaatetta (OYL 1:6) tiukempia vaatimuksia tiettyjen yhtiöoikeudellisten päätösten syntymiselle. Sanottu saa merkityksen erilajisten osakkeiden osalta OYL 5:27:n 3 momentissa, jossa säädetään osakelajikohtaisesta määränemmistövaatimuksesta. Tämä tarkoittaa, että kahden kolmasosan kunkin lajin yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista on kannatettava päätöstä, jotta se olisi pätevä. Menettelyä perustellaan yhdenvertaisuuden vaatimuksella, koska eri osakelajien omistajien intressit eivät välttämättä ole yhtenäiset.³⁷⁶ OYL 5:27.2:n 4 kohdassa säädetään osakelajikohtaisesta määränemmistövaatimuksesta julkisen yhtiön omien osakkeiden hankkimisessa ja lunastamisessa. Osakkeenomistajien kesken erilajisten osakkeiden merkitys omien osakkeiden hankinnassa ilmenee siis varsin tiukkoina päätösmenettelyvaatimuksina. Merkityksellisintä on päätöksen perustuminen yhtiökokouksessa edustettujen osakkeiden äänimääriin. Tällöin merkitystä on OYL 5:8.1:ssä säädetyllä osakkeenomistajan oikeudella käyttää oikeuttaan yhtiökokouksessa asiamiehen välityksellä. Käytännössä kyse on asiamiehen valtuuttamisesta käyttämään osakkeenomistajan osakkeiden ääniä yhtiökokouksessa³⁷⁷, mikä tarkoittaa yhtiökokousvaltakirjojen keräämistä osakkeenomistajilta.³⁷⁸ Tällöin osakeoikeuksien käyttäminen ja osakehankintapäätökseen vaikuttaminen ei välttämättä vaadi osakkeenomistajan läsnäoloa yhtiökokouksessa.³⁷⁹

Yhtiö on omien osakkeiden hankinnan eli osakekaupan tarjoava osapuoli, minkä vuoksi yhtiön tulee päättää hankinnan ehdoista³⁸⁰. Erilajisten osakkeiden kannalta oleellista osakkeenomistajien yhdenvertaisuus-näkökulmasta on, mitä osakelajeja hankinta koskee ja mikä on hankintahinnan suhde eri osakelajien välillä. Yhdenvertaisuusperiaatteen estämättä yhtiö voi suunnata hankinnan vain tiettyyn osakelajiin tai -lajeihin (OYL 15:6). Yhdenvertaisuusperiaatetta tulee tällöin tulkita siten, ettei se edellytä kaikkien osakkeenomistajien samanlaista koh-

³⁷⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 387–388.

³⁷⁷ HE 109/2005 vp s. 69: säännöksellä on haluttu edistää osakkeenomistajien mahdollisuutta osallistua yhtiökokoukseen. Valtakirjojen tulee olla neutraalisti laadittuja, jolloin osakkeenomistajalla on yhtäläinen mahdollisuus joko kannattaa tai vastustaa hallituksen päätösehdotusta.

³⁷⁸ Ks. valtakirjojen keräämisestä esim. Osakesäästäjien Keskusliitto.

³⁷⁹ Ks. valtuutusmenettelyistä tarkemmin Mäntysaari 2002 s. 221-222.

³⁸⁰ Hankinnan ehdoista jäljempänä jaksossa 4.3.

telua, vaan samassa asemassa olevien yhtäläistä kohtelua.³⁸¹ OYL 15:6.1:n mukaan omien osakkeiden hankinnan hyväksyttävyyys kytkeytyy tarjotun vastikkeen ja osakkeen käyvän hinnan suhteeseen. Tähän seikkaan on lainkohdan mukaan kiinnitettävä erityistä huomiota. Tämä koskee siis tilannetta, jossa hankinta kohdistuu vain yhteen osakelajiin. Mikäli yhtiö hankkii osakkeita useammasta osakelajista, hankintahinnan määrittelyssä on lisäksi huomioitava, että sen tulee olla järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa eri osakelajeihin kuuluvien osakkeiden välillä.³⁸² Kyseinen vaatimus on relevantti niissä tilanteissa, kun yhtiö määrittää hankintahinnan, eikä osakkeita hankita vallitsevan pörssikurssin hinnalla. Mikäli yhtiö itse määrittelee omien osakkeiden hankintahinnan, on otettava huomioon myös arvopaperimarkkinaoikeudelliset markkinoiden suojaamissäännökset.³⁸³ Yhtiöoikeudellisen vaatimuksen sisältöä erilaisten osakkeiden hintojen järkevästä ja oikeudenmukaisesta suhteesta ei ole tarkemmin määritelty pörssiyhtiön osakehankintaa koskevassa sääntelyssä, mutta selvää lienee, ettei merkittävä poikkeaminen vallitsevasta pörssikurssista ole sallittua yhdenvertaisuuden eikä toisaalta arvopaperimarkkinoiden vakaan toiminnan vuoksi. OYL:n esitöissä viitataan vain osakkeen käypään hintaan. Sen ylittävälle hankinnalle edellytetään erityisiä perusteita. Perusteluvelvollisuus on yhtiön hallituksella, joka tekee yhtiökokoukselle päätösehdotuksen osakehankinnasta tai valtuutuksen nojalla itse hankintapäätöksen.³⁸⁴

Yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys erilaisten osakkeiden hankintahintaan kytkeytyy vahvasti varojenjako-näkökulmaan siinä tapauksessa, että jonkin tai joidenkin osakelajien omistajat eivät voi suunnatun hankinnan vuoksi myydä osakkeitaan yhtiölle. Tällöin ylihintaa tarkoittaisi yhtiön varojen kanavoimista vain tietyn tai tiettyjen osakelajien omistajille.³⁸⁵ Tämä on vastoin sitä, että varojenjaon tulee tapahtua osakeomistusten suhteessa riippumatta osakkeiden erilaisuudesta. Toisaalta omien osakkeiden hankinnassa on yhdenvertaisuus-näkökulmasta kiinnitettävä huomiota erilaisten osakkeiden likvidiys-eroihin järkevän ja oikeudenmukaisen hinta-suhteen osalta. Vähäisen kaupankäynnin kohteena oleville osakkeille voidaan ostotarjoustilanteessa maksaa markkinahinnan lisäksi ns. premio eli korvaus.³⁸⁶ Tällainen vastikkeen poikkeama osakkeen markkinahintaan nähden on Rahoitustarkastuksen standardissa hyväksytty, mikäli toisesta arvopaperilajista maksettu tai tarjottu korkeampi vastike ei ole

³⁸¹ Villa 2008 s. 580.

³⁸² HE 109/2005 vp 138-139.

³⁸³ Ks. HE 6/2006 vp s. 34.

³⁸⁴ HE 109/2005 vp s. 138.

³⁸⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 40-41.

³⁸⁶ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 371.

järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisesta arvopaperilajista tarjottavaan vastikkeeseen.³⁸⁷

3.4 Corporate governance ja omien osakkeiden hankinnan lähtökohdat

3.4.1 Yleistä

Osakeyhtiön corporate governance³⁸⁸ tarkoittaa normikokonaisuutta, joiden mukaan varallisuus, valta ja vastuu jaetaan yhtiön keskeisten sidosryhmien eli osakkeenomistajien, johdon ja velkojien kesken. Osakeyhtiölain merkittävä funktio onkin muodostaa ydin corporate governance –sääntelylle. Itsesääntely, kuten erilaiset ohjeet, suositukset ja koodit, vaikuttaa myös corporate governancen sisältöön.³⁸⁹ Riippumatta corporate governance –sääntelyn oikeudellisesta järjestämisestä tavoitteet ovat yhteneväiset sekä arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeuden kannalta.³⁹⁰ Keskiössä on eritoten osakkeenomistajien välisten suhteiden sääntely sekä osakkeenomistajien ja johdon välinen suhde.³⁹¹ Corporate governance –sääntelyn sisältö on nousut korostetummin esiin sekä talous- että oikeustieteellisessä keskustelussa laajavaikutteisten yritysskandaalien seurauksena.³⁹²

Omien osakkeiden hankinta edellyttää aina yhtiökokouksen päätöstä (OYL 15.5.1). Päätös rinnastuu osingonjakopäätökseen, sillä omien osakkeiden hankinta on yksi OYL:n sallimista varojenjakotavoista (OYL 13:1). Hankinnasta päätetään hallituksen esityksen pohjalta (OYL 6:2), ja hallituksen vastuulla on OYL 5:10:n nojalla huolehtia, että osakkeenomistajan OYL 5:25:ssä tarkoitettu kyselyoikeus voi toteutua. Tämä tarkoittaa johdon velvollisuutta sopia

³⁸⁷ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c s. 34-35.

³⁸⁸ Corporate governance –käsitettä ei ole täsmällisesti määritelty, mutta yleisesti sillä tarkoitetaan yhtiön sisäisten asioiden järjestämistä. Joissain kannanotoissa siihen sisällytetään kaikki yhtiön sisäisiin suhteisiin vaikuttava sääntely oikeudellisesta järjestämisestä riippumatta. Ks. esim. Mähönen – Villa 2006c s.1. Toisaalta corporate governancen on katsottu tarkoittavan hyvää hallintotapaa, mikä tarkoittaa itsesääntelyn tuottamia, OYL:n sääntelyä tarkentavia periaatteita. Osakeyhtiölaki työryhmän mietintö 2003 s. 13. Timonen puolestaan esittää, että suppeimmillaan corporate governance tarkoittaa vain osakkeenomistajien ja yhtiön johdon suhdetta, kun taas laiveimmillaan se on instituutio- ja taloussidonnainen kokonaisnäkökulma koko yritystoimintaan. Timonen 2000 s. 4. Tässä tutkielmassa corporate governancea tarkastellaan enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien sekä osakkeenomistajien ja johdon välisen suhteen kannalta.

³⁸⁹ Mähönen – Villa 2006c s. 1.

³⁹⁰ Tavoitteista HE 109/2005 vp s. 34.

³⁹¹ Mähönen – Villa 2006c s.2.

³⁹² Ks. esim. Stattin 2006 s. 265, jossa kirjoittaja pitää epäonnistunutta corporate governance –sääntelyä syynä yhdysvaltalaisen energiayritys Enronin skandaaliin v. 2001 systemaattisten kirjanpidollisten väärinkäytösten paljastuttua. Ks. myös Toiviainen 2008 s. 11-12.

siitä, että johdon edustusta on riittävästi paikalla yhtiökokouksessa.³⁹³ OYL 5:25:n osalta tosin on merkille pantavaa, ettei *kysely*oikeuden toteutuminen välttämättä tarkoita *tiedonsaanti*-oikeutta, sillä 5:25.1:n mukaan tietoja ei saa antaa, jos niiden antaminen tuottaisi olennaista haittaa yhtiölle. ”Olennaisen haitan” arvioinnin suorittaa hallitus, eikä tähän arvioon vaikuta edes yhtiökokouksen enemmistön vaatimus tiedon antamisesta.³⁹⁴ Verrattuna VOYL:in osakkeenomistajan kyselyoikeutta ja samalla oikeussuojaa on jonkin verran heikennetty.³⁹⁵ Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että johdon tulisi OYL 1:8:n huolellisuusvelvoitteen nojalla informoida yhtiökokousta, mikäli osakkeenomistajalle ei voida antaa kaikkia asian arvioinnin kannalta relevantteja tietoja.³⁹⁶ Omien osakkeiden hankinnan varojenjako-näkökulmasta voidaan hahmottaa eräs osakkeenomistajien ja johdon suhteen ristiriita. On katsottu, että johdon näkökulmasta voittovarojen vaihtoehtoiset käyttömahdollisuudet voivat olla hyödyllisimpiä, kuin niiden jakaminen osinkoina osakkeenomistajalle.³⁹⁷

Yhtiön osakkeenomistajat eivät muodosta homogeenistä ryhmää, kun näkökulmaksi otetaan osakkeenomistamisen intressi.³⁹⁸ Intresseinä ovat valta ja tuotto, joista valta määrittää osakkeenomistajien ryhmittymisen enemmistöön ja vähemmistöön.³⁹⁹ Määräysvallan⁴⁰⁰ yhtiössä saavat aikaan äänioikeuden määrä ja kohdentuminen.⁴⁰¹ Suoraan OYL:in perustuva yhtiön sisäisten suhteiden järjestely on käytännössä harvinaista eritoten pörssi-yhtiöissä⁴⁰², minkä vuoksi osakeyhtiön kontrolloinnin perustana välittömän pääomasijoituksen ja siitä seuraavan osakkeenomistuksen sijaan on erilajisten osakkeiden äänioikeuden synnyttämä määräysvalta.

³⁹³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 297.

³⁹⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 373.

³⁹⁵ VOYL 9:12.3:en lisättiin vuoden 1997 uudistuksessa säännös, jonka mukaan hallituksen tuli toimittaa yhtiölle haitalliseksi katsottuun tietoon perustuva vastaus ensin tilintarkastajalle. Tämän tuli määräaikaan mennessä antaa lausunto, olisiko osakkeenomistajan pyytämä tieto muuttanut tilintarkastuskertomusta tai muuta raporttia. Säännöksellä haluttiin parantaa osakkeenomistajien oikeussuojaa. HE 89/1996 vp s. 115-116, KM 1992:32 s. 478.

³⁹⁶ Toiviainen 2006 s. 50 av. 85.

³⁹⁷ Timonen 2000 s. 79.

³⁹⁸ Ks. Timonen 1997 s. 167, jossa todetaan, että ”osakkeenomistajan sijoitus voi olla spekulatiivinen tai strateginen, lyhyt- tai pitkäaikainen taikka suuruudeltaan (osuus äänivallasta ja/tai osuus sijoitussalkusta) vaihteleva”.

³⁹⁹ Villa 2001 s. 39.

⁴⁰⁰ Määräysvallalla tarkoitetaan KPL 1:5:n määritelmää, jonka mukaan määräysvalta voi perustua siihen, että taholla on 1: enemmän kuin puolet yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä ja tämä äänen enemmistö perustuu omistukseen, yhtiöjärjestykseen tai muuhun sopimuksen, tai 2: oikeus nimittää tai erottaa enemmistö jäsenistä yhtiön hallituksessa taikka toimielimessä, jolla on tämä oikeus, ja oikeus perustuu samoihin seikoihin kuin kohdassa 1 tarkoitettu äänen enemmistö. OYL 8:12:n konsernimääritelmä sisältää viittauksen KPL 1:5:een. Lisäksi tässä tutkielmassa esillä olevaan AML:iin sisältyy määräysvallan määritelmä; AML 1:5 (EAML 2.4.4). Ehdotetun lain 4. momentti tekee eron aiempaan AML:n määräysvalta-käsitteeseen, sillä momentin mukaan myös luonnollisen henkilön ja yhteisön välille voi syntyä määräysvaltasuhde. Edellytyksenä määräysvallalle ei siten olisi kirjanpitovelvollisuus. HE 32/2012 vp s. 103.

⁴⁰¹ Mähönen – Villa 2006c s. 2.

⁴⁰² Esim. v. 2002 Helsingin pörssiin listautuneista yhtiöistä reilulla kolmanneksella oli enemmän kuin yksi osakesarja. Ks. Helminen 2006 s. 285, 299.

Sen myötä osakkeenomistajien asemat jakaantuvat enemmistöön ja vähemmistöön.⁴⁰³ Määräysvallan määrittelyssä ei oteta huomioon edellä käsiteltyjä yhtiöjärjestyksessä mahdollisesti olevia äänirajoitus-määräyksiä (AML 1:5.2). OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatteen ja OYL:n muiden vähemmistösuojasäännösten pyrkimyksenä on luoda uskottavat edellytykset vähemmistösjoihtuksiin yhtiöissä.⁴⁰⁴ Yhdenvertaisuusperiaate sisältyy myös corporate governance –koodiin, jota Suomen pörssi-yhtiöt noudattavat hallinnointijärjestelmissään.⁴⁰⁵

Corporate governancen merkitys erityisesti pörssi-yhtiöiden kohdalla liittyy osakkeenomistajien ja johdon välisiin suhteisiin. Yhtiön omistuksen ja johdon eriytyminen⁴⁰⁶ voi johtaa ongelmiin, jos OYL 1:6:ssa ilmi tuotu osakkeenomistajien valta tosiasiallisesti vähenee hajautuneen omistuksen vuoksi ja tämän seurauksena yhtiön johto voi ajaa läpi haluamiaan asioita kasvattaen näin omaa valtaansa vailla osakkeenomistajien kontrollia.⁴⁰⁷ Corporate governance osakkeenomistajien ja johdon välisessä suhteessa tarkoittaa johdon valtaoikeuksien määrittelyä, jolloin lähtökohtana on OYL 1:8:n ilmentämät johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteet.⁴⁰⁸ Eri maiden corporate governance –sääntelyn perustavoite on lisätä pörssi-yhtiöiden toiminnan läpinäkyvyyttä, jotta mahdollisuudet sekä osakkeenomistajien riskinhallintaan että potentiaalisten sijoittajien riskin arviointiin paranisivat.⁴⁰⁹ Näiden seikkojen katsotaan vaikuttavan yhtiökohtaisen riskin vähenemiseen ja samalla osakkeen arvon kohoamiseen.⁴¹⁰ Keskuksauppakamarin selvityksessä hyvän hallinnointitavan toimivuudesta pörssi-yhtiöissä on kiinnitetty huomiota eräisiin seikkoihin, joiden tulisi corporate governance –suositusten perusteella toteutua nykyistä paremmin yhtiöiden menettelyissä. Selvitys koski ns. Corporate Go-

⁴⁰³ Mähönen – Villa 2006c s. 2.

⁴⁰⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 36.

⁴⁰⁵ Koodin noudattaminen perustuu comply or explain -periaatteelle. Koodista poikkeava menettely aiheuttaa yhtiölle perusteluvelvollisuuden. Useat koodin suositukset, kuten yhdenvertaisuus, perustuvat suoraan OYL:in, joten poikkeaminen perusteltunakaan ei ole mahdollista. Corporate governance 2010 johdanto. Vertailussa lakiin suositukset on jaettu kolmeen luokkaan: 1) Suoraan OYL:in verrattavat, 2) OYL:a konkretisoivat, sekä 3) OYL:n tulkinnallisen marginaalin ulkopuolelle jäävät, kuten esim. riippumattomuussäännökset. Stattin 2006 s. 113.

⁴⁰⁶ Yrityksen ja johdon eriytyminen problematiikasta on kirjoitettu runsaasti jo 1930-luvulta saakka. Kyse on ns. valvontaongelmasta päämies(osakkeenomistaja)-agentti(johto) –suhteessa. Ks. esim. Timonen 2000 s. 48-51.

⁴⁰⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 230. Suurissa osakeyhtiöissä osakkeenomistus on usein hajautunut laajalle ja tällaisten yhtiöiden yhtiökokouksissa saattaa edustettuina olla jopa alle puolet kaikkien osakkeiden yhteenlasketusta äänivallasta. Tällöin tosiasiallinen määräysvalta voidaan saavuttaa huomattavankin pienellä omistuksella. Ks. esim. HE 6/2006 vp s. 43.

⁴⁰⁸ Mähönen – Villa 2006c s. 3.

⁴⁰⁹ Kansainvälisyys corporate governance –sääntelyssä näkyy muun muassa proxy advisory –neuvonantajien lisääntymisenä kansainvälisten sijoittajien toiminnassa. Proxy advisory –neuvonantajien tehtävänä on antaa äänestysohjeita sijoittajille pörssi-yhtiöiden yhtiökokouksissa. Neuvonantajat kiinnittävät huomiota hallitusten yhtiökokoukselle antamien esitysten corporate governance –sääntelyn mukaisuuteen. Jos esitys tai ehdotus on sääntelyn vastainen, neuvonantajat suosittavat osakkeenomistajaa vastustamaan ehdotusta. Tämä voi johtaa hallituksen ehdotuksen hylkäämiseen äänestyksessä. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 411.

⁴¹⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 230.

vernance Statement –lausuntoa (AML 2:6, VMa 5a §, AMLE 6:7), joka pörssiyhtiöiden tulee antaa hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistään tilinpäätöstietojen yhteydessä.⁴¹¹ Keskuskauppa-kamarin selvityksestä käy ilmi, että Corporate Governance Statement –sisällöt ovat usein puutteellisia taloudellisen valvonnan ja raportoinnin kuvausten osalta sekä riskeistä kertomisen osalta.⁴¹² Mielestäni epäkohta on varsin merkityksellinen, kun otetaan huomioon, että nykyinen yhtiöoikeudellinen sääntely on siirtynyt manner-eurooppalaisesta kohti anglosaksista järjestelmää. Tämä tarkoittaa osakkeenomistajakeskeisen vallankäytön muuttumista johtokeskeiseksi.⁴¹³ Tällöin myös corporate governance -sääntelyn myös laintasolla tulisi mielestäni korostaa johdon informaatiovelvoitteita erityisesti suhteessa osakkeenomistajiin, koska yhtiövarallisuus on tosiasiallisesti yhtiön johdon, eikä osakkeenomistajien määräysvallassa.⁴¹⁴

3.4.2 Määräysvalta yhtiökokouksessa

On ajateltavissa, että yhtiön etu toteutuu parhaiten, kun määräysvalta keskittyy sellaisille residuaaliasemassa oleville, joilla on suurin motivaatio ja kyky kontrolloida yhtiön toimintaa.⁴¹⁵ OYL 1:6 ja 5:26.1:n mukaan yhtiön päätöksenteossa noudatetaan enemmistöperiaatetta, jollei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta seuraa. Lähtökohtana on siten, että yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä. Olennaista on ”annettujen äänien” vaatimus; siten yhtiökokouksessa edustettujen osakkeiden määrällä ei sinällään ole välitöntä vaikutusta.⁴¹⁶ Osakeyhtiöoikeudellinen määräysvalta tarkoittaa oikeutta määrätä, kuinka yhtiö sijoittaa varansa eli mitä ja miten liiketoimintaa yhtiössä harjoitetaan. Yhtiön hallitus tekee liiketoimintapäätökset, mutta määräysvallan osakeyhtiöoikeudellinen luonne pitää sisällään hallituksen valintaoikeuden.⁴¹⁷ Määräysvalta voidaan jakaa oikeudelliseen ja tosiasialliseen⁴¹⁸ valtaan. Oikeudellinen valta tarkoittaa täyteen tai lähes täyteen omistukseen perustuvaa valtaa, enemmistövaltaa sekä oikeudellisiin mekanismeihin, kuten osakkeiden

⁴¹¹ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suositus 54 sisältää ohjeet Corporate Statement –selvityksen sisällystään. Lähtökohtana suosituksessa on, että selvitys annetaan erillisenä kertomuksena.

⁴¹² Keskuskauppa-kamarin selvitys 2012 s. 3.

⁴¹³ Vahtera 2010 s. 172.

⁴¹⁴ Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 90.

⁴¹⁵ Mähönen – Villa 2006a s. 229.

⁴¹⁶ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 544.

⁴¹⁷ Villa 2001b s. 128

⁴¹⁸ Tosiasiallisen määräysvallan käsitettä ilmentää AML 1:5:n 2. kohta; ”oikeus nimittää tai erottaa enemmistöjäsenistä kohdeyhtiön hallituksessa. EAML 2:4:än, jossa säädettäisiin määräysvallasta olevasta yhteisöstä, on ehdotettu uutta momenttia (2:4.4), jonka mukaan määräysvaltasuhde voi syntyä myös luonnollisen henkilön ja yhteisön välille. Poiketen KPL:n määräysvalta-käsitteestä kirjanpitovelvollisuus ei siten olisi EAML:n edellytys määräysvaltasuhteelle. HE 32/2012 vp s. 103.

erilaisiin oikeuksiin perustuvaa valtaa. Tosiasiallinen valta voi olla vähemmistövaltaa tai johdon valtaa.⁴¹⁹

Määräysvallan käyttöä tietyissä yhtiökokouksen asioissa on säännelty OYL:ssa enemmistöperiaatetta tiukemmilla vaatimuksilla, jolloin tarkoituksena on vähemmistöosakkeenomistajien suojaaminen ja toisaalta vaikutusmahdollisuuksien lisääminen. Omien osakkeiden hankinta lukeutuu OYL 5:27:ssä lueteltuihin tilanteisiin, joissa yhtiökokouksen pätevä päätös edellyttää määräänemmistöpäätöstä. Tällöin päätökseen vaaditaan kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Tätä määräänemmistövaatimusta voidaan tiukentaa, vaan ei lieventää yhtiöjärjestyksessä. Edustetuista osakkeista laskettava enemmistö merkitsee moniäänisten osakkeiden vallan vähenemistä, ja myös kahden kolmasosan enemmistön saavuttamisen vaikeutumista sitä mukaa, kun yhtiökokouksessa edustettujen osakkeiden määrä lisääntyy.⁴²⁰

Yhdenvertaisuusperiaate sisältää vallan väärinkäytön kiellon enemmistöosakkeenomistajille ja johdolle.⁴²¹ Enemmistöperiaatteen vuoksi osakkeenomistajan on osattava ennakoida, että yhtiön liiketoiminnasta päättäminen on enemmistöosakkeenomistajien oikeus. Tällöin vähemmistön subjektiivisilla odotuksilla yhtiön asioiden hoidosta ei ole merkitystä. Vähemmistöomistajien kannalta riskinä on, että määräysvallan turvin yhtiön toimiala ja voitontuottamislogiikka voidaan muuttaa täysin aiemmasta poikkeavaksi. OYL:n rajoituksena on tällöin vain se, että yhtiön oikeudellinen tarkoitus vastaa OYL 1:5:ssä ilmaistua.⁴²² Enemmistöperiaatteen tai vähemmistön aseman painotus on osakkeenomistajien tahdonvaltaisuuden asia, koska edellä käsitellyillä osakkeen tuottamalla äänioikeudella ja sen käytön määrittelyllä yhtiöjärjestyksessä päätösvaltaa voidaan jakaa ja rajoittaa.⁴²³

Tahdonvaltaisuuden painottuminen osakkeenomistajien välisten suhteiden järjestelyssä merkitsee ns. exit- eli poispääsy-mahdollisuuden laajenemista vähemmistösuojakeinoksi. Yleisesti osakkeenomistajan exitillä tarkoitetaan osakkeiden myyntiä arvopaperimarkkinoilla tai OYL:n lunastusmenettelyä (OYL 18:1). Näistä jälkimmäinen on lain turvaama vähemmistösuojasäännös, mutta tahdonvaltaisuuden lisääntyessä osakkeiden myynti pörssissä on katsottu

⁴¹⁹ Timonen 1997 s. 150.

⁴²⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 384–385.

⁴²¹ Ks. HE 27/1977 vp s. 68.

⁴²² Vahtera 2011 s. 226–227.

⁴²³ Vahtera 2011 s. 85.

osakkeenomistajan oikeussuojakeinoksi eli exit-oikeudeksi.⁴²⁴ Lainsäädännön kannalta tämä tarkoittaa pohdintaa muun muassa sen suhteen, perustetaanko osakkeenomistajien välisten suhteiden sääntely oletukseen siitä, että exit -mahdollisuuden turvin sijoituksia hajautetaan eri yhtiöihin.⁴²⁵ Tällöin vähemmistönsuoja nähdäkseni ikään kuin sulautuisi tehokkuusperusteiseen OYL 1:5:een eli yhtiön voitontuottamistarkoitukseen. OYL 1:5 olisi siten viime kädessä OYL 1:7:ä merkittävämpi vähemmistönsuojanormi. Yhdenvertaisuusperiaatteen suojafunktiota korostaa se seikka, ettei mahdollisuus vedota nimenomaisiin vähemmistönsuojasäännöksiin estä osakkeenomistajaa vetoamasta yhdenvertaisuusperiaatteeseen.⁴²⁶ OYL 1:5 ei sen sijaan ole saanut OYL:n tulkinnessa yhtä vahvaa asemaa kuin yhdenvertaisuusperiaate, minkä voidaan katsoa johtuvan voiton tuottamisen käsitteen täsmentymättömyydestä konkreettisissa yksittäistapauksissa.⁴²⁷

3.4.3 Yhtiön johto suhteessa osakkeenomistajakollektiiviin

Osakeyhtiön pakollinen toimielin OYL 6:1:n mukaan on hallitus. Samassa lainkohdassa viitataan OYL 1:7:än, 1:8:an sekä 22 lukuun. Johdon yhtiöoikeudellisten velvollisuuksien normatiivinen perusta sisältyy OYL 1:8:een, jossa säädetään yhtiön johdon yleisestä velvollisuudesta toimia huolellisesti yhtiön hyväksi.⁴²⁸ Huolellisesta toiminnasta johdetaan yleinen huolellisuusvelvollisuus, jota täydentää OYL 22:1. Kyseisessä lainkohdassa säädetään johtohenkilön vahingonkorvausvelvollisuudesta yhtiölle, mikäli vahinko aiheutuu huolellisuusvelvollisuuden vastaisella toiminnalla.⁴²⁹ Yleisen huolellisuusvelvollisuuden rikkomisen lisäksi OYL 22:1:n 2 momentissa säädetään, että vahingonkorvausvastuu voi syntyä yhtiötä, osakkeenomistajaa tai kolmatta kohtaan, mikäli vahinko aiheutetaan muuten⁴³⁰ lakia tai yhtiöjärjestystä tahallaan tai huolimattomasti rikkoen.⁴³¹ Säännöksen ilmaisema johdon vastuu yhtiölle on käytännössä aina päällekkäistä OYL 1:8:ssä säädetyn yleisen huolellisuusvelvollisuuden rik-

⁴²⁴ Vahtera 2011 s. 303–305.

⁴²⁵ Kaisanlahti 1999 s. 719.

⁴²⁶ HE 109/2005 vp s. 40.

⁴²⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 30.

⁴²⁸ Mähönen – Villa 2006a s. 107.

⁴²⁹ Ks. KKO 1997:110 ja KKO 1997:111, jotka olivat merkittäviä ennakkotapauksia osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoitteen arvioinnissa vahingonkorvausvastuun perusteena. Ks. myös Villa – Ossa – Saarnilehto 2007 s. 116.

⁴³⁰ Ilmaus viittaa OYL 1:8:n huolellisuusvelvollisuuteen. Ks. Mähönen – Villa 2006c s. 300, jonka mukaan huolellisuusvelvollisuuden laiminlyönti sellaisenaan ei perusta vahingonkorvausvastuuta yhteisön jäsenen tai kolmanteen nähden.

⁴³¹ Ibid.

komisen kanssa.⁴³² Vahingonkorvausvastuu osakkeenomistajaa kohtaan vaatii OYL 22:7:n 1 momentissa lueteltujen edellytysten täyttymistä. Kyseiset edellytykset perustuvat OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatteeseen, ja pyrkimyksenä on taata vähemmistöosakkeenomistajalle mahdollisuus vahingonkorvausvaateeseen johtoa kohtaan, vaikka yhtiökokous enemmistöosakkeenomistajien myötävaikutuksella päättäisi toisin. Tällöin menettely saattaisi olla omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua johdolle enemmistön tuella mutta vähemmistön kustannuksella.⁴³³

Johdon kannalta OYL 1:7:ssä merkittävää on yhtiön etusijaa korostava ulottuvuus, sillä epäoikeutettu etu on kielletty ensisijaisesti yhtiön kustannuksella. Mahdollinen eturistiriita vähemmistöomistajan tai ylipäänsä omistajatahon ja yhtiön välillä johdon toimissa tulisi siten ratkaista yhtiön hyväksi.⁴³⁴ Yleisesti ottaen johto operoi OYL 6:2:n yleistöimivallan nojalla yhtiön liiketoiminnan tasolla, minkä vuoksi johdon päätökset tai toimet suhteessa suoraan osakkeenomistajiin liittyvät lähinnä yhtiökokoukseen, joka tekee päätöksensä johdon valmisteleman esityksen perusteella.⁴³⁵ Johdon valmistelutoimien kannalta merkittävää on vastuu seurata ja arvioida yhtiön taloudellista asemaa ja huolehtia siitä, että taloudellisen aseman kehityksestä raportoidaan osakkeenomistajille.⁴³⁶ Nämä johdon tehtävät ovat valvontavastuuseen ja hallinnolliseen toimintaan kuuluvia erotuksena liiketoiminnan harjoittamisesta.⁴³⁷ Vähemmistöomistajien kannalta yhtiön johdon toimilla on ehkä suurempi merkitys yhtiökokouksen päätösten toimeenpanossa, sillä OYL 1:7:n nojalla johdon on kiellettyä ryhtyä toimenpiteeseen, joka voi loukata yhdenvertaisuutta. Yhdenvertaisuusvaatimuksella tulisi olla erityisesti ennalta ehkäisevä vaikutus yhtiön johdon mahdollisuuksissa kohdella osakkeenomistajia keskenään eriarvoisesti⁴³⁸, sillä toiminta pelkästään tietyn omistajan tai omistajaryhmän välittömiin etuihin tähtäävästi ei ole sallittua.⁴³⁹

Johdon suhdetta enemmistöomistajiin määrittää ennen kaikkea osakkeenomistajan yhtiöoikeudelliseen määräysvaltaan kuuluva kontrollioikeus johdon kokoonpanoon.⁴⁴⁰ Sanottuun suhteeseen vaikuttaa myös arvopaperimarkkinoiden valvontatehtävä, sillä yhtiön osakkeen

⁴³² HE 109/2005 vp s. 195.

⁴³³ HE 109/2005 vp s. 198-199.

⁴³⁴ Toiviainen 2006 s. 155.

⁴³⁵ Jauhiainen – Airaksinen 1999 s. 253 teoksessa Yritysoikeus, toim. Rissanen.

⁴³⁶ HE 109/2005 vp s. 80.

⁴³⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 232-233.

⁴³⁸ Sillanpää 1994 s. 110.

⁴³⁹ HE 109/2005 vp s. 18.

⁴⁴⁰ Villa 2003 s. 50-53.

kurssikehitys heijastaa johdon toiminnan tehokkuutta.⁴⁴¹ Kontrollioikeus ja markkinoiden valvonta sekä OYL 1:5:n voitontuottamisen tarkoitus painottavat johdon tehtävän määrityksessä osakkeenomistajakeskeistä ajattelua, jolloin tärkeintä on yhtiön arvon eli osakkeenomistajan omistuksen arvon maksimointi.⁴⁴² Vaikka enemmistöomistajilla on valta vaikuttaa johdon kokoonpanoon, johdon jäsenen toimintaan eivät saa vaikuttaa hänet tehtäväänsä valinneiden tahojen intressit yhtiössä.⁴⁴³ Vähemmistönsuojakysymysten corporate governance – sääntelyssä on katsottu seuraavan pitkälti tästä ongelmasta. Yhtiöoikeudellinen enemmistö päätöksenteko tarjoaa kontrollioikeuden omaavalle omistajalle mahdollisuuden määräysvallan väärinkäyttöön, jos yhtiön johdon toimintaa ei ensisijaisesti määritä yhtiön etu, vaan kontrolloivan osakkeenomistajan etu. Tällöin vähemmistön mahdollisuus tiedonsaantiin yhtiötä koskevista asioista on olennaisesti huonompi enemmistöön nähden.⁴⁴⁴

3.4.4 Corporate governance ja lojaliteettivelvoite

Yleisesti yhtiöoikeudessa on katsottu, että osakkeenomistajan on mahdollista toimia asemassaan vain omaa etuaan ajaen eli omaa varallisuuttaan maksimoiden. Tämä ei tarkoita etua toisten kustannuksella, minkä jo OYL 1:7 kieltääkin, vaan velvoitteen puuttumista toimia toisten osakkeenomistajien hyväksi.⁴⁴⁵ OYL 1:7:n 2. virkkeen on tulkittu kuitenkin velvoittavan ainakin määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia toimimaan lojaalisti muita osakkeenomistajia kohtaan.⁴⁴⁶ Kyseinen tulkinta voidaan perustaa hyvän yhtiöoikeuden sisältämään negatiiviseen kannustimeen edustaa yksityisiä etuja yhtiössä.⁴⁴⁷ Lisäksi määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvoitteen olemassa oloa voidaan perustella kohtuusnäkökohdilla, sillä vähemmistöomistajien pääoman sijoitukset ovat olleet edesauttamassa ja mahdollistamassa yhtiön kasvua, ja samalla määräävän osakkeenomistajan sijoituksen arvonnousua.⁴⁴⁸

⁴⁴¹ Ks. Timonen 1997 s. 186.

⁴⁴² Villa 2003 s. 68-71.

⁴⁴³ Corporate governance –suosituksissa on kiinnitetty huomiota pörssiyhtiöiden hallituksen jäsenten riippumattomuuteen. Riippumattomuus on määritelty suosituksessa 15 ja sitä arvioidaan sekä suhteessa yhtiöön, (johon riippumattomia tulisi olla yli puolet hallituksen jäsenistä) että suhteessa merkittäviin osakkeenomistajiin (vähintään kaksi jäsentä). Corporate governance –suositus 14. Ks. myös Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 78.

⁴⁴⁴ Timonen 2000 s. 93.

⁴⁴⁵ Mähönen – Villa 2006a s. 145.

⁴⁴⁶ Yhtiöoikeudessa lojaliteettivelvoite asetetaan johdolle, mutta lojaalisuuden ulottamista määrääviin osakkeenomistajiin on mahdollista perustella ”oikeussääntöjen tehokkuustavoitteella”. Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 208-209.

⁴⁴⁷ Mähönen – Villa 2006a s. 229.

⁴⁴⁸ Sillanpää 1994 s. 64.

Oman edun ajamisen oikeuden ja lojaliteettivelvoitteen välisen ristiriidan ratkaisun tulee tapahtua tilannekohtaisten tosiasioiden perusteella, koska mitkään OYL:n yleissäännöt eivät sovellu osakkeenomistajan lojaliteettivelvoitteen määrittämiseen.⁴⁴⁹ Laine puolestaan esittää, ettei määräävälle osakkeenomistajalle voida voimassa olevasta oikeudesta johtaa positiivista lojaliteettivelvoitetta, vaan velvoite olisi OYL 1:7:n nojalla negatiivinen eli pidättäytyminen vähemmistöä loukkaavasta menettelystä. Lisäksi Laine näkee mahdolliseksi lojaliteettivelvoitteen soveltamisen itsenäisenä, OYL:n säännöksistä riippumattomana oikeusperiaatteena.⁴⁵⁰ On myös esitetty, että yrityskauppatilanteissa lojaliteettivelvoitteen vuoksi määräävän osakkeenomistajan tulisi ainakin kohtuullisessa määrin yrittää vaikuttaa siihen, että kaikilla osakkeenomistajilla on halutessaan mahdollisuus myydä osakkeensa ulkopuoliselle.⁴⁵¹

OYL:ssa omaksuttu osakkeenomistajakeskeinen ajattelutapa⁴⁵² tarkoittaa johdon fidusiaarisia⁴⁵³ velvoitteita osakkeenomistajia kohtaan. Tähän on perusteena johdon toiminnalleen saama valtuutus osakkeenomistajilta.⁴⁵⁴ OYL:n vaikutteet angloamerikkalaisesta yhtiöoikeusajattelusta tarkoittaisivat käytännössä johdon velvoitteita suoraan osakkeenomistajiin.⁴⁵⁵ Johdon velvollisuuksista säätävä OYL 1:8 on kaksiosainen, sillä huolellisesti toimimisen lisäksi se sisältää velvoitteen toimia yhtiön edun mukaisesti. Yhtiön edun edistäminen tarkoittaa johdon lojaalisuusvelvoitetta suhteessa yhtiöön ja sen kaikkiin osakkeenomistajiin.⁴⁵⁶ Yleisesti ottaen johdon lojaliteettivelvoitteen pääkohteena on yhtiö, jolloin osakkeenomistajien hyöty on välillistä. Joissain tilanteissa velvoitteet kohdistuvat kuitenkin suoraan osakkeenomistajaan ja osakkeen arvoon. Tällainen tilanne voi syntyä julkisessa ostotarjouksessa.⁴⁵⁷ Lojaliteettivelvoitetta suhteessa kaikkiin osakkeenomistajiin on pidetty ongelmallisena, koska osakkeenomistajien intressit yhtiössä voivat olla erilaisia ja jopa ristiriitaisia.⁴⁵⁸ Tämän vuoksi johdon lojaliteettivelvollisuuden osakkeenomistajia kohtaan on katsottu merkitsevän johdon toimissa

⁴⁴⁹ Ibid.

⁴⁵⁰ Laine 2012 s. 79-101.

⁴⁵¹ Mähönen – Villa 2006a s. 148.

⁴⁵² Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 3, jossa OYL 1:5 nähdään lainsäätäjän asettamana osakkeenomistajalähtöisenä velvoitteena osakeyhtiön toiminnalle.

⁴⁵³ Ks. fidusiaarisista velvoitteista erityisesti lojaliteetin osalta Mähönen 1998 s. 231-247, jossa kirjoittaja perustelee yhtiöoikeudellisen lojaliteetti-käsitteen syvempää sisältöä verrattuna sopimusoikeudelliseen lojaliteettiin.

⁴⁵⁴ Mähönen – Villa 2006a s. 75.

⁴⁵⁵ Villa 2003 s. 19.

⁴⁵⁶ HE 109/2005 vp s. 40-41.

⁴⁵⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 50.

⁴⁵⁸ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 77.

sitä, että ”yhtiön johdon tulee kohdella jokaisen osakkeen omistajaa mahdollisuuksien mukaan tasapuolisesti suhteessa toisten osakkeiden omistajiin”.⁴⁵⁹

Lojaliteettivelvoite tarkoittanee johdon itsenäisten toimien tasapuolisuus-vaatimusta suhteessa osakkeiden omistajiin, mutta vain mahdollisuuksien mukaan; mahdollisuuksia rajaa yhtiön etu (OYL 1:8). Yhtiön etu ei nähdäkseni rajoita johdon lojaliteettivelvoitetta osakkeenomistajakollektiiviin silloin, kun kyse on suoraan omistajiin kohdistuvan, johdon harkinnalla toteutettavan toimenpiteen syistä ja perusteluista. Tällöin johdon tulisi huolehtia, että kaikilla osakkeenomistajilla on tasapuolinen informaation saanti mahdollisuus. OYL 1:7 nähdäkseni velvoittaa johtoa valvomaan, ettei yhtiökokouksen toimeenpantava päätös tuota tai ole omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Lisäksi johdon on pidättäydyttävä itse päättämästä OYL 1:7:n vastaisesti. Erona lojaliteettivelvoitteeseen on mielestäni sanamuodon ”toisen osakkeenomistajan kustannuksella” tulkinta; päätöksen tai toimen on lähtökohtaisesti hyödytettävä osakkeenomistajia yhtäläisesti suhteessa heidän osakeoikeuksiinsa.

Johdon lojaliteettivelvoite merkitsee osakkeenomistajien kannalta nähdäkseni sitä, että OYL 6:2:n ilmaiseman johdon yleistoimivallan⁴⁶⁰ piiriin kuuluvien liiketoiminnallisten ratkaisujen vaikutus eli voitontuotto yhtiölle välittyy osakkeen tuottamien varallisuusosuuksien myötä osakkeenomistajille. Yhtiön edun kautta osakkeenomistajiin kohdistuvan lojaliteettivelvoitteen vuoksi johdon mahdollisia omia intressejä ei saisi verhota yhtiölle edullisiin liiketoimintapäätöksiin.⁴⁶¹ Liiketoiminnallisten ratkaisujen yhteyttä OYL 1:7:ään on sivuttu OYL:n perusteluissa, joissa vain tiettyä osakkeenomistajaa suosivat liiketoimet katsotaan yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisiksi.⁴⁶² Yleisesti ottaen OYL:n yhtiöoikeudelliset periaatteet suojaavat osakkeenomistajakollektiivia johdon mielivallalta, sillä OYL 6:2:n vuoksi osakkeenomistajat eivät voi puuttua yhtiön arkisiin liiketoimintapäätöksiin. Liiketoimintapäätösten tulee olla OYL 1:5:n voitontuottamista edistäviä, joten OYL 1:5 voidaan nähdä keskeisenä osakkeen-

⁴⁵⁹ Ibid.

⁴⁶⁰ HE 109/2005 vp s. 79; yleistoimivaltaan kuuluvaksi käsitetään se, mitä ei nimenomaisesti ole määrätty yhtiökokouksen tai hallintoneuvoston päätettäväksi. Ks. määrittelystä lisäksi Ossa – Villa – Saarnilehto s. 79-80.

⁴⁶¹ Johdon lojaliteettivelvoitteen rikkominen voi aktualisoitua suorassa tai epäsuorassa itsekontrahoinnissa, jolloin kyse on johtoon kuuluvan ja yhtiön välisestä oikeustoimesta tai kahden sellaisen yhtiön välisestä oikeustoimesta, joiden molempien johtoon tietty henkilö kuuluu. Lisäksi lojaalisuusvelvoitetta on mahdollista rikkoa, jos johtoon kuuluva käyttää hyväkseen liiketoimintamahdollisuutta, jonka ensi sijassa tulisi hyödyttää yhtiötä tai, jos johtoon kuuluva kilpailee yhtiön kanssa samalla toimialalla. Ks. Mähönen 1998 s. 237-238.

⁴⁶² HE 109/2005 vp s. 40.

omistajaa suojaavana periaatteena johdon huonoa ammattitaitoa vastaan.⁴⁶³ Samankaltainen suoja-funktio, tosin *yhtiön* etua painottavana, on OYL 1:8:n nähdäkseni huolellisuusvelvoitteella. Lojaliteettivelvoitteen ja yhdenvertaisuusperiaatteen suoja kohdistuu mielestäni johdon oman edun tavoittelun estämiseen. OYL:n osakkeenomistajakeskeisen ajattelun haaste sääntelyn kannalta on, kuinka johto saadaan toimimaan *omistajan* edun kannalta parhaalla mahdollisella tavalla.⁴⁶⁴ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suositukset painottavat hallituksen jäsenten ja yhtiökokouksen vuorovaikutusta, sekä osakkeenomistajan tiedonsaantioikeuksia.⁴⁶⁵ Tämä painotus on tärkeä, sillä yhtiöoikeudellisen päätösvallan, joka OYL 1:6:n nojalla kuuluu osakkeenomistajille, on katsottu tosiasiallisesti siirtyneen kohti parhaan informaation omaavaa tasoa⁴⁶⁶. Tällöin yhtiökokous on omiaan muuttumaan pelkäksi johdon päätösten hyväksyjäksi.⁴⁶⁷

3.5 Omien osakkeiden hankinnan oikeusvaikutukset

3.5.1 Yhtiöoikeudellinen vaikutus

Omien osakkeiden hankinta aiheuttaa tiettyjä muutoksia yhtiön sisäisissä oikeussuhteissa. Yhtiön ja osakkeenomistajakollektiivin välisen suhteen kannalta oleellista on, että OYL 3:2.3:n mukaan yhtiön hallussa olevat omat osakkeet eivät tuota oikeuksia yhtiössä. Kyseinen lainkohta saa tarkennuksen OYL 5:9:ssä, OYL 16:16.3:ssa sekä 17:16.3:ssa.⁴⁶⁸ Hallinnointioikeuksien suhteen merkitystä on OYL 5:9:n 1. virkkeellä, jossa säädetään, ettei yhtiölle tai sen tytäryhteisölle kuuluvalla osakkeella voi osallistua yhtiökokoukseen. Säännöksen tarkoitus on estää yhtiön hallitusta vaikuttamasta yhtiön hallussa olevien osakkeiden nojalla yhtiökokouksen päätöksiin. Näin turvataan osakkeenomistajien ratkaisuvallasta yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa.⁴⁶⁹ Kun osakkeenomistajakollektiivia tarkastellaan jakaantuneena enemmistö- ja vähemmistöomistajiin, yhtiön haltuun päätyneet osakkeet, tai oikeammin niiden poistuminen yhtiön ulkopuolelta aiheuttaa muutoksia osakkeenomistajien keskinäisissä valtasuhteissa. Muutosvaikutus on sitä suurempi, mitä hajautuneempi yhtiön omistus on. Yhden kymmenesosan omistus yhtiön osakekannasta mahdollistaa tehokkaan vähemmistöoike-

⁴⁶³ Vahtera 2010 s. 172.

⁴⁶⁴ Villa 2003 s. 72.

⁴⁶⁵ Corporate governance 2010 suositukset 3, 5-17.

⁴⁶⁶ Greer 1992 s. 74.

⁴⁶⁷ Greer 1992 s. 57.

⁴⁶⁸ HE 109/2005 vp s. 51.

⁴⁶⁹ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 707.

uksien käytön.⁴⁷⁰ Yhtiön hankkiessa osakkeitaan ulkona olevien osakkeiden keskinäiset omistussuhteet muuttuvat, jolloin kymmenesosan omistukseen riittää aiempaa vähempi osakemäärä.⁴⁷¹ Osakehankinta voi siten saada aikaan uusia vähemmistöryhmiä. Toisaalta sama vaikutus voi vahvistaa jo olemassa olevien enemmistötahojen asemaa, koska hankittujen osakkeiden lajilla on merkitys yhtiön ulkopuolelle jäävien osakkeiden yhteenlaskettuun äänimäärään. Jos yhtiö on hankkinut moniäänisiä osakkeita, jäljelle jääneiden osakkeiden suhteellinen äänimääräosuus vahvistuu lajista riippumatta.

Osakkeen tuottamien varallisuusosuuksien osalta noudatetaan OYL 3:2.3:ssa säädettyä, jonka mukaan yhtiön hallussa oleva osake ei tuota oikeuksia yhtiössä. Lainkohdan sisältöä tarkennetaan myös OYL 16:16.3:ssa sekä OYL 17:16.3:ssa.⁴⁷² Siten yhtiön osingonjaossa huomioidaan vain yhtiön ulkopuolella olevat osakkeet. Omien osakkeiden hankinnan myötä yhtiön osakkeita poistuu markkinoilta, joten hankinnan jälkeinen osinko jakaantuu jaettaviksi pienemmälle osakemäärälle. Toisin sanoen jäljelle jääneiden osakkeiden omistajien suhteellinen osuus yhtiöstä kasvaa.⁴⁷³ OYL:n mahdollistama nimellisarvoton pääomajärjestelmä tarkoittaa, että osakkeella ja osakepääomalla ei ole enää oikeudellista yhteyttä. Tällöin omien osakkeiden hankinnallakaan ei ole vaikutusta osakepääomaan.⁴⁷⁴

3.5.2 Vero-oikeudellinen vaikutus

Osakkeenomistaja voi saada vastikkeena yhtiölle myymistään osakkeista rahaa tai muuta omaisuutta. Osakehankinta liiketoimintaa tai yhtiön omaisuutta siirtämällä on kuitenkin hyvin harvinaista, joten käytännössä vastikkeena on aina raha.⁴⁷⁵ Koska OYL:n systematiikassa omien osakkeiden hankinta lukeutuu varojenjakotavaksi (OYL 13:1), vero-oikeudellisesti on huomioitava mahdollisuus peiteltyyn osingon (VML 29 §) verotukseen. Tällöin luovuttajaa ei veroteta pääomatulon mukaisesti luovutusvoitosta, vaan pääosalta ansiotulosta.⁴⁷⁶ Mahdollis-

⁴⁷⁰ HE 6/2006 vp s. 43.

⁴⁷¹ Oleellista on, että kymmenesosa-määrä osakkeista vähemmistöoikeuksien vaatimisen perusteena koskee nimenomaan omistamista eikä osakkeiden sisältämää äänimäärää. HE 6/2006 vp s. 43.

⁴⁷² Kyseiset lainkohdat koskevat sulautumisessa tai jakautumisessa vastaanottavan yhtiön hallussa olevia sulautuvan tai jakautuvan yhtiön osakkeita, jotka eivät tuota oikeutta sulautumis- tai jakautumisvastikkeeseen sen enempää kuin sulautuvan tai jakautuvan yhtiön hallussa olevat omat osakkeet.

⁴⁷³ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 1001. Kyseinen seuraus mahdollistuu, mikäli yhtiö ei luovuta tai mitätöi hankkimiaan osakkeita.

⁴⁷⁴ HE 109/2005 vp s. 21.

⁴⁷⁵ Immonen 2011 s. 293.

⁴⁷⁶ Immonen 2011 s. 303. Peiteltyyn osingon määrästä 70 % on veronalaista tuloa ja 30 % verovapaata (TVL 62 §, 33 d §).

suus aktualisoituu ainakin silloin, jos yhtiö maksaa osakkeista ylihintaa (VML 29.1§). Toisaalta käyvänkin hinnan mukainen vastike voi johtaa peitellyn osingon verotukseen, jos katsotaan, että yhtiö hankkii osakkeitaan osingosta menevän veron välttämiseksi (OYL 29.2 §).⁴⁷⁷ Verotuksellisesti hankinta on luonteeltaan varojenjakoja vain, jos vastike maksetaan yhtiön voitonjakokelpoisilla varoilla. Mikäli hankintaan käytetään sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoa, kyse on pääoman palautuksesta.⁴⁷⁸ Jos yhtiö hankkii osakkeitaan yhteisöltä, VML 29 §:n soveltaminen ei yleensä aktualisoidu, koska yhteisön käyttöomaisuusluovutukset ovat laajasti verovapaita. Lisäksi konsernitilanteissa peitelty osinko ei tulle kysymykseen, koska osinkotulo konserniyhteisöjen välillä on verovapaata.⁴⁷⁹

Luonnollisen henkilön myydessä osakkeita ne liikkeeseen laskeneelle yhtiölle itselleen VML 29 §:n soveltaminen estyy varmimmin silloin, kun toimen seurauksena yhtiön omistus- ja valtasuhteet muuttuvat.⁴⁸⁰ Tämän vuoksi julkisen osakeyhtiön pörssissä hankkimat osakkeet eivät yleensä aiheuta peitellyn osingon verotusta.⁴⁸¹ OYL:n yhdenvertaisuusvaatimuksen kannalta onkin ristiriitaista, että hankittaessa osakkeita yhdenvertaisesti ja tasasuhteisesti osakkeenomistajilta VML 29 §:n eli peitellyn osingon verotuksen soveltaminen on varmintaa.⁴⁸² Luonnollisen henkilön vero-oikeudellinen seuraus omien osakkeiden hankintatilanteessa on yleensä luovutusvoittovero tai toisaalta vähennyskelpoinen tappio.⁴⁸³ Luovutusvoittoa laskettaessa luovutushinnasta vähennetään osakkeen hankintameno tai hankintameno-olettama (TVL 46 §). Käytettäessä TVL:n korkeinta 40 %:n olettamaa luonnollisen henkilön luovutusvoittoveroksi saadaan 16,8 %. Veroaste on siten 16, 8-28 % riippuen osakkeen hankintamenosta. Vertailussa osingon verotukseen osakeluovutus yhtiölle, joka siis yhtiöoikeudellisesti on varojenjaon muoto (OYL 13:1), on luonnolliselle henkilölle nykytilanteessa verotuksellisesti epäedullisempi, sillä osingosta 30 % on verovapaata.⁴⁸⁴ Yhtiön verotuksessa omien osakkeiden hankinta tarkoittaa varainsiirtoverovelvoitetta. Veron peruste on osakkeiden käypä arvo luovutushetkellä (VSVL 20.2 §).

⁴⁷⁷ Ibid.

⁴⁷⁸ Immonen 2011 s. 304.

⁴⁷⁹ Ks. KVL 2005/13, jossa konsernisuhde eväsi VML 29 §:n soveltamisen.

⁴⁸⁰ Immonen – Ossa - Villa 2011 s. 251–252.

⁴⁸¹ Ks. KVL 1997/19, KVL 1998/101, joissa KVL katsoi, ettei osakkeiden myyjälle maksettava kauppahinta ollut peiteltyä osingonjakoa, kun hankintavastike katettiin yhtiön vapaasta omasta pääomasta ja hankinta tapahtui anonyymisti arvopaperipörssin kautta.

⁴⁸² Ks. Immonen 2011 s. 308–309, jossa luetellaan peitellyn osingon kannalta raskauttavia olosuhteita osakehankinnassa.

⁴⁸³ Kukkonen 2010 s. 247.

⁴⁸⁴ Nykänen – Rabinä 2006 s. 185.

3.5.3 Pohdintaa varallisuus oikeuksien kannalta

Edellä käsitellyt omien osakkeiden hankinnan oikeusvaikutukset kohdistuvat yhtiön sisäiseen toimintaan lähinnä osakkeen tuottamien hallinnointioikeuksien vuoksi. Osake yhtiön ulkopuolella on omistajansa varallisuutta, jonka suuruus on sidottu osakkeen tietyn hetkiseen markkina-arvoon. Liiketaloudelliselta kannalta yhtiön oman pääoman (osakkeiden) markkina-arvo heijastaa yrityksen arvoa, eli sitä rahamäärää, jonka yhtiön ulkopuolinen taho (markkinat) olisi valmis maksamaan yhtiön omasta pääomasta. Markkinoiden käyttäytyminen on kytköksissä myös yhtiön ulkopuolisiin tekijöihin, kuten rahan aika-arvostukseen ja sijoitusriskiin suhtautumiseen.⁴⁸⁵ Nämä tekijät kytkeytyvät makrotaloustieteelliseen teoriaan suhdannevaihteluista.⁴⁸⁶ Oikeustaloustieteellistä lähestymistapaa yhtiöoikeuteen onkin kritikoitu liiasta nojautumisesta mikrotaloustieteeseen, mikä tarkoittaa markkinoiden ulkopuolisten ihmisten ja kansantalouden merkityksen huomiotta jättämistä tehokkuus-tavoitteissa.⁴⁸⁷ Olettamana on siten globaali, yhdenmukainen suhdannekehitys.⁴⁸⁸ Tämä kritiikki huomioiden varallisuus oikeudelle asetettuja tavoitteita⁴⁸⁹ markkinoiden tehokkuutta ajatellen ei mielestäni voida arvioida kattavasti, kun lähtökohta kiinnittyy yksittäiseen yritykseen tai muuhun talousyksikköön.

Varallisuus oikeudelliselta kannalta yhtiö ostajan ja osakkeenomistaja myyjän roolissa tekevät kaupan yhtiön oman pääomanehtoisesta rahoitusinstrumentista. Kuten kaupassa yleensäkin, osapuolten tärkein intressi on vaihdannan kohteen eli tässä tapauksessa osakkeen käypä hinta⁴⁹⁰. Edellä käsiteltyä osakkeen markkina-arvoa on pidettävä käypänä arvona, mikäli osakkeella on säännöllistä vaihdantaa markkinoilla. Poikkeuksellisen osakehankinnasta verrattuna tavanomaiseen kauppaan tekee ostajan eli yhtiön käyttämä rahoitusvastike, joka yleensä on osa yhtiön voitonjakokelpoista varallisuutta. Mikäli osakekauppa on yhtiöllinen edullinen, hyödyn saajia ovat jäljelle jäävien osakkeiden omistajat. Tällöin yhtiön markkina-arvon tulee olla kasvussa yhtiön hankkiessa osakkeitaan. Osakkeenomistajien välillä käy siten niin, että ”alihintaan” osakkeistaan luopuneet antavat ikään kuin lahjan jäljelle jääneille. Sen sijaan siinä tapauksessa, että yhtiö ostaa omia osakkeitaan ns. laskevaan kurssiin, myyjä eli osakkeista luopuva taho hyötyy. Tällöin yhtiön markkina-arvon ollessa laskussa, osakkeenomista-

⁴⁸⁵ Ks. Kaisanlahti 1999 s. 70.

⁴⁸⁶ Ks. makrotaloustieteellisestä teoriasta esim. Tolonen J. 2005 s. 246-247.

⁴⁸⁷ Tolonen J. 2005 s. 249-252.

⁴⁸⁸ Kaisanlahti 1999 s. 70.

⁴⁸⁹ Posner määrittää tavoitteiksi varallisuus oikeuksien vaihdettavuuden, eksklusiivisen määrittämisen, universaalisuuden sekä stabiilisuuden. Posner 1992 s. 31-81.

⁴⁹⁰ Arvopaperimarkkinoilla hinnanmuodostuksen oletetaan olevan luotettavaa, koska tiettyinä ajankohtana vallitsevat noteeraukset tarkoittavat sen hetkisten myyjien ja ostajien käsitystä osakkeen hinnasta. Hinta on osakkeen todellinen arvo, koska muutakaan hintaa ei ole. Ks. Sharpe – Alexander 1990 s. 67, 461.

jakollektiivin varallisuus, ainakin hetkellisesti, alenee. Yleisesti ottaen osakkeenomistajan varallisuusosoikeudellisesta näkökulmasta omien osakkeiden hankinta heijastaa osakesijoituksen peruslähtökohtaa taloudellisen voiton tai tappion mahdollisuudesta.

4 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNAN TAUSTA JA PÄÄTÖSMENETTELY PÖRSSIYHTIÖSSÄ

4.1 Sääntely

Aiemmin voimassa olleen osakeyhtiölain perusteluissa lain sisältämän omien osakkeiden hankintakiellon katsottiin kuuluvan osakeyhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin. Edelleen kiellon taustalla vaikuttivat osakekurssin vääristymisen mahdollisuus sekä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden vaarantuminen.⁴⁹¹ Kun VOYL:a uudistettiin pääomadirektiivin (77/91ETY) voimaan saattamiseksi lain ehdottomat kiellot, kuten omien osakkeiden hankintakielto, koettiin hankaliksi Euroopan yhdentymisen ja nopean taloudellisen muutoksen vuoksi. Näin ollen katsottiin, että osakeyhtiölain tuli sallia uusien rahoitusvälineiden käyttöönotto⁴⁹², joihin myös yhtiön hallussa olevat omat hankitut osakkeet luetaan varsinkin erilaisissa yritysjärjestelytilanteissa.⁴⁹³

Yhtiön omien osakkeiden hankkimisesta, lunastamisesta ja pantiksi ottamisesta säädetään OYL 15 luvussa. Sääntelyn keskeinen tavoite on suojata osakkeenomistajia ja velkojia yhtiöoikeudellisessa menettelyssä, jossa yhtiöstä poistuu varoja ja vastikkeena saadaan omia osakkeita.⁴⁹⁴ Omien osakkeiden hankinnassa voidaan käyttää vapaan pääoman ohella sidottua omaa pääomaa. Sidotun oman pääoman käyttö vaatii kuitenkin OYL 14 luvun velkojien suojaamenettelyn noudattamista.⁴⁹⁵ Hankintapäätös tehdään OYL 15:5:n mukaan yhtiökokouksessa. Pörssiyhtiössä päätös on tehtävä OYL 5:27:ssä säädetyllä määränemmistöllä.⁴⁹⁶ OYL 15:5.2:n nojalla yhtiökokous voi valtuuttaa hallituksen päättämään hankkimisesta kokonaan tai joiltakin osin. Valtuutuksena pidetään päätöksiä, jotka antavat hallitukselle itsenäistä päättävävaltaa hankinnan ehdoista.⁴⁹⁷ Hankkimispäätöksen sisällöstä säädetään OYL 15:7:ssä.

OYL 15:1:n 2 momentissa viitataan lain 14 lukuun, jonka säännöksiä on noudatettava, mikäli omien osakkeiden hankinta toteutetaan osakepääomaa alentamalla. OYL 14 luvussa säädetään tavoista, joilla osakepääomaa voidaan alentaa sekä erityisestä velkojien suojaamenettelystä, jota

⁴⁹¹ HE 27/1977 vp s. 48.

⁴⁹² HE 89/1996 vp s. 17.

⁴⁹³ Immonen 2011 s. 294.

⁴⁹⁴ Reinikainen – Pelkonen – Lydman 2007 s. 235.

⁴⁹⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 134.

⁴⁹⁶ Ks. edellä kappale 3.3.

⁴⁹⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 152.

osakepääoman alentamisessa tulee noudattaa.⁴⁹⁸ Velkojien suojausmenettely merkitsee käytännössä sitä, että omien osakkeiden hankkiminen on mahdollista vasta velkojien suostumuksen ja osakepääoman alentamisen jälkeen.⁴⁹⁹

Omien osakkeiden hankkiminen on tapa jakaa yhtiön varoja osakkeenomistajille (OYL 13:1.1:n 3 kohta). Tämän vuoksi omien osakkeiden hankkimiseen on sovellettava varojen jakoa koskevaa sääntelyä (OYL 13:2, 13:3 ja 13:4). OYL 13:2:een sisältyvän maksukykyystestin vuoksi päätöstä omien osakkeiden hankinnasta ei saa tehdä, jos hankintapäätöstä tehtäessä yhtiön tiedetään olevan maksukyvytön tai voidaan olettaa hankinnan aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Tämän lisäksi hankintapäätöksen tulee perustua edelliseen tilinpäätökseen. Vastoin kyseisiä lainkohtia tehty omien osakkeiden hankinta tulkitaan laittomaksi varojen jaoksi (OYL 13: 1.3) ja se johtaa OYL 13:4:ssä tarkoitettuun varojen palauttamisvelvollisuuteen. Lisäksi seurauksena on OYL 22 luvun yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu, ja tällöin vastuun piirissä ovat mahdolliset osakkeiden luovuttamisesta koituneet tappiot.⁵⁰⁰ Sovellettavaksi voi lisäksi tulla OYL 25:1:n 4 kohdan osakeyhtiörिकosta koskeva rangaistus-säännös.

Pörssi-yhtiön omien osakkeiden hankintaan liittyy rahoituksellisia ja määrällisiä rajoituksia. OYL 13:10:ssä säädetään omien osakkeiden rahoituskiellosta. Yhtiö ei saa antaa rahalainaa, varoja tai vakuutta ulkopuoliselle käytettäväksi yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeiden hankintaan. Tämä lainkohta perustuu pääomadirektiivin 23 artiklaan.⁵⁰¹ Säännöksen tavoitteesta on eriäviä tulkintoja, ja eräänä tarkoituksena on pidetty yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisen estämistä kieltämällä lainkohdassa ilmaistu menettely.⁵⁰² OYL 15:11:ssä asetetaan rajoitus omien osakkeiden hankintapäätökseen siten, että pörssi-yhtiöllä ja sen tytäryhteisöllä hallussaan tai panttina olevien omien osakkeiden yhteenlaskettu määrä ei saa ylittää yhtä kymmenesosaa kaikista osakkeista. Ratkaisevaa on yhtiön hallussa olevien osakkeiden määrä, jolloin yhtiö voi valtuuttaa hallituksen hankkimaan yli yhden kymmenesosan kaikista osakkeistaan tai yhtiö voi tehdä päätöksen kyseisen määrän ylittävästä hankinnasta. Samanaikaisesti yhtiöl-

⁴⁹⁸ Velkojien suojausmenettelyn ulkopuolelle jäävät tilanteet, joissa 1) osakepääomaa alennetaan tappion kattamiseksi tai 2) osakepääomaa alentamisen yhteydessä korotetaan siten, että osakepääoma säilyy vähintään ennallaan (OYL 14:2.1:n 2. virke).

⁴⁹⁹ HE 109/2005 vp s. 136.

⁵⁰⁰ Immonen 2011 s. 301.

⁵⁰¹ HE 109/2005 vp s. 130.

⁵⁰² Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho 2010a s. 88.

lä ei saa olla hallussaan yli yhtä kymmenesosaa kaikista osakkeistaan.⁵⁰³ Kymmenesosan raja voi ylittyä OYL 15:11:n mukaisesta päätöksestä huolimatta, sillä omia osakkeita voi päätyä yhtiön haltuun esimerkiksi sulautumisen seurauksena.⁵⁰⁴ Tällöin kymmenesosan rajan ylimenevät osakkeet on OYL 15:12.2:n mukaan luovutettava kolmen vuoden kuluessa saannosta tai mitätöitävä. Saman lainkohdan mukaan luovutuksen tai mitätöinnin on tapahduttava vuoden kuluessa saannosta, mikäli yhden kymmenesosan raja on ylittynyt OYL 15:1:n nojalla. Kyseinen tilanne voi aktualisoitua muun muassa silloin, jos yhtiöllä on ollut hallussaan alle kymmenesosa osakkeistaan yritysjärjestelyn seurauksena, ja sen jälkeen raja ylittyy OYL 15:1:n mukaisella menettelyllä. Tapa, jolla yli kymmenesosamäärään päädytään, on siis merkityksellinen ylimenevien osakkeiden kohtelun kannalta.⁵⁰⁵ Lain mukaisesti hankittuja ja enimmäisrajan alittavia osakkeita yhtiö voi pitää hallussaan rajoittamattoman ajan.⁵⁰⁶ Mahdollinen osakkeiden mitätöinti on rekisteröitävä viipymättä.⁵⁰⁷

Omien osakkeiden hankinta OYL 15:1:ssä tarkoitetulla tavalla voi johtaa yhtiöoikeudelliseen vahingonkorvaukseen eli OYL 22 luvun sääntelyn soveltamiseen, jos hankinta ylittää OYL 15:11:ssä säädetyn yhden kymmenesosan rajan. Vahinko voi aiheutua osakkeenomistajalle tai kolmannelle, jolloin OYL 22:1.2:n nojalla korvausta vaaditaan yhtiön johtohenkilöltä.⁵⁰⁸ Omien osakkeiden hankinnasta seuraava vahingonkorvausvaatimus OYL 22:1.2:n perusteella on mahdollinen myös yhtiöoikeudellisten periaatteiden rikkomisen vuoksi. Esimerkiksi tytäryhtiön suorittama emoyhtiön osakkeiden hankinta ei ole kiellettyä OYL:ssa, mutta hankinta ei yleensä liity tytäryhteisön liiketoimintaan eikä palvele OYL 1:5:n olettaa voitontuottamistarkoitusta osakkeenomistajille. Tilanne on usein myös OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.⁵⁰⁹

OYL 15:6:ssä säädetään suunnatusta hankkimisesta, mikä tarkoittaa omien osakkeiden hankkimista osakkeenomistajien omistussuhteista poikkeavalla tavalla. Lainkohta edellyttää, että suunnattuun hankintaan on yhtiön kannalta ”painava taloudellinen syy” (OYL 15:6.1). Ilmauksen tarkoituksena on korostaa yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä kyseisessä menette-

⁵⁰³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 196–197.

⁵⁰⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 197.

⁵⁰⁵ Ibid.

⁵⁰⁶ Immonen 2011 s. 301.

⁵⁰⁷ Ibid.

⁵⁰⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 197.

⁵⁰⁹ Mähönen – Villa 2006b s. 367.

lyssä.⁵¹⁰ Suunnatun hankinnan on oltava yhtiön edun mukainen sekä hyödyllinen osakkeenomistaja-kollektiiville.⁵¹¹ Nämä seikat oikeuttavat poikkeamiseen osakkeenomistajien muodollisesta yhdenvertaisuudesta, mikäli kustannus-hyöty -analyysi antaa aihetta olettaa, että kaikille osakkeenomistajille koituva hyöty ylittää yksittäisille osakkeenomistajille aiheutuvan haitan.⁵¹² Vähimmäisvaatimuksena yhdenvertaisuuden kannalta on kuitenkin se, että yksittäisen osakkeenomistajan omistuksen arvo säilyy vähintään ennallaan.⁵¹³ Pörssiyhtiöissä omien osakkeiden hankinta tapahtuu yleensä pörssikaupankäynnissä, jolloin kyse on käytännössä suunnatusta hankinnasta. Tällöin yhdenvertaisuusvaatimuksen vuoksi kaikilla osakkeenomistajilla tulisi olla yhtäläiset mahdollisuudet osakkeidensa myyntiin yhtiölle.⁵¹⁴

4.2 Hankintamotiivit voitontuottamistarkoituksen ja yhdenvertaisuuden kannalta tarkasteltuna

4.2.1 Yhtiön etu

Omien osakkeiden hankinta voidaan toteuttaa laissa sääntelemättömiin syihin perustuen, mutta syy ei kuitenkaan saa olla vastoin pakottavaa sääntelyä tai yhtiöjärjestysmääräystä.⁵¹⁵ Lähtökohtana omien osakkeiden hankkimiselle tulee olla yhtiön etu.⁵¹⁶ Tämä vaatimus voidaan johtaa yhtiön johdolle OYL 1:8:ssa asetetusta lojaalisuusvelvoitteesta ja yhtiökokousta koskevan OYL 1:7:n 2. virkkeestä, jossa kielletään päätös tai toimi yhtiön edun kustannuksella. OYL:n perusteluissa yhtiön etu ja OYL 1:5:ssä presumoitu yhtiön toiminnan tarkoitus eli voitontuottaminen osakkeenomistajille nähdään rinnasteisina. Lisäksi ilmauksia ”etu”, ”voitto” ja ”hyöty” käytetään lain perusteluissa synonyymeina.⁵¹⁷ Omien osakkeiden hankintaa yhtiöoikeudellisena päätöksenä voidaan lojaalisuusvelvoitteen vuoksi tarkastella yhtiön edun kannalta, jolloin osakkeenomistajan etu on välillistä.⁵¹⁸ Toisaalta johdon huolellisuus- ja lojaalisuusvelvoitteen voidaan katsoa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin, jos näkökulmaksi ote-

⁵¹⁰ HE 109/2005 vp s. 138, 102.

⁵¹¹ HE 109/2005 vp s. 138.

⁵¹² Ibid.

⁵¹³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 159.

⁵¹⁴ Immonen 2011 s. 298.

⁵¹⁵ Koski – af Schulten 1998 s. 417.

⁵¹⁶ Ks. KM 1992:32 s. 457, jossa todetaan, että julkisen osakeyhtiön omien osakkeiden hankinnan tulisi liittyä vain yhtiön eikä osakkeenomistajien tarpeisiin. Nykyinen OYL osakkeenomistajakeskeisyytensä (OYL 1:5) vuoksi ei tee eroa yhtiön ja osakkeenomistajien tarpeiden välillä.

⁵¹⁷ HE 109/2005 vp s. 38–39.

⁵¹⁸ Ks. HE 109/2005 vp s. 41, jossa lojaliteetti määritellään toimintana ”yhtiötä ja viime kädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan”(kursivointi tässä). Ks. yhtiön edun ja osakkeenomistajien hyödyn suhteesta Mähönen – Villa 2006a s. 121.

taan hankinnan vaikutus osakkeen arvoon jälkimarkkinoilla.⁵¹⁹ Tosin osakkeenomistaja voi arvioida yhtiön menestymistä osakkeen arvon kehityksen lisäksi myös sijoitetun pääoman tehokkuudella, yhtiön kirjanpidollisella voitolla sekä yhtiön osingonjakopolitiikalla.⁵²⁰ Yhtiön johto vastaa OYL 6:2:ssä säädetyn hallituksen yleistoimivallan nojalla yhtiön liiketoiminnallisista ratkaisuksista. Johdolla katsotaankin olevan parempaa informaatiota yhtiön taloudellisesta tilasta ja sen kehityksestä, kuin yhtiön rahoittajilla.⁵²¹ Edellä sanotusta seuraa, että johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen oikeudelliset ehdot ovat merkittävässä asemassa omien osakkeiden hankkimisessa. Johdolla on oltava huolellisuusvelvoitteen (OYL 1:8) nojalla liiketoiminnallisesti perusteltu syy⁵²² toteuttaa omien osakkeiden hankinta. Yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) edellyttää, että omien osakkeiden hankintapäätös, johon sekä johto että yhtiökokous vaikuttavat, ei saa tuottaa, eikä edes olla omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle tai muulle⁵²³ yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Osakkeenomistajan yritysrisikin vuoksi olennaista on, että johdolla oleva tieto hankintamotiivista ja siihen vaikuttavasta yhtiön taloudellisesta tilanteesta välittyy ajantasaisena osakkeenomistajille.⁵²⁴

OYL 1:5:n tulkintaa ohjaa ”valistuneen voitonmaksimoinnin” käsite⁵²⁵, minkä vuoksi voiton tuottamista tarkastellaan pidemmällä aikavälillä. Yhtiön voitontuottamiskyvyn paraneminen ja siitä seuraava yhtiön arvon kasvu näkyy toimivilla arvopaperimarkkinoilla yhtiön osakkeen arvon kasvuna.⁵²⁶ Osakkeen arvo markkinoilla on katsottu erääksi motiiviksi omien osakkeiden hankintaan. Tällöin yhtiö ostaa osakkeitaan välittääkseen markkinoille signaalin osakkeidensa aliarvostuksesta. Ilmoituksen omien osakkeiden hankkimisesta uskotaan nostavan osakkeen arvoa⁵²⁷, ja sen vuoksi kyseisestä motiivista on käytetty nimitystä ”tukisto”.⁵²⁸ Markkinoilla reaktio perustuu olettamaan, että jos yhtiö ostaa omia osakkeitaan, kannattaa myös potentiaalisen sijoittajan ostaa niitä, koska osakkeen arvo tulevaisuudessa todennäköi-

⁵¹⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 50.

⁵²⁰ Villa 2003 s. 72.

⁵²¹ Villa 2003 s. 69.

⁵²² Suomen yhtiöoikeudessa sovelletaan liiketoimintapäätösperiaatetta, jonka mukaan huolellisuusvelvoite on täytetty, kun ratkaisu perustuu tilanteen edellyttämään asianmukaiseen tietoon, po. tiedon perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi, eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat. HE 109/2005 vp s. 41, 195 ja Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (OM 2003:4) s. 89.

⁵²³ OYL:n perusteluissa ilmaus tarkoittaa yhtiön ulkopuolista lähipiiriä. Omien osakkeiden hankinnassa osapuolina ovat yhtiö ja osakkeenomistaja, minkä vuoksi ulkopuolisen mahdollinen etu on mielestäni varsin teoreettista.

⁵²⁴ Ks. johdon informointivelvollisuudesta Villa 2003 s. 79–80.

⁵²⁵ Ks. Mähönen – Villa 2006a s. 79.

⁵²⁶ HE 109/2005 vp s. 38–39.

⁵²⁷ Dittmar 2000 s. 334.

⁵²⁸ Ks. esim. KM 1992:32 s. 459.

sesti nousee. Tukiosto on perusteltua yhtiön taloudellisen tilan vuoksi eli esimerkiksi voimassa olevien luottojen ehtojen täyttämisen kannalta. Sen sijaan osakkeenomistajien kärsimät kurssitappiot tai osakkeen vakuusarvon ylläpito eivät ole perusteltuja syitä tukiostoille.⁵²⁹ Tällöin OYL:n kannalta tukiosto voi lainvastaisena⁵³⁰ johtaa vahingonkorvauskanteeseen.⁵³¹ Toisaalta aliarvostettujen omien osakkeiden hankinta voidaan nähdä yhtiön kannalta myös sijoitusmielessä järkevänä, jos arvon nousu tulevaisuudessa on todennäköistä.⁵³² Tukiostojen aikaansaama osakkeen myyntiarvon nousu tapahtuu lyhyellä aikavälillä, jolloin kaikilla osakkeenomistajilla ei välttämättä ole mahdollisuutta hyötyä osakesijoituksestaan myymällä osakkeensa takaisin yhtiölle. Valistuneen voitonmaksimoinnin ylläpito edellyttää pidempiaikaista osakkeen arvon nostamista, mikä puolestaan on mahdollista vain yhtiön johdon menestyksellä talouden hoidolla.⁵³³

Mahdollinen motiivi omien osakkeiden hankintaan voi olla suojautuminen yritysvaltausta⁵³⁴ vastaan. Tällöin merkitystä on edellä käsitellyllä osakkeen arvon nousulla jälkimarkkinoilla, mutta myös sillä, että osakehankinnassa yhtiön likvidit varat vähenevät ja velkaantumistaso kasvaa. Yritysvaltauksen uhka on vältettävissä, kun valtaus osakkeiden arvon nousun vuoksi tulisi kalliimmaksi ja toisaalta yhtiö vähentyneiden varojen myötä kävisi vähemmän kiinnostavaksi.⁵³⁵ Yritysvaltauksen torjuminen on luonnollisesti yhtiön itsenäisyyden kannalta hyväksyttävää. Julkisia ostotarjouksia koskeva direktiivi 2004/25/EY (9.2-3 artikla) edellyttää jäsenvaltioiden lainsäädännön rajoittavan kohdeyhtiön johdon toimia yritysvaltaustilanteissa.⁵³⁶ Toimet ovat hyväksyttäviä vain yhtiökokouksen päätöksellä⁵³⁷, mikä on omien osakkeiden hankinnan edellytys missä tilanteessa tahansa (OYL 15:5). Osakkeenomistajien näkökulmasta merkitystä on valtausta havittelevan tahon tarjoamasta osakkeiden hinnasta ja eritoten sen suhteesta yhtiön tarjoamaan hintaan omista osakkeistaan. Toimiessaan OYL 1:8:n ja 1:5:n mukaisesti yhtiön johdon on nähdäkseni perusteltua puolustautua yritysvaltausta vastaan suojatakseen yhtiötä ja sen osakkeenomistajia omien osakkeiden hankinnalla. Yhtiöstä tehty osto-

⁵²⁹ KM 1992:32 s. 459.

⁵³⁰ Kyse on osakemarkkinoiden vääristämisestä eli keinotekoisesta vaikuttamisesta hintoihin. Ks. aiheesta esim. Sillanpää 1994 s. 75–80.

⁵³¹ HE 89/1996 vp s. 99, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 135.

⁵³² Dittmar 2000 s. 334.

⁵³³ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008 s. 68.

⁵³⁴ Yritysvaltauksella tarkoitetaan osakekauppaa tai osakekauppojen sarjaa, joiden tavoitteena on saavuttaa määräysvalta kohdeyhtiössä. ”Valtaus” on siis vapaaehtoisein kauppoihin perustuva toimi, joka tosin voi olla kohdeyhtiön määräävien osakkeenomistajien tai johdon tahdon vastainen. Ks. esim. Immonen 2011 s. 33–37.

⁵³⁵ Statens offentliga utredningar 1997:22 s. 249–250.

⁵³⁶ Arvopaperimarkkinalain 6 luvun uudistamista koskevassa hallituksen esityksessä lausutaan, että nykyinen OYL täyttää direktiivin 9 artiklan vaatimukset riittävästi. Ks. HE 6/2006 vp s. 25.

⁵³⁷ Keskuskauppakamarin yrityskauppalaatukunnan suositus, suositus 9, s. 18.

tarjous voi olla johdon käsityksen mukaan liiketoimintapäätösperiaatteen nojalla liian alhainen ja määräysvallan vaihtuminen epäedullista osakkeenomistajille.⁵³⁸

Eräs motiivi omien osakkeiden hankintaan on yhtiön pääomarakenteen eli oman ja vieraan pääoman suhteen sopeuttaminen. Hankinta vähentää omaa pääomaa ja samalla kasvattaa velkaantuneisuusastetta. Pyrkimyksenä on yleensä vähentää kustannuksiltaan kalliin instrumentin eli osakkeen osuutta yhtiön rahoituksessa.⁵³⁹ Yhtiön rahoitusrakenteen suunnittelu on johdon harkinnan varassa, jos yhtiön omistus on voimakkaasti hajautunut.⁵⁴⁰ Yhtiön johto voi perustella omien osakkeiden hankintaa sillä, että hankinnan vuoksi vähentyvä oman pääoman määrä vaikuttaa vahvistavasti oman pääoman tuottoa ja toiminnan tehokkuutta kuvaaviin tunnuslukuihin.⁵⁴¹ Yhtiölle optimaalisen rahoitustilanteen järjestämisessä merkitystä on sillä, että verotuksessa oman ja vieraan pääoman kohtelu on eriävää. Voittona jaetut varat eivät ole vähennettävissä yhtiön tuloksesta, mutta sen sijaan velan korot ovat vähennyskelpoisia kuluja, jotka vähennetään tuotosta ennen veron määräämistä.⁵⁴² Osakkeenomistajan kannalta voi olla edullista kasvattaa yhtiön pääomarakenteessa vieraan pääoman eli velan määrää, koska osakkeenomistajan residuaaliaseman vuoksi riskinä on menettää yhtiöön sijoitettu pääoma⁵⁴³, ja toisaalta OYL 1:2.2:n säätämän rajoitetun vastuun myötä osakkeenomistajan taloudellinen riski yhtiösuhteessa rajoittuu yhtiöön sijoitettuun pääomaan.⁵⁴⁴ Velkarahoituksen kasvu voi lisätä omistajan oman pääoman sijoituksesta saamaa tuottoa, koska pienempi suhteellinen osuus kokonaisrahoituksesta tapahtuu omalla pääomalla. Yhtiön kannalta kyse on ns. velkaviivun täysimääräisestä hyödyntämisestä.⁵⁴⁵

Omien osakkeiden hankinta pääomarakenteen sopeuttamista silmällä pitäen korostaa tilinpäätöksen ja muun taloudellisen informaation merkitystä yhtiön edun toteutumisessa. Tällöin yhtiön intressitahot voivat arvioida omista lähtökohdistaan oman ja vieraan pääoman suhdetta ja siten päättää, sijoittavatko pääomaa yhtiöön.⁵⁴⁶ OYL 1:5:ssä määritellyn yhtiön oikeudellisen tarkoituksen kannalta pääomarakenteen sopeuttaminen omia osakkeita hankkimalla lienee perusteltua valistuneen voitonmaksimoinnin nojalla sillä, että yhtiön oman pääoman tuottoa

⁵³⁸ Savela 1999 s. 19, 207.

⁵³⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 76.

⁵⁴⁰ Villa 2003 s. 103.

⁵⁴¹ Mähönen – Villa 2006a s. 201.

⁵⁴² Villa 2003 s. 106, 111.

⁵⁴³ Villa 2003 s. 104.

⁵⁴⁴ HE 109/2005 vp s. 39.

⁵⁴⁵ Seppänen 2011 s. 152–153.

⁵⁴⁶ Villa 2001 s. 63–70.

kuvaavat ROE, ROIC, ROA⁵⁴⁷-tunnusluvut paranevat, jolloin yhtiö on houkuttelevampi sijoituskohde.⁵⁴⁸ Toisaalta tällä seikalla on merkitystä yhtiöiden tilinpäätösten julkisuuden ja sen myötä potentiaalisten sijoittajien informaation saannin kannalta. Tällöin valveutuneen sijoittajan on mahdollista havaita, ettei tunnuslukujen paraneminen ole välttämättä seurausta yhtiön varsinaisen liiketoiminnan kehityksestä.

Omien osakkeiden hankkiminen ja mahdollinen edelleen luovuttaminen on tapa järjestellä osakeyhtiön omistusta. Nykyisen oikeustilan mukaan omat osakkeet toimivat vastikkeena OYL:n mukaisissa yritysjärjestelyissä⁵⁴⁹ ja voivat olla vastiketta yrityskaupoissa.⁵⁵⁰ Yrityskauppatilanteessa on mahdollista, että myytävällä yrityksellä on ostajan kannalta liian suuret rahavarat. Ostaja ei täten halua ostaa käyttöpääoman tarpeen ylittävää rahavarallisuutta. Tällöin yrityskauppa voidaan toteuttaa yhdistelmänä, jossa myytävä yritys keventää tasettaan hankkimalla omia osakkeitaan. Osakkeenomistajiin nähden ulkopuolinen ostaja ostaa sen jälkeen loput yhtiön osakkeet.⁵⁵¹ Verotuskäytännössä kyseinen menettely on hyväksytty siinäkin tapauksessa, jolloin osakkeiden yksikköhinta ei ole sama yhtiön itsensä ja ostavan yhtiön tekemissä osakekaupoissa osakkeenomistajien kanssa. Oleellista verotuksellisesti on, ettei kauppahinta yhteensä ylitä osakkeiden käypää hintaa.⁵⁵² Sanottu hinta on kauppahetken pörssinoteeraus. Mikäli informaatio meneillään olevasta yrityskaupasta on yhtäläisesti kaikkien osakkeenomistajien saatavilla, tehokkaiden markkinoiden idean mukaisesti sen tulisi näkyä osakkeen hinnassa.⁵⁵³ Tällöin osakkeenomistajan kannalta kaupan osapuolella (yhtiö vai ulkopuolinen ostaja) ei ole nähdäkseni merkitystä, vaan kyse on sijoituksen arvon realisointi-hetkestä. Yrityskaupassa on mahdollista antaa vastikkeena uusia osakkeita, joita yhtiö on voinut saada haltuunsa OYL 9:20:n mukaisella maksuttomalla osakeannilla yhtiölle itselleen. Hankitut omat osakkeet verrattuna osakeannilla saatuihin uusiin osakkeisiin ovat yrityskaup-

⁵⁴⁷ ROE on lyhenne termistä ”return of equity”. ROE -tunnusluvun avulla arvioidaan yhtiön osakekohtaiselle omalle pääomalle laskettua tilikausikohtaista voittoa. ROIC = ”Return on Invested Capital” eli sijoitetun pääoman tuotto. ROIC-tunnusluku kertoo, kuinka paljon tuottoa yritys on tuottanut kaikilla sijoittajien rahoituksilla tehdyillä investoinneilla riippumatta siitä, mikä on velka- ja oma pääoma-rahoituksen keskinäinen suhde. ROA = ”Return on Assets” eli koko pääoman tuottoaste. ROA-tunnusluku mittaa, kuinka paljon tuottoa on saatu kaikilla tehdyillä investoinneilla riippumatta siitä, missä suhteessa velka- ja oma pääoma-rahoitusta on käytetty. Ks. esim. Seppänen 2011 s. 72–74.

⁵⁴⁸ Ks. HE 109/2005 vp s. 38 ja Mähönen – Villa 2006a s. 79 ja 92.

⁵⁴⁹ Laki elinkeinotulon verottamisesta (EVL) edellytti aiemmin, että vastikkeena tuli antaa yhtiön liikkeeseen laskemia uusia osakkeita. EVL muuttui v. 2009 alusta (L 30.12.2008/1077) siten, että vastikkeena uusien osakkeiden ohella hyväksytään myös yhtiön vanhoja osakkeita. Perusteena muutokselle oli EVL:ssa tarkoitettujen yritysjärjestelyjen helpottaminen. Ks. HE 176/2008 vp s. 21–22 ja s. 33.

⁵⁵⁰ Immonen 2011 s. 293–294.

⁵⁵¹ Immonen 2011b s. 254.

⁵⁵² Ks. KHO 1982 II 563.

⁵⁵³ Ks. esim. HE 157/1988 vp s. 3, jossa arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tavoitteeksi linjataan tehokkuus markkinoilla.

patilanteessa käytännöllisempiä, koska ne ovat jo valmiiksi rekisteröityjä. Uusien osakkeiden antaminen vastikkeena edellyttää niiden rekisteröinnin (OYL 9:14).

Omien osakkeiden hankinnalla on myös mahdollista vaikuttaa yhtiön omistusrakenteeseen.⁵⁵⁴ Esimerkiksi tapauksessa KHO 1999:40 omia osakkeita käytettiin osana valtion omistuksen purkamista. OYL:ssa ei säännellä ristiinomistus-tilanteista muiden kuin emo- ja tytäryhtiöiden välillä, mutta omien osakkeiden hankinta voi olla keino purkaa ristiinomistus muussa kuin konserni-suhteessa toimivien yhtiöiden välillä.⁵⁵⁵ Käytännössä tällöin on kyse suunnatusta hankinnasta, jolloin perusteena tulee olla OYL 15:6.1:n edellyttämä painava taloudellinen syy.⁵⁵⁶ Edellä sanottu yhtiön kannalta tarkoittanee OYL 1:5:ssä säädetyn yhtiön oikeudellisen tarkoituksen toteuttamista.

Yhtiön johdon palkitsemisjärjestelmä voi vaikuttaa omien osakkeiden hankkimisen taustalla. Tämä seikka huomioitiin muutettaessa VOYL:a omien osakkeiden hankintaa koskien.⁵⁵⁷ Pörssiyhtiöissä tavanomaista on käyttää palkitsemisessa johdolle myönnettäviä optio-oikeuksia. Optio-oikeudet antavat johdolle mahdollisuuden tulla yhtiön osakkeenomistajiksi. Tällöin optioiden on katsottu hyödyttävän jo olemassa olevaa omistajakollektiivia, koska ne saavat aikaan omistajien ja johdon intressien yhdentymisen. Johdon palkkio on siten suoraan sidoksissa yhtiön osakkeen arvon kasvuun.⁵⁵⁸ Optio-oikeuksien käyttö merkitsee omistajajoukon kasvun lisäksi myös yhtiön ulkopuolella olevien osakkeiden määrän lisääntymistä, minkä seurauksena vanhojen osakkeenomistajien omistuksen arvo laimentuu.⁵⁵⁹ Omien osakkeiden hankinnan ja optio-oikeuksien välinen yhteys on laimentumisen ehkäisyssä, mikä osakkeenomistajan kannalta tarkoittaa yhtäältä yritystä välttää optio-oikeuksien negatiivinen vaikutus osakkeen markkina-arvoon⁵⁶⁰ ja toisaalta ylläpitää johdon lojaalisuutta yhtiötä kohtaan.

⁵⁵⁴ Immonen 2011 s. 312.

⁵⁵⁵ Immonen 2011 s. 17.

⁵⁵⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 136. Ks. ”Painavan taloudellisen syyn” problematiikasta jäljempänä jakso 4.2.3.

⁵⁵⁷ HE 89/1996 vp s. 99.

⁵⁵⁸ Villa 2003 s. 77–78.

⁵⁵⁹ Weisbenner 2000 s. 2.

⁵⁶⁰ Weisbenner 2000 s. 25.

4.2.2 Osinkojen vaihtoehto osakkeenomistajille

Omien osakkeiden hankkiminen on yksi OYL 13:1:ssä määritellyistä varojenjakoavoista. Laiton varojenjako (OYL 13:1.3) määritellään OYL:n esitöissä muuksi kuin liiketaloudellisesti perustelluksi varojen siirtämiseksi pois yhtiön varallisuuspiiristä.⁵⁶¹ OYL ei sisällä liiketaloudellisen perusteen määritelmää.⁵⁶² Lain esitöiden mukaan varojen siirron tulee palvella yhtiön toiminnan tarkoitusta.⁵⁶³ Tämä vaatimus täyttyy, jos yhtiö esimerkiksi hankkii omiin osakkeisiinsa kytkeytyviä optio-oikeuksia käypään hintaan. Tällöin ei siis ole merkitystä sillä, että myyjänä on osakkeenomistaja.⁵⁶⁴ Tämän vuoksi osakehankintaa varojenjako-motiivilla on mielestäni perusteltua tarkastella välittömänä osakkeenomistajan hyötynä, jolloin ”yhtiön etu” -lähtökohta tarkoittaa, ettei menettely saa olla yhtiölle haitallinen. Varojenjako-motiivi voi olla perusteltu esimerkiksi verotuksellisista syistä, sillä joissain tilanteissa yhtiön ja osakkeenomistajan välinen osakekauppa on osinkoja edullisempaa sekä yhtiölle että osakkeenomistajalle verokohtelussa. Suhteessa osingonjakoon etuna on myös joustavuus, sillä omia osakkeita voidaan hankkia koska tahansa.⁵⁶⁵ Lisäksi yhtiöön kertyneitä ylimääräisiä kassavaroja on mahdollista jakaa osakkeenomistajille hankkimalla omia osakkeita, eikä tällöin ole tarvetta tavanomaisesta osingonjakopolitiikasta poikkeamiseen.⁵⁶⁶ Yhtiöt pyrkivät säännölliseen osingonjakokäyttämiseen, jotta osakekurssissa ei tapahtuisi heilahteluja varojenjaon vaikutuksesta.⁵⁶⁷

Omien osakkeiden hankinnalla varojenjako-näkökulmasta voi olla myös välillisen tarkoituksen luonne, jolloin varsinaisena kohteena on yhtiön ulkopuolella olevien osakkeiden määrään vaikuttaminen. Johdon optio-oikeuksien nojalla merkityt sekä yrityskaupoissa käytetyt osakkeet kasvattavat ulkona olevien osakkeiden lukumäärää, mutta yhtiön tulos pysyy ennallaan. Tällöin osakekohtainen voitto, jota kuvataan EPS-luvulla⁵⁶⁸, pienenee. Kyseessä on osakkeenomistajien omistuksen laimentuminen, jota voidaan siis ehkäistä hankkimalla omia osakkeita yhtiön haltuun. Yhtiön hallussa olevat osakkeet eivät ole mukana EPS –luvussa eivätkä

⁵⁶¹ HE 109/2005 vp s. 124, ks. myös Mähönen – Villa 2006b s. 333.

⁵⁶² Mähönen – Villa 2009 s. 259.

⁵⁶³ HE 109/2005 vp s. 124.

⁵⁶⁴ Mähönen – Villa 2009 s. 259.

⁵⁶⁵ Dittmar 2000 s. 333.

⁵⁶⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 135.

⁵⁶⁷ Tomperi 2004 s. 59–60.

⁵⁶⁸ Lyhenne EPS tarkoittaa lyhennettä sanoista Earnings Per Share. Kyseinen osakekohtaista voittoa kuvaava luku on myös osa osakekohtaista osinkoa kuvaavaa lukua, jolla puolestaan on merkitystä yhtiön osingonjakopolitiikkaa arvioitaessa.

muissakaan yhtiön arvoa kuvaavissa tunnusluvuissa.⁵⁶⁹ Yhtiön kannalta omien osakkeiden hankinta ei kaupan luonteisuudesta huolimatta kerrytä varallisuutta, sillä omia osakkeita ei saa merkitä taseen vastaaviin.⁵⁷⁰ Osinkojen korvaajana omien osakkeiden hankinta hyödyttää osakkeenomistajaa vain, jos hän päättää realisoida sijoituksensa.

Varojenjako-luonteisena toimena yhtiön omien osakkeiden hankintaa voidaan pitää yhtiön johdon informaationa potentiaalisille sijoittajille. Tämä perustuu sijoittajien myönteisiin reaktioihin tilanteessa, jossa yhtiön nettovarojen kassavirta ulospäin kasvaa osinkojen jaon tai omien osakkeiden hankinnan vuoksi. Kyseinen vaikutus perustuu yrityksen ”musta laatikko” -teoriaan⁵⁷¹, jossa yrityksen ulkopuolisille ennakoimattomat kassavarojen muutokset rahaprosessin ulos- ja sisään virtauksessa toimivat kommunikaationa johdon ja rahoitusmarkkinoiden välillä. Markkinat pitävät luotettavana vain sellaista johdon välittämää informaatiota, jota tuetaan rahallisella toimenpiteellä. Toisaalta teoria tuo esiin yhtiön johdon ja osakkeenomistajien eriytymisen ongelmallisuuden, kun tieto yhtiön taloudellisesta tilasta välittyy johdolta osakkeenomistajille rahoitusmarkkinoiden kautta.⁵⁷²

Yhtiön johdon päätös sijoittaa yhtiön varoja omiin osakkeisiin osingonjaon sijaan saattaa kytkeytyä johdolle mahdollisesti myönnettyihin optio-oikeuksiin. Jos yhtiön osakkeisiin kohdistuu laimentumisvaikutus, heikentää se myös yhtiön johdolla hallussaan olevien optio-oikeuksien arvoa. Mikäli osinkoja ei jaeta ja tuotot siten jätetään yhtiöön tai jos osakehankinnalla yhtiön ulkopuolella olevien osakkeiden määrää pienennetään, voi osakkeiden arvo jopa kasvaa.⁵⁷³ Kuvattu vaikutus hyödyttää tietenkin kaikkia osakkeenomistajia, mutta mikäli omien osakkeiden hankintaan ryhdytään varojenjako -motiivilla ja menettely tosiasiallisesti optio-oikeuksien markkina-arvon kasvattamiseen, ei johto mielestäni toimi puhtaasti lojaalisuusvelvoitteen mukaisesti. Tällöinhän käytännössä yhtiön varoja investoidaan yhtiön omaan rahoitusinstrumenttiin johdon palkitsemisjärjestelyjen vuoksi, mikä ei palvele yhtiön pääasiallista liiketoimintaa. Osakkeenomistajien kannalta johto käyttää yhtiön varoja omien intressiensä turvaamiseen, kun kyseiset varat olisi voitu jakaa osinkoinakin.

⁵⁶⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 135.

⁵⁷⁰ Mähönen – Villa 2006b s. 373.

⁵⁷¹ Yrityksen kuvattuna ”mustana laatikkona” tarkoittaa yrityksen toiminnan jakamista reaali- ja rahaprosessiksi. Yrityksen ympäristö eli muut talousyksiköt jaetaan tuotannontekijä-, suorite- ja rahoitusmarkkinoiksi. Yritys on ikään kuin ulkomaailmastaan erillinen, taloudellinen yksikkö ja sitä tarkastellaan ulkoapäin. Ks. esim. Villa 2001 s. 13-14.

⁵⁷² Tomperi 2004 s. 25.

⁵⁷³ Weisbenner 2000 s. 2.

4.2.3 Yhdenvertaisuus-näkökulma

Omien osakkeiden hankinnan salliminen VOYL:n muutoksen (L 14.2. 1997/145) yhteydessä edellytti lain perustelujen mukaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden ja markkinoiden luotettavuuden turvaamista.⁵⁷⁴ Yhdenvertaisuusperiaatteen tulisi siten olla korostetusti ennalta estävä, jo yhtiön osakehankinnan suunnitteluvaiheessa vaikuttava normi.⁵⁷⁵ Kuten jo aiemmin todettiin, OYL:ssa ei säännellä, mihin tarkoitukseen yhtiö voi osakkeitaan hankkia. Lisäksi hankintatarkoituksen ei tarvitse olla sitova. Tällöin yhdenvertaisuusperiaatteen mahdollista loukkausta on hankala ennakoita OYL 1:7:n 2 virkkeen ”on omiaan” -ilmauksen nojalla. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuudella on yhteys osakkeiden myyntipäätökseen (tai toisaalta pitämispäätökseen), sillä kaikilla osakkeenomistajilla tulee olla yhdenvertainen mahdollisuus myydä osakkeensa yhtiölle riippumatta siitä, mitkä syyt vaikuttavat omien osakkeiden hankintapäätökseen. Lain sanamuodon mukaan osakkeita tulisi hankkia osakkeenomistajien omistusten suhteessa. Pörssiyhtiön omien osakkeiden hankinta julkisella ostotarjouksella tulee käytännössä aina suunnatuksi eli osakkeenomistajien omistussuhteet yhtiössä muuttuvat hankinnan seurauksena.⁵⁷⁶ Yhdenvertainen myyntimahdollisuus eri hankintamotiivien vaikuttaessa menettelyn taustalla on nähdäkseni tärkeä osakkeenomistajan tulevan aseman ennakoinnin kannalta. Esimerkiksi yritysvaltauksen uhka vaikuttaa eri tavoin eri asemassa oleviin osakkeenomistajiin ja heidän haluunsa realisoida omistuksensa yhtiössä. Tällöin jokin omistajaryhmittymä voi vaikuttaa yhtiön johtoon niin, että johto ryhtyy valtausta torjuviin toimiin. Kyseisestä omistajaryhmittymä-lähtökohdasta johdon toimet johtavat usein yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomiseen⁵⁷⁷, vaikka ne näennäisesti tähtäisivätkin yhtiön itsenäisyyden säilyttämiseen. Yritysvaltaustilanteissa yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottu rajoittavan johdon mahdollisuutta käyttää yhtiön resursseja torjuntatoimiin, koska ensisijaisesti johdon tulisi huolehtia siitä, että kaikki osakkeenomistajat saavat osakkeistaan parhaan mahdollisen hinnan.⁵⁷⁸

Hankintamotiiveilla on myös yhteys osakkeen arvoon. Tällöin yhdenvertaisuuden vaatimus asettaa velvoitteita yhtiön johdolle siten, ettei liiketoiminnallisesti perusteltu ratkaisu aiheuta

⁵⁷⁴ HE 89/1996 vp s. 29-30.

⁵⁷⁵ Ks. Huttunen 1984 s. 427, jossa esitetään yhdenvertaisuusperiaatteen edellyttävän, että ”päätöksellä tavoiteltu tarkoitus on toteutettava sellaisin tarpeellisin keinoin, jotka vähiten rasittavat vähemmistöä”.

⁵⁷⁶ Immonen 2011 s. 297.

⁵⁷⁷ Sillanpää 1994 s. 110.

⁵⁷⁸ Sillanpää 1994 s. 111–112.

tiettyjen osakkeenomistajien sijoituksen arvon heikkenemistä.⁵⁷⁹ On katsottu, ettei lähtökohdaisesti yhtiölle edullinen hankintamotiivi ole riittävä hankinnan toteuttamiseksi, koska pörssi-yhtiöiden osakkeenomistajat eroavat toisistaan sekä intresseiltään että kyvyiltään valvoa omaa intressiä.⁵⁸⁰ Yleisesti ottaen osakkeenomistajiin eri tavoin vaikuttava ja vähemmistöä loukkaava menettely yhtiön etuun vedoten on mahdollista korkeintaan poikkeuksellisesti, esimerkiksi yhtiön talousvaikeuksien vuoksi.⁵⁸¹

Omien osakkeiden hankinta osingonjaon vaihtoehtona korostaa yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinnassa osakkeenomistajien keskinäistä yhdenvertaisuutta varojen jaossa suhteessa yhtiöön.⁵⁸² OYL:n perusteluissa täydellisen osingonjaosta pidättäytymisen katsotaan loukkaavan yhdenvertaisuutta.⁵⁸³ Lain perustelut eivät ota kantaa omien osakkeiden hankintaan osingonjaon luonteisena menettelynä, mutta nähdäkseni yhdenvertaisuuden vaatimus voitonjakotilanteissa ei välttämättä täysin täyty osakehankinnassa. Osingonjaossa osakkeenomistajien tulisi saada yhtiöstä varoja omistettujen osakkeiden lukumäärän suhteessa, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Omien osakkeiden hankinta voidaan suorittaa käypien arvojen suhteessa.⁵⁸⁴ Pörssi-yhtiön osakkeen käypänä arvona pidetään julkisesti noteerattua kurssia. Perusteena tälle on rahoitusteoreettinen oletus, jonka mukaan osakkeen kurssi ilmentää kaikkea markkinoilla olevaa informaatiota. Teoria ei huomioi puutteellisen informaation aikaansaamaa markkinoiden epätäydellistä toimintaa, jolloin käyvän arvon määrittäminen voi pörssi-yhtiössäkin olla yhdenvertaisuuden kannalta ongelmallista.⁵⁸⁵ Kyseistä tilannetta voi kuvata kuvitteellisen, mutta käytännössä mahdollisen esimerkin avulla:

Yhtiössä on kaksi noteerattua osakesarjaa A ja B. A-osake on markkinoilla noteerattu 3 yksikköä korkeammaksi kuin B-osake. A-osake tuottaa paremman äänioikeuden, mutta B-osake puolestaan oikeuttaa osinkoon ennen A-osaketta. Omien osakkeiden hankinta käypään arvoon eli markkinoilla noteerattuun arvoon johtaisi osinkoetuoikeutetun⁵⁸⁶ B-osakkeen edun katoamiseen

⁵⁷⁹ TaVM 24/1996 vp s. 4.

⁵⁸⁰ Koski – af Schulten 1998 s. 417.

⁵⁸¹ Sillanpää 1994 s. 107.

⁵⁸² Sillanpää 1994 s. 120.

⁵⁸³ HE 109/2005 vp s. 39.

⁵⁸⁴ TaVM 24/1996 vp s. 4.

⁵⁸⁵ TaVM 24/1996 vp s. 4.

⁵⁸⁶ VOYL 3:1a – 1c sisälsi sääntelyn etuosakkeista, mikä tarkoitti äänioikeudeltaan rajoitettua mutta taloudellisen etuuden tuottavaa osaketta. Mikäli yhtiön yhtiöjärjestyksessä on VOYL:n aikaisia etuosakkeita koskevia määräyksiä, niihin sovelletaan edelleen VOYL 3:1a – 1c:ä. Ks. HE 109/2005 vp s. 213. Nykyinen OYL ei edellytä, että äänioikeudeltaan rajoitetun tai kokonaan äänivallattoman osakkeen tulisi sisältää parempia taloudellisia etuuksia yhtiön varojen jaossa. Syynä muutokseen oli sopimusvapauden korostaminen. Ks. HE 109/2005 vp s.

verrattuna A-osakkeeseen. Yhdenvertaisuuden rikkomisen kannalta kyse on sijoitusehtojen muuttamisesta vastoin osakkeenomistajan suostumusta.⁵⁸⁷

Kuvatussa tilanteessa muodollinen yhdenvertaisuus eli osakkeenomistajien yhtäläinen mahdollisuus myydä osakkeitaan yhtiölle toteutuu, mikäli menettely on OYL:n ja AML:n mukaista. Tosiasiallisesti menettely kuitenkin vaikuttaa osakkeenomistajien asemaan eri tavalla. Peruste eli sijoitusehtojen muuttaminen on yhtiöoikeudellinen, jolloin yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan vedota. Toisin on silloin, jos yhtiön suorittama varojenjako tavasta riippumatta vaikuttaa osakkeenomistajiin erilalla yhtiön ulkopuolisesta syystä. Muun muassa verotuksesta aiheutuvat erot osakkeenomistajien asemassa varojenjaon seurauksena eivät ole peruste yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamiselle.⁵⁸⁸ Toisaalta verotukselliset seikat voivat vaikuttaa varojenjakotavan valintaan, mikäli omien osakkeiden hankinta on enemmistöosakkeenomistajille osinkoja edullisempi veroseuraamusten kannalta.⁵⁸⁹

Edellä on tarkasteltu omien osakkeiden hankintaa yhtiön liiketoiminnallisena ratkaisuna sekä voitonjakotapana. Kun omien osakkeiden hankinta sallittiin v. 1997 osakeyhtiölain muutoksella, lain esitöissä osakehankintaa pidettiin yhtiön toiminnan kannalta *poikkeuksellisenä* (kursivointi tässä) tapana jakaa voitonjakokelpoisia varoja. Tämän vuoksi osakkeenomistajien ja myös muiden sidosryhmien kannalta tärkeänä pidetään mahdollisuutta yhtiön antamaan informaation omien osakkeiden hankintapäätöksen syistä. Yhdysvaltalais tutkimuksissa koskien pörssiyhtiöiden varojenjako-tapoja on havaittu, että osakkeenomistajien yhtiön tilasta saadun informaation määrällä on yhteys äänestyskäyttäytymiseen yhtiökokouksessa, kun kyse on yhtiön varojenjaosta osakehankinnalla. Jos kokouksessa edustettujen äänten enemmistön hallitsijat ovat hyvin informoituja, omien osakkeiden hankintapäätös on todennäköinen. Tilanteessa, jossa parempaa tietoa verrattuna muihin kokouksen osanottajiin on vähemmistöäännten edustajilla, varojenjako tapahtuu osinkopäätöksellä.⁵⁹⁰ Lisäksi yhtiön tiedottaminen hankintamotiiveista nähdään merkitykselliseksi arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden takaamiseksi.⁵⁹¹ Edellä (jakso 2.4.2) käsitellyn yrityksen sopimusverkkomallin kannalta sopimusverkon osapuolen oikeus yhtiötä koskevan informaation on tärkeä riskinhallintaväline, jonka

50-51. Nykyisinkin tosin on yleistä, että osakkeen tuottaman äänivallan rajoittamista hyvitetään kohdistamalla osakkeeseen yhtiöjärjestysmääräyksellä parempia taloudellisia oikeuksia. Ks. Mähönen – Villa 2006b s. 127.

⁵⁸⁷ Ks. Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 52.

⁵⁸⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 39.

⁵⁸⁹ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 1010–1011.

⁵⁹⁰ Tomperi 2004 s. 57-58.

⁵⁹¹ HE 89/1996 vp s. 101.

avulla riskiposition sisältöä on mahdollista arvioida ja ennakoida suhteessa muihin verkon osapuoliin.⁵⁹² Enemmistöosakkeenomistaja on määräysvaltansa lisäksi paremmassa asemassa myös informaation saannin suhteen, sillä yhtiön johdolla katsotaan olevan suurempi informaatiovelvoite enemmistöomistajia kohtaan verrattuna vähemmistöön.⁵⁹³ Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältämä osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimus omien osakkeiden hankinnassa merkitsee nähdäkseni johdon lojaliteettivelvoitteen korostumista vähemmistöä kohtaan informaation kulussa ja laadussa. Informaation suhteen johdon lojaliteettivelvoitetta tulisi pohtia eri osakkeenomistajatahojen kannalta eikä niinkään OYL 1:8:n nojalla yhtiön edun kannalta. Koska paras tietämys yhtiön asioista on yleensä johdolla eikä enemmistöosakkeenomistajilla, tulisi tämä huomioida myös yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinnassa. Oleellista ei siten olisi yhdenvertaisuussäännöksen kohdentuminen enemmistö-vähemmistö -suhteeseen, vaan johdon lojaliteettivelvoitteen tarkastelu yhdenvertaisuuden toteutumisen kannalta.

4.3 Päätöksentekomenettely omien osakkeiden hankinnassa

4.3.1 Yhtiökokouskutsu

Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi (2007/36/EY) edellyttää, että yhtiö huolehtii yhtiökokoukseen osallistumisen ja äänioikeuden osalta samassa asemassa olevien osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta. OYL:ssa yhdenvertaisesta kohtelusta säädetään direktiivin edellyttämää laajemmin.⁵⁹⁴ Yhtiökokouksen koolle kutumisesta vastaa OYL 5:17:n mukaan yhtiön hallitus, ellei yhtiöjärjestyksessä tehtävää ole annettu hallintoneuvostolle. Kutsuajasta säädetään OYL 5:19:ssä, jonka mukaan pörssi-yhtiön on toimitettava kokouskutsu viimeistään kolme viikkoa ennen yhtiökokousta tai yhdeksän päivää ennen OYL 4:2.2:ssä tarkoitettua yhtiökokouksen täsmäytyspäivää (5:19.3). Varhaisin ajankohta kokouskutsulle on kolme kuukautta ennen yhtiökokousta, 5:7:n mukaista viimeistä ilmoittautumispäivää tai 4:2.2:n mukaista yhtiökokouksen täsmäytyspäivää (5:19.1). Kutsutavaksi oletetaan OYL 5:20:ssä kirjallinen kokouskutsu, joka on toimitettava jokaiselle osakkeenomistajalle, jonka osoite on yhtiön tiedossa. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä muunlaisesta kutsutavasta. Kirjallinen kutsu on kuitenkin pakollinen, jos yhtiökokouksessa käsitellään yhtiöjärjestyksen muuttamista (OYL

⁵⁹² Mähönen – Villa 2006a s. 199.

⁵⁹³ Ibid.

⁵⁹⁴ HE 52/2009 vp s. 5.

5:20.2). Kutsun hyväksyty toimittaminen tarkoittaa, että kirje annetaan postin kuljetettavaksi tai ilmoitus kutsusta julkaistaan lehdessä.⁵⁹⁵

Kokousasiakirjoista säädetään OYL 5:21:ssä. Omien osakkeiden hankinta yhtiökokouksen asiana on mainittu lainkohdan 2 momentissa, minkä vuoksi päätösehdotusten lisäksi yhtiön taloudellista tilaa koskevat asiakirjat on ennen kokousta pidettävä osakkeenomistajien nähtävänä yhtiön pääkonttorissa tai internet -sivuilla. Pörssiyhtiötä koskevat erityissäännökset kokousasiakirjojen nähtävillä pitämisestä ja lähettämisestä sisältyvät OYL 5:22:ään. Pörssiyhtiön tulee pitää nähtävillä kokouskutsu sekä päätösehdotukset ja yhtiön taloudellista tilaa koskevat asiakirjat yhtiön internet -sivuilla ajanjakson, joka alkaa viimeistään kolme viikkoa ennen kokousta ja päättyy aikaisintaan kolme kuukautta kokouksen jälkeen (OYL 5:22.1). Lainkohdan 2 momentissa viitataan arvopaperimarkkinain (AML) säännöksiin. Viittaus tarkoittaa pörssiyhtiön velvoitetta julkistaa AML 2:6:n mukaisesti tilinpäätös, toimintakertomus ja tilintarkastuskertomus. Julkistamisen tulee tapahtua OYL 5:22.2:n mukaan viimeistään kolme viikkoa ennen yhtiökokousta.

4.3.2 Päättäminen ja päätöksen sisältö yhtiökokouksessa

Päätöksentekoa koskevat yleiset säännökset sisältyvät OYL 15:5:en. Omien osakkeiden hankkiminen ei ole mahdollista ilman päätöstä yhtiökokouksessa. Yhtiökokous voi päättää joko suoraan hankinnasta tai päättää hankinta-valtuutuksesta yhtiön hallitukselle. Pörssiyhtiössä omien osakkeiden hankintapäätös tulee tehdä OYL 5:27:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä ja tarvittaessa osakelajikohtaisella enemmistöllä. Kyseiset tavanomaista enemmistöperiaatetta tiukemmat äänestysvaatimukset ovat seurausta pääomadirektiivin 40 artiklasta.⁵⁹⁶ OYL 5:27:n mukaan hankintapäätöstä tulee kannattaa vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista, jotta yhtiökokouksen päätös olisi pätevä. OYL 15:6:ssa säädettyä suunnattua hankintaa päätettäessä lisäedellytyksenä pörssiyhtiössä on, että päätöstä kannattaa vähintään kahden kolmasosan määräenemmistö kunkin osakelajin kokouksessa edustetuista osakkeista (OYL 5:27.3). Pääomadirektiivin vuoksi pörssiyhtiössä sekä suuntaamaton että suunnattu hankinta vaatii aina tuekseen kahden kolmasosan määräenemmistön äänistä ja yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista.⁵⁹⁷ Suunnattu hankinta on kyseessä silloin,

⁵⁹⁵ HE 109/2005 vp s. 72.

⁵⁹⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 143–144.

⁵⁹⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 158.

kun osakkeita hankitaan muutoin kuin osakkeenomistajien omistamien osakkeiden suhteessa tai hankinta poikkeaa yhtiössä mahdollisesti olevien erilajisten osakkeiden keskinäisestä suhteesta.⁵⁹⁸ Pörssiyhtiössä suoritettava omien osakkeiden hankinta arvopaperipörssin välityksin on aina suunnattu.⁵⁹⁹ Määräenemmistövaatimusta voidaan yhtiöjärjestyksellä tiukentaa, vaan ei lieventää (OYL 5:27.4).

Osakelajikohtaisen määräenemmistön vaatimus (OYL 5:27.3) perustuu oletamaan siitä, että osakkeenomistajien intressit voivat poiketa merkittävästikin toisistaan. Osakelajikohtaisuus päätöksenteossa on siten yhdenvertaisuutta ylläpitävä. Tämän osalta oikeustila ei ole muuttunut, sillä jo VOYL:ssa omien osakkeiden hankintapäätös pörssiyhtiössä edellytti osakelajikohtaista määräenemmistöä.⁶⁰⁰ Toisaalta säännös tarjoaa väärinkäytöksen mahdollisuuden, jos jokin osakelaji on yhtiökokouksessa pienen omistajajoukon edustamana. Tällöin kyseinen osakkeenomistajaryhmä voi neuvotella itselleen suhteettomia etuja päätösmenettelyn estämisen uhalla.⁶⁰¹ Tällainen epäkohta yhtiön asioiden hoidossa pohjautuu määräysvaltasuhteiden järjestelyihin osake ja ääni -periaatteesta poikkeamalla, jolloin intressiristiriidat voivat johtaa opportunistisiin yhtiön sisällä.⁶⁰² Tästä voidaan johtaa päätelmä siitä, että osakelajikohtaisessa määräenemmistövaatimuksessa kokouksessa edustettujen osakkeiden merkitys korostuu. Toisaalta herää kysymys äänestyksessä passiivisen eli tyhjää äänestävän osakkeenomistajan tahattomasta vaikutuksesta lopputulokseen pelkällä läsnäolollaan. Osakkaan oikeudet -direktiivin voimaansaattamiseksi OYL:n perusteluissa lausutaan, että osakkeenomistajan läsnäolo kokouksessa ei sinällään merkitse osakkeenomistajan halukkuutta osallistua päätökseen.⁶⁰³ Kyseistä perustelujen kohtaa pörssiyhtiön omien osakkeiden hankintapäätöksessä on

⁵⁹⁸ HE 109/2005 vp s. 137.

⁵⁹⁹ HE 109/2005 vp s. 138.

⁶⁰⁰ Asiasta säädettiin VOYL 7:4.2:ssa. Mielenkiintoinen seikka on, että omien osakkeiden hankintakieltoa kumottaessa ja VOYL:a muutettaessa 7:4.2:n sanamuotoa muutettiin eduskunnassa hallituksen esityksestä poikkeavaksi. Muutoksella vaikutettiin 2 momentin sisältöön siten, että hallituksen esityksestä poistettiin suostumusvaatimus. Sen mukaan omien osakkeiden hankintapäätökseen olisi tullut saada niiden osakkeenomistajien suostumus, joilla on vähintään puolet osakelajin osakkeista ja (kursivointi tässä) niiden osakkeenomistajien kannatus, joilla on vähintään kaksi kolmasosaa kunkin osakelajin kokouksessa edustetuista osakkeista. Eduskunnan muotovaatimusta lieventävä päätös perustui talousvaliokunnan mietintöön. Ks. TaVM 24/1996 vp. s. 7 sekä HE 89/1996 vp. s. 103.

⁶⁰¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 388.

⁶⁰² Tällainen ongelma erityisesti julkisissa osakeyhtiöissä, joiden arvopaperit siis ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, on saanut EU:n tasoista huomiota. Euroopan komissio perusti v. 2006 työryhmän tutkimaan järjestelyjä, joilla vähemmistöosakkeenomistajan on mahdollista saada merkittävä osuus yhtiön äänivallasta, vaikka omistus osakekannasta olisi suhteellisesti pieni. Työryhmän tehtävänä oli tutkia jäsenvaltioiden julkisia osakeyhtiöitä koskevaa sääntelyä ja sen perusteella analysoida, mikä olisi EU:n tasolla optimaalisin sallittavuus osake ja ääni -periaatteesta poikkeamisille. Tavoitteena olleesta yhtiöiden määräysvaltamekanismien harmonisoinnista EU:ssa jouduttiin kuitenkin luopumaan, koska työryhmän analyysin tulokset olivat niin ristiriitaisia, ettei tarpeeksi yksiselitteistä harmonisointiehtotusta voitu tehdä. Ks. European Corporate Governance Institute 2007 s. 5–7.

⁶⁰³ HE 52/2009 vp s. 33.

tulkittu siten, että kokouksessa läsnä olevan mutta päätökseen passiivisesti suhtautuvan osakkeenomistajan tulisi ilmoittaa, ettei hänen osakkeitaan pidä lukea edustettuihin osakkeisiin.⁶⁰⁴

Osakkeenomistajan äänestyskäyttäytymisen kannalta olennaista on, että omistettujen osakkeiden äänimäärä ja kysymys siitä, monellako äänellä on mahdollista äänestää yhtiökokouksessa käsiteltävässä asiassa, voivat merkitä eri asiaa.⁶⁰⁵ OYL 5:12:ssä viitataan poikkeamaan osake ja ääni -periaatteesta, jolloin kyseessä ovat mahdolliset yhtiöjärjestysmääräykset osakkeiden erilaisuudesta tai äänirajoituksista.⁶⁰⁶ OYL 3:4.1:n 3 kohdassa on oletettamäärä⁶⁰⁷, jonka mukaan kokonaan tai osin äänivallatonta osaketta ei huomioida sovellettaessa OYL 5:27:ää ja 5:28:ää yhtiökokouksessa edustettujen osakkeiden osalta. OYL 5:12.2:ssä säädetään pörssi-yhtiön osakkeenomistajan oikeudesta äänestää eri osakkeilla eri tavalla, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Kyse on mahdollisuudesta äänenjakamiseen äänestämällä osalla osakkeista ehdotuksen puolesta ja osalla vastaan.⁶⁰⁸ Äänenjakamisen oikeudellinen vaikutus osakkeenomistajan kannalta liittyy mahdollisiin OYL:n jälkikäteisten oikeussuojakeinojen käyttöön yhtiökokouksen päätöksen takia. Mikäli osakkeenomistaja on kannattanut päätöstä osalla omistamistaan osakkeista, menettää hän tavallisesti oikeuden vaatia vahingonkorvausta tai moittia päätöstä.⁶⁰⁹

Omien osakkeiden hankkimispäätöksen vähimmäissisällöstä säädetään OYL 15:7:ssä. Lainkohta ei säädi yhtiön hallituksen päätösehdotuksesta, joka on sekä yhtiökokouksen suoran hankintapäätöksen että valtuutuspäätöksen perusteena.⁶¹⁰ Sen vuoksi käytännössä päätösehdotus noudattaa OYL 15:7:ssä säädettyä.⁶¹¹ Yhtiökokous ei ole sidottu hallituksen päätösehdotukseen ja yhtiökokouksen päätös voi sisältää mainintoja muustakin kuin lain edellyttämästä.⁶¹² Tällaisten lakiin nähden ylimääräisten mainintojen oikeudellinen merkitys saattaa kuitenkin aiheuttaa epäselvyyttä hankinnan oikeusvaikutusten suhteen. Ongelmaksi voi tulla se, onko hankinta tehoton, jos on noudatettu OYL 15:7:n säätämiä edellytyksiä vaan ei hankintapäätöksen sisältöä kokonaisuudessaan. Yhtiön hallituksen tulee joka tapauksessa valvoa, että

⁶⁰⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 385.

⁶⁰⁵ Mähönen – Villa 2006c s. 89.

⁶⁰⁶ Ks. edellä jaksot 3.2.1 ja 3.2.2.

⁶⁰⁷ OYL 3:4.1:n 3 kohdan oletttamäärä tarkoittaa nimenomaisesti päätöksen tekemistä yhtiökokouksessa, jolloin säännöstä ei sovelleta vähemmistönsuojakeinojen käyttötilanteissa. Ks. HE 109/2005 vp s. 53.

⁶⁰⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 312–313.

⁶⁰⁹ HE 52/2009 vp s. 33.

⁶¹⁰ Ks. kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 618, luettelo hallituksen tehtävistä; kohta 27.

⁶¹¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 164.

⁶¹² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 1017, s. 1021.

osakkeenomistajan ja yhtiön välisen osakekaupan ehdot vastaavat hankintapäätöksen sisältöä.⁶¹³

Hankkimispäätöksen vähimmäisisältönä on aina OYL 15:7:n mukaan mainittava:

- 1) onko kysymys hankkimisesta vai lunastamisesta
- 2) päätöksessä tarkoitettujen osakkeiden lukumäärä tai enimmäismäärä osakelajeittain
- 3) keneltä osakkeita hankitaan, ja tarvittaessa se, missä järjestyksessä, sekä suunnatussa hankkimisessa perustelut sille, että suunnattuun hankkimiseen on OYL 15:6.1:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy
- 4) aika, jonka kuluessa hankittavat osakkeet on tarjottava yhtiölle
- 5) osakkeista maksettava vastike ja perustelut sen määrittämiselle sekä, jos vastike on muuta kuin rahaa, selvitys tällaisen omaisuuden arvosta
- 6) vastikkeen maksuaika
- 7) miten menettely vaikuttaa yhtiön pääomaan.

OYL 15:7:n 2 kohdan edellytys hankittavien osakkeiden määrän maininnasta liittyy OYL 15:11.1:n määräämään rajoitukseen, jonka mukaan hankkimista ei saa tehdä siten, että yhtiöllä ja sen tytäryhteisöillä olisi hallussaan enemmän kuin yksi kymmenesosa kaikista osakkeista.⁶¹⁴ Yhdenvertaisuuden kannalta sanotun säännön 3 kohdan henkilötahojen nimeämisen vaatimus täyttyy maininnalla hankinnasta julkisessa kaupankäynnissä, koska kaupankäynti pörssissä on yleensä anonyymiä. Suunnatun hankinnan perustelut painavan taloudellisen syyn osalta voivat käytännössä olla suppeitakin, kun osakkeita hankitaan pörssistä.⁶¹⁵ Sen sijaan silloin, jos suunnattu hankinta pörssi-yhtiössä suoritetaan julkisen kaupankäynnin ulkopuolella, perustelujen merkitys selvästi korostuu.⁶¹⁶ Merkille pantavaa on, ettei päätöksen sisällöltä edellytetä mainintaa hankinnan syystä ja perusteista muulloin kuin suunnatun hankinnan tilanteessa. OYL 15:7:n 4 kohdan hankinta-aikaa koskeva määräys ei vaadi, että hankinta-ajan tulisi olla sama jokaisen osakkeenomistajan osalta, joilla on hankittavaksi aiottuja osakkeita. Yhdenvertaisuusperiaate edellyttää kuitenkin, että eripituiselle hankinta-ajalle on oltava pätevä peruste. Lisäksi ajan on taattava kaikille osakkeenomistajille, joilla on muodollinen oikeus

⁶¹³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 171.

⁶¹⁴ Ks. edellä jakso 4.1, jossa selvitetään lähemmin kymmenesosa-rajaa.

⁶¹⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 165–166.

⁶¹⁶ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 1011.

tarjota osakkeitaan yhtiölle, myös tosiasiallinen mahdollisuus osakkeidensa myyntiin yhtiölle.⁶¹⁷

Kun yhtiökokous tekee suoran omien osakkeiden hankintapäätöksen, päätöksessä on OYL 15:7:n 5 kohdan mukaan mainittava osakkeista suoritettava vastike niin, ettei hallitukselle jää harkintavaltaa vastikkeen määrän osalta.⁶¹⁸ Yhtiökokous voi päättää vastikkeen suuruudesta tietyinä rahamäärinä tai vastikkeen sitomisesta hankkimishetken pörssikurssiin, joka on siis riippumaton hallituksen päätöksenteosta. Hinnan perusteluista ei ole säädetty, mutta on katsottu, että niillä on merkitystä silloin, jos osakkeiden hinnasta tai hankkimispäätöksestä ylipäänsä vallitsee erimielisyyttä osakkeenomistajien kesken. Julkisessa kaupankäynnissä suoritettavassa omien osakkeiden hankinnassa hinnanmuodostuksen oletetaan olevan aitoa⁶¹⁹, joten erimielisyydet osakkeen hinnasta lienevät perusteettomia. Hankintahinnan perusteeksi riittää siten viittaus pörssikurssiin.⁶²⁰ Vastikkeen maksuaika (6 kohta) voidaan määrätä muuten vapaasti, muttei kuitenkaan siten, että maksu suoritettaisiin ennen hankkimisen toteutumista.⁶²¹

Yhtiön hankkimien osakkeiden vastikkeen suorittamiseen käytetyt varat voivat olla yhtiön osakepääomaa⁶²², ylikurssi- tai vararahastojen pääomaa⁶²³ tai vapaata omaa pääomaa⁶²⁴ tai peräisin osin kaikista ryhmistä. Yhtiön sidotun oman pääoman eli osakepääoman tai ylikurssi- ja vararahastojen käyttäminen vaatii velkojiensuojamenettelyä (OYL 14:2). Velkojiensuojamenettely tarkoittaa, ettei omien osakkeiden hankintaa voida toteuttaa ilman OYL 14:3-5:ssä säädettyä menettelyä. Käytännössä osakehankinta tällöin hidastuu, sillä velkojiensuojamenettely vie aikaa vähintään kolme kuukautta.⁶²⁵ Hankintapäätöksen tulee OYL 15:7:n 7 kohdan mukaan sisältää maininta osakehankinnan vaikutuksesta yhtiön omaan pääomaan eli päätöksessä on otettava kantaa siihen, käytetäänkö vastikkeen maksuun osakepääomaa vai vapaata

⁶¹⁷ Ks. HE 109/2005 vp s. 139.

⁶¹⁸ HE 109/2005 vp s. 139.

⁶¹⁹ HE 109/2005 vp s. 135.

⁶²⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 169.

⁶²¹ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008 s. 1020.

⁶²² Ks. OYL 14:1.3:n 1 virke, jossa osakepääoman alentamistavaksi määritellään omien osakkeiden hankkiminen. OYL 14:1.1:n 1 virkkeen mukaan osakepääoman alentamisesta voidaan päättää vain yhtiökokouksessa. Tämän vuoksi omia osakkeita hallituksen valtuutuksella hankittaessa vastike on maksettava muusta kuin osakepääomasta.

⁶²³ Osakeyhtiölain voimaantulon 13.2 §:ssa viitataan OYL 14 luvun soveltamiseen, jossa puolestaan 14:1.3:ssa on viittaus 15 luvun säännöksiin omien osakkeiden hankinnasta.

⁶²⁴ Ks. OYL 15:5.2, jonka mukaan vapaa oma pääoma on ainoa vastikkeen maksutapa, kun osakehankinta suoritetaan hallituksen valtuutuksella.

⁶²⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 171.

omaa pääomaa.⁶²⁶ On myös mahdollista, että yhtiöjärjestyksessä määrätään, että omien osakkeiden hankintavastike suoritetaan vain voitonjakokelpoisilla varoilla.⁶²⁷ Hankintapäätöksen sisältö ja siihen liittyvät asiakirjat on pidettävä osakkeenomistajien saatavilla sen ajan, jona yhtiö on tarjoutunut osakkeet ostamaan.⁶²⁸

4.3.3 Yhtiökokouksen päätös valtuutuksesta hallitukselle

Mikäli yhtiökokous ei suoraan päätä omien osakkeiden hankinnasta, se voi OYL 15:5.2:n nojalla valtuuttaa hallituksen päättämään hankinnasta kokonaan tai joiltakin osin. Yhtiökokouksen suoran hankintapäätöksen ja valtuutuksen oikeudellinen ero liittyy hallituksen päättänytvaltaan. Valtuutuksena pidetään kaikkia päätöksiä, joissa hallitukselle jää itsenäistä päätösvaltaa hankinnan ehtojen osalta.⁶²⁹ Mikäli hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle, että yhtiökokous päättää suunnatusta hankinnasta tai hallituksen valtuuttamisesta suunnattuun hankintaan, tulee asiasta nimenomaisesti mainita yhtiökokouskutsussa OYL 15:6.3).

Yhtiökokouksen menettely valtuutus päätöksessä noudattaa OYL 15:5.1:ssä lausuttua, kuten myös suorassa hankintapäätöksessä. OYL 15:6:ssä säädetty suunnattu hankinta on otettava huomioon valtuutus päätöksessä. Mikäli valtuutuksessa ei nimenomaisesti kielletä hallitusta toteuttamasta hankintaa suunnattuna, tulee yhtiökokouksessa päättää valtuutuksesta OYL 5:27.3:n mukaisella osakelajikohtaisella määränemmistöllä.⁶³⁰ Valtuutus päätöksen tulee OYL 15:5.2:n mukaan sisältää hankittavien osakkeiden enimmäismäärä osakelajeittain, valtuutuksen voimassaoloaika sekä vastikkeen vähimmäis- ja enimmäismäärä. Valtuutus voi olla voimassa enintään 18 kuukautta (OYL 15:5.2). Valtuutuksen voimassaolo alkaa kulua yhtiökokouksen valtuutus päätöksestä.⁶³¹ Hallituksen on tehtävä päätös omien osakkeiden hankinnasta valtuutuksen voimassaoloaikana, mutta hankinnan toteutukseen on mahdollista ryhtyä voimassaolon päättymisen jälkeen.⁶³² Pörssi-yhtiöissä on yleistä, että valtuutus hankittavien osakkeiden enimmäismäärää koskien ylittää yhden kymmenesosan⁶³³ yhtiön kokonaisosakemäärästä.⁶³⁴ Pörssi-yhtiöllä hallussaan olevien omien osakkeiden määrä ei saa olla yli kymme-

⁶²⁶ HE 109/2005 vp s. 140.

⁶²⁷ HE 109/2005 vp s. 143.

⁶²⁸ Immonen 2011 s. 299.

⁶²⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 152.

⁶³⁰ HE 109/2005 vp s. 138.

⁶³¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 153.

⁶³² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 1030.

⁶³³ Ks. yhden kymmenesosan määrän merkityksestä edellä jakso 4.1.

⁶³⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 153.

nesosaa kaikista osakkeista (OYL 15:11.1). Vaikka valtuutus sallisikin yli kymmenesosan kinnan, tulee hallituksen huolehtia, että kymmenesosamäärän ylimenevät osakkeet mitätöidään sitä mukaa, kun osakkeita hankitaan. Hallitus voi päättää mitätöinnistä ilman valtuutusta (OYL 15:12.1).

Yhtiökokouksen päätös valtuuttaa yhtiön hallitus omien osakkeiden hankintaan on varsin yleistä pörssiyhtiöissä.⁶³⁵ Syynä on menettelyllinen joustavuus, koska varsinainen yhtiökokous pidetään vain kerran tilikauden aikana ja ylimääräinen yhtiökokous voidaan pitää vain yhtiöjärjestysmääräyksellä tai OYL:n määrittelemissä tilanteissa (OYL 5:3). Valtuutus sen sijaan mahdollistaa hallituksen päättämisen hankintaan ryhtymisestä 18 kuukauden ajan yhtiökokouksen valtuutus-päätöksestä (OYL 15:5.2). Usein hallituksella voi olla käytössään yhtiökokouksen päättämä säännöllinen hankintavaltuutus.⁶³⁶ Sisällöllisesti valtuutus päätökset yleensä antavat hallitukselle melko laajaa harkintavaltaa, kuten seuraavasta 3.5.2012 pidetyn Nokia Oyj:n yhtiökokouksen pöytäkirjan 15 §:stä käy ilmi:

”Todettiin, että hallitus ehdotti yhtiökokoukselle, että hallitus valtuutetaan päättämään enintään 360 miljoonan Nokian osakkeen hankkimisesta yhtiön vapaaseen pääomaan kuuluvilla varoilla. Ehdotettu osakemäärä oli alle 10 % yhtiön kaikista osakkeista. Valtuutuksen ehdotettiin olevan voimassa 30.6.2013 saakka ja se päättäisi varsinaisen yhtiökokouksen 3.5.2011 hallitukselle antaman vastaavan valtuutuksen.”⁶³⁷

Merkille pantavaa on, ettei yhtiökokouksen päätöksessä lausuta mitään osakkeiden hankintahinnasta. Seikka on nähdäkseen olennainen siksi, että kun hallitus päättää valtuutuksen nojalla osakehankinnasta, käytetty varallisuus on aina yhtiön voitonjakokelpoista vapaata pääomaa (OYL 15:5.2). Tämän vuoksi yhtiökokouksen tulisi jollain lailla ottaa kantaa siihen, minkälainen rahamäärä osingonjaolle vaihtoehtoisella toimella suuntautuu yhtiön osakkeenomistajille. Myöskään suunnatun hankinnan (OYL 15:6) mahdollisuuteen Nokia Oyj:n yhtiökokous päätöksessä ei oteta kantaa. Tämä voi selittyä sillä, että Nokia Oyj:ssä on nykyisin vain yksi noteerattu osakesarja⁶³⁸. Toisaalta pörssissä suoritettu omien osakkeiden hankinta on aina suunnattu, koska pörssikaupan luonteen vuoksi hankinta ei toteudu OYL 15:6.1:en sisältyvän oletettaman mukaisesti eli osakeomistusten suhteessa. Mikäli osakehankintaa pohditaan osin-

⁶³⁵ Immonen – Nuolimaa 2007 s. 195.

⁶³⁶ Ibid.

⁶³⁷ Ks. Nokia Oyj:n yhtiökokouksen pöytäkirja.

⁶³⁸ Ks. Nokia Oyj:n yhtiöjärjestys.

goille vaihtoehtoisena varojenjako tapana, mielestäni valtuutuksen sallima hallituksen laaja itsenäinen harkintavalta lähentää menettelyä amerikkalaiseen yhtiöoikeuteen, jonka mukaan hallitus yhtiökokouksen sijaan päättää osingonjaosta⁶³⁹. Mikäli yhtiössä on erilaisia osakkeita, valtuutus päätös tulee tehdä tiukennetulla määräenemmistöpäätöksellä (OYL 5:27.3), mikäli valtuutuksessa ei nimenomaisesti suljeta pois suunnatun hankinnan mahdollisuutta. Yhden osakelajin yhtiöissä valtuutukseen riittää kaikissa tilanteissa määräenemmistöpäätös (OYL 5:27.1), vaikka tällaisissakin yhtiöissä omien osakkeiden hankinta pörssissä tapahtuu suunnatusti. Tästä voi siis päätellä, että osake ja ääni-periaate yhtiökokouksessa ei välttämättä takaa pörssi-yhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, kun päätös pannaan täytäntöön käytännössä.

4.3.4 Maksukykyisyyden huomiointi

Omien osakkeiden hankintapäätöksessä on huomioitava OYL 13:2:n säädetty yhtiön maksukyky. Lainkohdan mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvyttöön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. OYL 13:2 koskee kaikkia OYL 13:1.1:ssä lueteltuja varojenjako tilanteita, joista yksi on omien osakkeiden hankinta. Säännöstä maksukykyisyydestä tulee soveltaa muiden varojen jakamista koskevien edellytysten lisäksi, mikä omia osakkeita hankittaessa tarkoittaa OYL 13:2:n soveltamisen lisäksi velkojien suoja menettelyä, jos hankinta rahoitetaan sidotulla omalla pääomalla. Vapaalla omalla pääomalla rahoitetun hankinnan edellytys on, että yhtiö säilyy maksukykyisenä.⁶⁴⁰

Maksukykyisyyttä arvioidaan yhtiön uusimman, vahvistetun tilinpäätöksen perusteella. Tämä käy ilmi OYL 13:3:stä, jossa säädetään varojen jaon edellytyksistä. Tämän normin mukaan varojen jaon tulee perustua viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen. Kyseisellä säännöksellä on sekä menettelyllinen että aineellinen sisältö. Menettelyllisesti korostuu tilinpäätökseltä vaadittu vahvistus ja tilintarkastus; mikäli näin ei ole, mikä tahansa varojen jako on OYL:n vastaista. Säännöksen aineellinen puoli painottaa varojen jaon liitännäisyyttä tilinpäätöksestä ilmevään määrään.⁶⁴¹ Omien osakkeiden hankinnassa oleellista on vapaan oman pääoman määrä, minkä osakkeenomistajat voivat yhtiöoikeudellisen periaatteen nojalla jakaa ilman velkoji-

⁶³⁹ Toiviainen 2002 s. 136.

⁶⁴⁰ HE 109/2005 vp s. 125.

⁶⁴¹ Mähönen – Villa 2006b s. 302.

en suostumusta.⁶⁴² Mainittu periaate sisältyy OYL 13:5:ään⁶⁴³, jossa säädetään tasetestistä jaettavan määrän edellytyksenä. Viimeisin, vahvistettu tilinpäätös mahdollistaa, että varoja voidaan jakaa meneillään olevan tilikauden päivämäärällä vahvistettuun tilinpäätökseen eikä välttämättä viimeksi päättyneen tilikauden tilinpäätökseen perustuen.⁶⁴⁴ OYL 13:3:ssa edellytetään, ettei jakoa ole mahdollista tehdä kiinnittämättä huomiota tilinpäätöksen laatimisen ja varojen jakopäätöksen välisenä aikana yhtiön taloudellisessa tilassa tapahtuneisiin muutoksiin. Tämän vuoksi lisääntyntäkään vapaan oman pääoman määrää ei voida jakaa ilman, että kyseinen varallisuus sisältyy OYL 13:3:ssä tarkoitettuun viimeisimpään tilinpäätökseen.⁶⁴⁵ Viimeisimmän, vahvistetun tilinpäätöksen taseen perusteella selvitetään vapaan oman pääoman määrä, minkä jälkeen sovelletaan OYL 13:2:n maksukykyisyydestä, jolloin selviää, minkä verran vapaata omaa pääomaa voidaan maksukyvyyn vaarantumatta jakaa.⁶⁴⁶

Ensisijainen velvollisuus valvoa yhtiön maksukykyisyyttä on yhtiön hallituksella, jolla on esittelijän vastuu ja täytäntöönpanovastuu yhtiökokoukseen nähden.⁶⁴⁷ OYL 13:2:n kirjoitusasu viittaa maksukykyisyyden huomioinnin kuuluvan sille yhtiön elimelle, joka päättää varojen jaosta eli yleensä yhtiökokoukselle lukuun ottamatta valtuutustilanteita hallitukselle. Yhtiökokouksen velvollisuus maksukykyisyyden arviointiin liittyy tosiasiallisiin mahdollisuuksiin; tällainen tilanne voi olla konsernisuhteessa, jossa emoyhtiö käytännössä tarkasti valvoo tytäryhtiön toimintaa.⁶⁴⁸ OYL 13:2:n esitöiden mukaan maksukykyisyyden arvioinnin ei tule asettaa yhtiön johdolle tai yhtiökokoukselle kohtuuttomia vaatimuksia.⁶⁴⁹ Maksukykyysarvioinnissa olennaista on jakopäätöshetken tietoisuus yhtiön taloudellisesta tilanteesta, eivätkä mahdolliset päätöksenteon jälkeen ilmi tulleet seikat. Johdon osalta liiketoimintapäätösperiaatteen noudattamisella on keskeinen merkitys.⁶⁵⁰ Jos omien osakkeiden hankinnan seurauksena yhtiön vapaa oma pääoma muuttuu negatiiviseksi, eikä velkojien suojaamennettelyä ole noudatettu, tilanne tarkoittaa OYL 13:4:ssä säädettyä laitonta varojenjakoja.⁶⁵¹

⁶⁴² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 60.

⁶⁴³ OYL 13:5:ssä on saatettu voimaan pääomadirektiivin 15 artiklan säännökset, joiden tarkoituksena on pyrkiä pääoman pysyvyyteen varojen jaossa; ks. Mähönen – Villa 2006b s. 311–314.

⁶⁴⁴ HE 109/2005 vp s. 126.

⁶⁴⁵ HE 109/2005 vp s. 126, TaVM 7/2006 vp.

⁶⁴⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 50.

⁶⁴⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 42.

⁶⁴⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 42–43.

⁶⁴⁹ HE 109/2005 vp s. 126.

⁶⁵⁰ Mähönen – Villa 2006b s. 317.

⁶⁵¹ HE 109/2005 vp s. 136.

4.4 Yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys päätösmenettelyssä

4.4.1 Yleistä

Yhtiöoikeudellisessa päätöksenteossa yhdenvertaisuusperiaatteen vastinparina on OYL 1:6:n ilmaisema enemmistöperiaate.⁶⁵² Enemmistöperiaate koskee sekä yhtiökokouksen että hallituksen päätöksentekoa. OYL 1:6:llä ei kuitenkaan ole välitöntä normatiivista merkitystä, koska päätöksenteosta säädetään yksityiskohtaisesti OYL:n 5 luvussa.⁶⁵³ On myös esitetty, että enemmistöperiaate on OYL:n periaatteista heikoin, koska pelkästään siihen perustuen päätös ei ole lainmukainen, mikäli päätösmenettelyssä on syrjäytetty muita OYL:n periaatteita.⁶⁵⁴ Siten merkittävää on, että päätöksenteko OYL 5:27:n säätämään määräenemmistöön tai yhtiöjärjestysmääräyksiin perustuen ei vielä tarkoita, että päätös noudattaisi yhdenvertaisuutta. Mikäli päätös edellytettyllä määräenemmistöllä on syntynyt yhden osakkeenomistajan äänillä, voidaan enemmistöperiaate syrjäyttää yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumista arvioitaessa.⁶⁵⁵

Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaatteen sisältämä yleislauseke on monitahoinen, mistä puolestaan nähdäkseni seuraa tulkinnanvaraisuutta syy ja seuraus -ketjun hahmottamisessa. Päätöksenteossa tulisi huomioida ensinnäkin OYL 1:7:n 2 virkkeen kielto päätöksen tai toimen tuottamasta epäoikeutetusta edusta. Jotta etu olisi epäoikeutettu, sen on oltava olennainen.⁶⁵⁶ Olennaisuus-kriteeri on tilannekohtainen, ja suuri vaikutus kriteerin täyttymiselle on oikeustoimen luonteella. Kyse on ennen muuta siitä, kuinka tarkka markkinahinta oikeustoimen kohteelle on määritettävissä.⁶⁵⁷ OYL 1:7:n 2 virkkeen ilmaus ”on omiaan tuottamaan” täytyisi myös huomioida päätöstä tehtäessä. Kyseistä ilmausta tulisi arvioida objektiivisesti, jolloin siis ilman nimenomaista epäoikeutettuun etuun tähtäävää tarkoitustakin päätös voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.⁶⁵⁸ Objektiivinen arvio päätöshetkellä lienee lähinnä teoreettinen mahdollisuus, koska yhtiön johto toimii OYL 1:8:n nojalla ensisijaisesti yhtiön etua ajaen ja enemmistöosakkeenomistajat OYL 1:5:n olettaman yhtiön voitontuottamistarkoituksen ohjaamina. Molemmissa OYL:n periaatteiden viitoittamissa tilanteissa osakkeen-

⁶⁵² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 36.

⁶⁵³ HE 109/2005 vp s. 39.

⁶⁵⁴ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 73.

⁶⁵⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 389.

⁶⁵⁶ Ks. KKO 1989:36, jossa asunto-osakeyhtiön yhdenvertaisuutta pohdittiin huoneistojen varustustason *olennaisella* (kursivointi tässä) poikkeamisella toisistaan sekä KKO 2009:22 kohta 13.

⁶⁵⁷ Savela 2010 s. 16.

⁶⁵⁸ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 74.

omistajat käsitetään homogeeniseksi ryhmäksi, joten päätösten ”on omiaan” -potentiaalia joidenkin osakkeenomistajien kannalta lienee vaikea todentaa.

Yhtiöoikeudellinen päätös voi olla joko moitteenvaraisesti pätemätön tai mitätön. Osakkeenomistajan moiteoikeus kuuluu OYL:n oikeussuojajärjestelmään, jonka ydin on pakottavaa oikeutta, eikä siitä siten voida poiketa yhtiöjärjestysmääräyksin.⁶⁵⁹ Moiteperusteena on menettelyllinen tai aineellinen virhe. Erottelulla ei kuitenkaan ole merkitystä seuraamusten kannalta.⁶⁶⁰ Moitteenvaraisuus koskee lähtökohtaisesti yhtiökokouksen päätöksiä. Hallituksen valtuutuksen nojalla tekemiä päätöksiä on mahdollista moittaa vain niissä tapauksissa, joissa oikeussuojan tarpeen katsotaan olevan korostunut. OYL:n perustelujen mukaan kyseinen tilanne on käsillä silloin, kun hallituksen valtuutuksen nojalla tekemä päätös sisältää aineellisen virheen, jonka vuoksi sama päätös yhtiökokouksen tekemänä olisi mitätön. Tällöin menettely hallituksen päätöksen mitätöimiseksi noudattaa yhtiökokouksen päätöksestä säädettyä.⁶⁶¹ Päätöksen pätemättömyys on seuraus OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisuudesta. Jos päätös muodollisesti täyttää OYL:n yksityiskohtaisten säännösten tai yhtiöjärjestyksen vaatimukset, keskeistä osakkeenomistajien välisten suhteiden kannalta on yhtiökokouksen päätöksen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuus.⁶⁶² Yhdenvertaisuutta loukkaavassa päätöksessä kyse voi olla OYL 1:7:n 1 virkkeen sisältämän osakkeiden oikeuksien tai 2 virkkeen yleissäännöksen vastaisuudesta.⁶⁶³ Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä on mahdollista moittaa kanteella päätöksen kumoamiseksi tai muuttamiseksi OYL 21:1:n nojalla. Mikäli laissa säädettyä kolmen kuukauden määräaika ei kanteen nostossa noudateta, päätös on pätevä. OYL 6:2.2:ssä kielletään hallitusta toimeenpanemasta yhtiökokouksen pätemätöntä päätöstä. Hallituksen tulisi siten arvioida yhtiökokouksen päätöksiä yhdenvertaisuuden kannalta. Jos arviointi laiminlyödään, voi hallitus joutua pätemättömän päätöksen mahdollisesti aiheuttamista vahingoista korvausvastuuseen.⁶⁶⁴

OYL 21:2:n 3 kohdan perusteella päätös on mitätön, jos se on selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, eikä päätökselle ole saatu OYL 5:29.3:ssä ilmaistua sellaisen osakkeenomistajan suostumusta, jonka kustannuksella epäoikeutettua etua annetaan. Yhdenvertaisuusperiaatetta päätöksenteossa voidaan siis hyväksytysti rikkoakin. Suostumuksen puute ei itses-

⁶⁵⁹ HE 109/2005 vp s. 32.

⁶⁶⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 727.

⁶⁶¹ HE 109/2005 vp s. 25.

⁶⁶² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 730.

⁶⁶³ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008 s. 75, s. 560.

⁶⁶⁴ Savela 2010 s. 22.

sään tee päätöksestä mitätöntä, vaan lisäksi on tarkasteltava yhdenvertaisuusperiaatteen loukkauksen selvyyttä. ”Selvyys” merkitsee, että oikeudenloukkaus olisi tullut havaita jo päätöstä tehtäessä. Tällöin ei siis ole merkitystä saadun edun tai kärsityn vahingon määrällä. Mitättömyysseuraus ei aiheudu tilanteista, joissa yhdenvertaisuuden loukkaus on tulkinnanvaraista.⁶⁶⁵ Näin ollen vaikuttaisi siltä, että OYL 1:7:n 2 virkkeen ”on omiaan” -ilmaus ja päätöksen mitättömyys liittyvät toisiinsa. OYL:n perusteluissa yhdenvertaisuusloukkauksen ”selvyys” on lisäksi liitetty illojaalisuuteen, jota perusteluiden mukaan ilmentää tilanne, jossa ”osakkeenomistajien yhteisiä varoja käytännössä tarkoituksellisesti siirretään yhdelle tai useammalle osakkeenomistajalle”.⁶⁶⁶ Selvyys-kriteeri täyttyy yleensä myös silloin, jos vähemmistöosakkeenomistajia estetään käyttämästä lain suojaamia oikeuksiaan. Tällöin kyse voi olla esimerkiksi yhtiötä koskevien taloudellisten tietojen toimittamisen laiminlyönnistä vähemmistöomistajille.⁶⁶⁷

Päätöksen mitättömyysseurausta, jonka edellytyksenä siis on yhdenvertaisuusloukkauksen selvyys, perustellaan luottamuksella, jonka mukaan yhtiön asioihin passiivisestikin suhtautuvan osakkeenomistajan tulee voida luottaa siihen, ettei yhtiökokouksessa tehdä hänen etunsa vastaisia ja samalla muiden etuja edistäviä päätöksiä.⁶⁶⁸ Luottamusta on edellä käsitelty yhtiöjärjestyksen sopimusluonteisuuden yhteydessä.⁶⁶⁹ Kyse on samalla osakkeenomistajan perustelluista odotuksista ja riskinhallinnasta. Päätöksen mitättömyyteen vetoamiselle ei ole erityistä määräaikaakaan, mutta on katsottu, että pätemättömyyden lailla mitättömyyskin voi korjaantua, ellei siihen ole vedottu kohtuullisen ajan kuluessa.⁶⁷⁰ Kohtuullisen ajan määrittämisessä on otettava huomioon, milloin osakkeenomistaja sai tiedon päätöksestä ja minkälaiset mahdollisuudet hänellä oli tiedon saantiin.⁶⁷¹ Mitättömyyden korjaantumisen arvioinnissa merkitystä on sillä, kuinka vakava ja minkä tyyppinen päätöksen lainvastaisuus on.⁶⁷²

⁶⁶⁵ HE 109/2005 vp s. 192.

⁶⁶⁶ HE 109/2005 vp s. 25.

⁶⁶⁷ Ks. ISHO 17.12 2009 nro 1192 S09/84, jossa yhtiön tilinpäätös- ja tilintarkastusasiakirjoja vuosilta 2006–2007 ei ollut saatavilla hallituksen laiminlyöntien vuoksi.

⁶⁶⁸ HE 109/2005 vp s. 192.

⁶⁶⁹ Ks. jakso 3.5.

⁶⁷⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 739.

⁶⁷¹ HE 109/2005 vp s. 193.

⁶⁷² Ibid.

4.4.2 Enemmistöperiaate vs. yhdenvertaisuus

Enemmistöperiaate tarkoittaa, että enemmistöosakkeenomistajilla on oikeus määrätä, miten yhtiön varoja käytetään. Varojen käyttö sisältää sekä liiketoiminnallisen puolen eli päätökset siitä, mitä ja miten liiketoimintaa harjoitetaan kuin myös voitonjaollisen puolen. Käytännössä enemmistön määräysvalta toteutuu välillisesti eli oikeutena valita yhtiön hallitus.⁶⁷³ Omien osakkeiden hankinta on edellä esitetyn mukaisesti mahdollista hallituksen toimenä yhtiökouksen valtuuttamana (OYL 15:5.2). Pörssi-yhtiöissä on sangen yleistä, että yhtiökokous-asiana päätetään valtuuttaa hallitus suunnattuun omien osakkeiden hankintaan.⁶⁷⁴ OYL:n säännökset osakkeenomistajan moiteoikeudesta koskevat kuitenkin lähtökohtaisesti yhtiökouksen päätöksiä. Tämä on OYL:n systematiikan mukaista, sillä yhdenvertaisuusperiaate sekä vähemmistönsuojasääntely määrittävät ensisijaisesti osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita. OYL 21:3:ssä säädetään mahdollisuudesta moittia hallituksen valtuutuksen nojalla tekemää päätöstä. Edellytyksenä moiteoikeudelle kuitenkin on, että päätös olisi ollut yhtiökouksen päätöksenä aineellisella perusteella mitätön.⁶⁷⁵ Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuus voi olla mitättömyysperuste 21:2.1:n 3 kohdan mukaisesti. Edellisessä jaksossa (4.4.1) on käsitelty yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinnanvaraisuutta itsessään, mikä luo nähdäkseni ongelman OYL 21:2.1:n 3 kohdan vaatimukselle yhdenvertaisuusperiaatteen *selvästä* (kursivointi tässä) loukkaamisesta mitättömyysperusteena. Tällöin hallituksen päätös omien osakkeiden hankinnasta on käytännössä vaikeasti moitittavissa, koska yhdenvertaisuuden loukkaus ei saa olla oikeudellisesti tulkinnanvarainen ja yhdenvertaisuuden tulee olla täysin selvästi arvioitavissa päätöshetkellä.⁶⁷⁶ Mainituista edellytyksistä seuraa, että yhdenvertaisuuden loukkauksen selvyys päätöksen mitättömyyden tai moitteenvapaisen pätemättömyyden välillä määrittyy oikeuskäytännössä.⁶⁷⁷

Edellä todettiin, että osakkeenomistajalla ei ole hallituksen päätöksen osalta pätemättömyyteen vetoamisen vaihtoehtoa, vaan hallituksen valtuutuksen nojalla tekemää päätöstä voi OYL 21:3:n nojalla moittia vain, jos yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus on selvä ja päätös näin ollen mitätön. Mielestäni selvänä yhdenvertaisuuden loukkauksena voisi pitää tilannetta, jossa varsinaisessa yhtiökokouksessa päätettäisiin pidättäytyä osingonjaosta vähemmistöosakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta. Sittemmin ylimääräisessä yhtiökokouksessa saman tili-

⁶⁷³ Villa 2001b s. 128.

⁶⁷⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 161.

⁶⁷⁵ HE 109/2005 vp s. 30.

⁶⁷⁶ HE 109/2005 vp s. 192.

⁶⁷⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 737.

kauden aikana päätettäisiin valtuuttaa hallitus omien osakkeiden hankintaan, eikä valtuutus sulkisi pois suunnatun hankinnan mahdollisuutta. Tällöin hallituksen päätös aloittaa osakehankinta olisi selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, mikä pohjimmiltaan olisi seurausta yhtiökokouksen päätöksen aineellisesta (varojenjako) yhdenvertaisuuden vastaisuudesta.

Omien osakkeiden hankinnasta päättämisessä tulee menetellä enemmistöperiaatetta tiukempien muotovaatimusten mukaisesti. Tiukennetut muotovaatimukset on katsottu järkeväksi tavaksi suojata vähemmistöosakkeenomistajia, koska muotovaatimusten rikkomisen osoittaminen on suhteellisen helppoa. Lisäksi ne nähdään tehokkaampana sääntelymekanismina verrattuna kyseenalaisten menettelyjen täydelliseen kieltämiseen.⁶⁷⁸ OYL:n muotovaatimusten ja menettelysäännösten katsotaan toimivan ennakkokontrollina osakkeenomistajan oikeudenloukkausten ehkäisyssä.⁶⁷⁹ Toisaalta on katsottu, ettei niillä olisi merkitystä pörssiyhtiön osakkeenomistajan keskeisen oikeussuojan kannalta, koska päätöksentekoodellytykset eivät suoraan määritä sitä, onko päätöksen asiasisältö sopusoinnussa toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa.⁶⁸⁰ Mielestäni tämä on relevantti näkökohta omien osakkeiden hankinnassa silloin, kun yhtiökokous päättää osakehankinnan valtuutuksesta hallitukselle. Koska valtuutus on voimassa 18 kuukautta, on mahdollista, että tänä aikana yhtiön liiketoiminnalliset olosuhteet muuttuvat merkittävästikin. Tällöin ei välttämättä ole selvää, toteutuko päätöksentekohetken yhdenvertaisuus enää silloin, kun hallitus päättää toteuttaa osakehankinnan. Omien osakkeiden hankintapäätöstä normittavien tiukennettujen muotomääräysten (OYL 5:27) ja sillä tavoitellun ennakkollisen oikeussuojan merkitys ikään kuin liudentuu valtuutus päätösten seurauksena. Jälkikäteen oikeussuoja on osakeyhtiöoikeudellisessa sääntelyssä ollut yksinomainen silloin, kun kyseessä on yhtiön johdon tekemä liiketoimintaratkaisu.⁶⁸¹ Yhdysvalloissa osavaltiokohtaisissa yhtiölakisäädöksissä on laajasti omaksuttu lähtökohta, jonka mukaan yhtiön hallituksella on laajat valtuudet määrätä esimerkiksi osakeanneista ja osakkeiden takaisinostoista.⁶⁸² Näiden seikkojen perusteella ei tyhjentävästi voida määrittää, onko omien osakkeiden hankinta yhtiöoikeudellinen vai liiketaloudellinen päätösratkaisu. Tällöin yhdenvertaisuusperiaatetta tulisi enemmistöperiaatteen lisäksi punnita myös suhteessa johdon toimintaa määrittäviin periaatteisiin.

⁶⁷⁸ OM 2000 s. 30.

⁶⁷⁹ Mähönen – Villa 2006a s. 47.

⁶⁸⁰ Vahtera 2011 s. 275.

⁶⁸¹ OM 2000 s. 29.

⁶⁸² Ibid.

4.4.3 Suunnatun hankinnan perusteen tulkinta ja yhdenvertaisuus

OYL:ssa ei nimenomaisesti määritellä, mitä omien osakkeiden suunnatulla hankinnalla tarkoitetaan. Osittain asia käy ilmi OYL 15:6:sta, jossa suunnatuksi hankinnaksi säädetään osakkeiden hankkiminen muutoin kuin omistettujen osakkeiden suhteessa. Kyseinen lainkohta jättää kuitenkin avoimeksi tilanteen, jossa yhtiössä on erilaisia osakkeita. Tällöin OYL 15:6:n mukaan suunnattu hankinta ei olisi kyseessä silloin, kun osakkeita ei hankittaisi kunkin omistetun osakelajin suhteessa. OYL:n perusteluissa OYL 15:5:n kohdalla, joka ei lainkaan sääntele osakehankintaa, lausutaan, että hankinta on suunnattu, paitsi mikäli: ”tarjoudutaan hankkimaan kunkin osakelajin osakkeita samassa suhteessa kuin osakkeenomistajalla ennestään oli senlaisia osakkeita”.⁶⁸³ OYL 15:6:n sanamuotoon kyseinen perustelu ei kuitenkaan sovi. Lienee kuitenkin niin, että OYL 15:6:a on tulkittava edellä selostetun hallituksen esityksen mukaisesti.

Yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta suunnatusta hankinnasta päättäminen edellyttää, että suunnatun hankinnan kaikille osakkeenomistajille koituvat hyödyt ylittävät osakkeenomistajan muodollisen yhdenvertaisuuden syrjäyttämisestä aiheutuvat haitat.⁶⁸⁴ OYL 15:6:ssa säädetty suunnatun hankinnan edellytys on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Yhtiön edun ja kaikkien osakkeenomistajien hyödyn rinnastaminen on ongelmallista sen vuoksi, ettei hyödyn jakaantuminen suhteellisesti osakkeenomistajien kesken ole välttämättä läheskään samanlaista. OYL:n perustelut viittaavat siihen, ettei omien osakkeiden hankintaa millään muotoa saisi toteuttaa, jos siitä hyötyisi vain osa osakkeenomistajista. Tällöinhän yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus olisi ilmeinen. OYL 15:6:a on katsottu vaativan sanamuodon mukaista tulkintaa, eikä yhdenvertaisuusperiaate-lähtöistä tulkintaa.⁶⁸⁵ Yhtiön päätös hankkia omia osakkeitaan on toisaalta eri asia kuin painava taloudellinen syy suunnattuun hankintaan. Tämä käy ilmi OYL 15:5:stä. Painavan taloudellisen syyn vaatimuksesta voidaan poiketa kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella.⁶⁸⁶ Tämä lienee käytännössä mahdotonta pörssi-yhtiöissä.

OYL:n perustelujen mukaan yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaus suunnatussa hankinnassa voi aktualisoitua, jos merkittävä osa yhtiön jakokelpoisista varoista käytetään osakehankin-

⁶⁸³ HE 109/2005 vp s. 137.

⁶⁸⁴ HE 109/2005 vp s. 138.

⁶⁸⁵ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 1010.

⁶⁸⁶ Immonen – Nuolimaa 2007 s. 196.

taan.⁶⁸⁷ Tällöinhän yhtiön osingonjakokelpoinen varallisuus pienenee. Painavan taloudellisen syyn aineellinen sisältö tulisi mielestäni olla täsmällisemmin ilmaistu OYL:n perusteluissa, jolloin suunnatun hankinnan yhdenvertaisuusvaatimus täsmentyisi. OYL:n perusteluissa todetaan vain, että ”pörssiyhtiön suorittama omien osakkeiden hankinta on *käytännössä* (kursivointi tässä) aina suunnattu”.⁶⁸⁸ Tämän perusteella pörssiyhtiön omien osakkeiden hankinnalle olisi siten oltava aina painava taloudellinen syy. Tällainen syy on OYL:n perustelujen mukaan oltava myös OYL 9:4:ssä tarkoitetulle suunnatulle osakeannille.⁶⁸⁹ Myös suunnattua omien osakkeiden hankintaa koskevissa OYL:n perusteluissa viitataan suunnattuun osakeantiin painavaa taloudellista syytä korostettaessa.⁶⁹⁰ Osakeantia koskevissa kannanotoissa painavan taloudellisen syyn perusteen on katsottu eroavan yhtiön edusta eli voiton tuottamisen tarkoituksesta.⁶⁹¹ Osakeannilla ja osakehankinnalla on samoja vaikutuksia varallisuus- ja hallinnoimisoikeuksien jakaantumiseen osakkeenomistajien kesken, tosin vaikutustavat ovat päinvastaiset.⁶⁹²

Vahteran mukaan OYL:n esitöistä ilmenevän painavan taloudellisen syyn tulee olla varsinkin pörssiyhtiöissä toiminnan tarkoitusta (OYL 1:5) laajempi ja siihen tulee sisältyä ainakin yhdenvertaisuusperiaate. Toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuuskriteerien lisäksi painavalle taloudelliselle syyllä ei tulisi asettaa liiketoiminnallisia arviointikriteerejä.⁶⁹³ Omien osakkeiden hankinnassa syy voisi nähdäkseni liittyä omistusjärjestelytilanteisiin esimerkiksi silloin, kun huonosti tuottavia ristiinomistussuhteita haluttaisiin purkaa. Painavan taloudellisen syyn tulisi mielestäni näkyä, tai ainakin olla johdettavissa suunnattua hankintaa edeltävistä yhtiön tilinpäätöstiedoista. Tarkastelun tulisi olla vertailevaa viimeisimmästä riittävän moneen aiempaan tilinpäätökseen. Tällöin informaatioon perustuvista havainnoista tulisi voida päätellä todennäköisyys yhtiön talouden haitallisesta muutoksesta lähitulevaisuudessa. Kuitenkin useimmat jaksossa 4.2 käsitellyt hankintamotiivit liittyvät välittömään tehokkuuden parantamiseen. Lisäksi varsinkin yhtiökokousten valtuutus päätökset hallitukselle ovat sisällöltään varsin avoimia⁶⁹⁴. Tämä on tietenkin tehokkuusperusteisesti OYL 1:5:n ja hallituksen liiketoiminnallisen yleistoimivallan (OYL 6:2) mukaista, mutta mielestäni normaalia liiketoimin-

⁶⁸⁷ HE 109/2005 vp s. 138.

⁶⁸⁸ Ibid.

⁶⁸⁹ HE 109/2005 vp s. 100. Ks. lisäksi HE 109/2005 vp s. 23-24, jossa maksuttoman suunnatun osakeannin perusteeksi tulee olla *erittäin* (kursivointi tässä) painava taloudellinen syy.

⁶⁹⁰ HE 109/2005 vp s. 139.

⁶⁹¹ Mähönen – Villa 2006b s. 231.

⁶⁹² Ks. osakeannin vaikutuksista osakkeenomistajan asemaan Vahtera 2011 s. 242-245.

⁶⁹³ Vahtera s. 246-247.

⁶⁹⁴ Ks. edellä jakso 4.3.3.

taa vailla varsinaisen taloudellisen uhan torjumisintressiä. Tällöin painava taloudellinen syy liittyy liiketoimintakriteereihin, eikä toiminnan tarkoitusta ja yhdenvertaisuutta turvaaviin näkökohtiin.

Painavan taloudellisen syyn täsmentymättömyyden sekä varsin väljien osakkeiden hankintatarkoitusten seurauksena voisi päätellä, että muodollisen yhdenvertaisuuden loukkaus suunnatun hankinnan tilanteissa olisi varsin yleistä. Aineellisen yhdenvertaisuuden kannalta tarkasteltuna jo edellä ilmi tullut lähtökohta on, että pörssiyhtiön osakkeenomistajat ovat yleensä intresseiltään varsin eriäviä. Joillekin osakkeenomistajille omien osakkeiden hankinta voi olla esimerkiksi verotuksellisesti edullisempaa verrattuna osinkoihin, mutta näin tuskin lienee kaikkien kohdalla. Varojenjaon kannalta suunnattu hankinta tarkoittaa aina sitä, että yhtiön voitonjakokelpoisia varoja ohjautuu vain osalle osakkeenomistajista.⁶⁹⁵ Myynnin taloudellinen kannattavuus verrattuna osakkeiden normaaliin pörssimyyntiin voi perustua yhtiön sijoittajarooliin markkinoilla, mikä saa aikaan osakkeiden vaihdon vilkastumisen ja hinnan nousun. Tällöin omien osakkeiden hankinta yhtiöoikeudellisena toimenä on ainakin omiaan loukkaamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta OYL 1:7:n vastaisesti.

⁶⁹⁵ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008 s. 1010.

5 ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDELLINEN SÄÄNTELY OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNASSA YHDENVERTAISUUTTA SILMÄLLÄ PITÄEN

5.1 Arvopaperimarkkinaoikeuden tavoitteet

5.1.1 Luottamus ja tehokkuus markkinoilla

Suurten talousyksiköiden, kuten yritysten ja julkisyhteisöjen, mahdollisuus edullisen pääoman keräämiseen edellyttää, että yksityiset ja yhteisölliset sijoittajat voivat perustellusti luottaa arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen. Kyse on luottamuksesta⁶⁹⁶ arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen sekä siihen, että toiminta markkinoilla on yleisesti hyväksyttävää. Tällöin sijoitusten riski kohdentuu yritysten taloudelliseen kannattavuuteen.⁶⁹⁷ Arvopaperimarkkinaoikeus keskittyy sääntelemään arvopapereiden vaihdantaan liittyviä kysymyksiä, kuten kaupankäynnin vaiheita sekä tehtyjen kauppojen selvitystoimintaa⁶⁹⁸, markkinaosapuolia, markkinoilla toimivia ammattilaisia sekä markkinapaikkaa.⁶⁹⁹ Sijoittajan aseman suojaaminen on katsottu keskeiseksi sääntelyn perusteeksi.⁷⁰⁰ Arvopaperimarkkinalaki (AML, 26.5.1989/495, AMLE) edustaa markkinoiden viranomaistasoista sääntelyä, ja sillä on liitännäisyyksiä OYL:iin⁷⁰¹. Sääntelyllä on puututtu ainoastaan niihin tekijöihin, joilla on oleellinen vaikutus luottamuksen ylläpitoon.⁷⁰² Lainsäännöksiä täydentää arvopaperipörssin⁷⁰³ itsesääntely⁷⁰⁴, joilla pyritään ehkäisemään lain tai hyvän tavan vastainen menettely. Lain tasoiset säännökset ovat vähimmäissäännöksiä, minkä vuoksi itsesääntelyssä voidaan luoda lakia ankarampiakin normeja. Arvopaperipörssin ohjesääntö on perusteena itsesääntelyn sisällölle.⁷⁰⁵

⁶⁹⁶ Tässä yhteydessä ”luottamus” viittaa markkinaluottamus -käsitteeseen, jolla tarkoitetaan markkinakäyttäytymisen perustamista valvonnan alaiseen järjestelmään ja sen synnyttämiin odotuksiin tasapuolisista mahdollisista toimia omien edellytystensä mukaisesti. Ks. Huovinen 2004 s. 29.

⁶⁹⁷ Ks. HE 157/1988 vp s. 3–6.

⁶⁹⁸ Selvitystoiminnassa määritellään ja toteutetaan arvopaperikaupasta seuraavat velvoitteet. Esim. julkisen ostarjouksen myötä syntyvä arvopaperikauppa annetaan erityisen selvitysyhteisön käsiteltäväksi. Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 6.

⁶⁹⁹ Ks. Timonen 1997 s. 180.

⁷⁰⁰ Sillanpää 1994 s. 7.

⁷⁰¹ Ks. HE 32/2012 vp s. 287-289.

⁷⁰² KM 1987:44 s. 261–262. Ks. myös HE 32/2012 s. 61-62, jossa sijoittajansuojaa esitetään vahvistettavan entistään suomalaisten arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuden ja kilpailukyvyn parantamiseksi.

⁷⁰³ HE 32/2012 vp s. 11: Ainoa markkinapaikka arvopapereille Suomessa on Helsingin pörssi.

⁷⁰⁴ Itsesääntely ei ole täysin vapaata, sillä sitä rajoittaa lainsäädännössä hallintoviranomaisille annettu valta valvoa itsesääntelyssä tuotettujen normien lainmukaisuutta ja tehokkuutta. Ks. Astola 1990 s. 35.

⁷⁰⁵ HE 157/1988 vp s. 32.

Pääomavirtojen ohjailu ylijäämäisiltä talousyksiköiltä pääomaa tarvitseville on arvopaperimarkkinoiden keskeinen tehtävä.⁷⁰⁶ Ohjaustehtävän katsotaan olevan tärkeä siksikin, että pääoma ohjautuu kannattaviin kohteisiin mahdollisimman vähin kustannuksin.⁷⁰⁷ Oikeudelliselta kannalta arvopaperimarkkinoiden puolueeton toimivuus turvataan pakottavalla sääntelyllä.⁷⁰⁸ Taloudellis-painotteisesti tarkasteltuna sääntelyllä tulee tavoitella pääomamarkkinoiden tehokasta toimintaa.⁷⁰⁹ AML:n perusteluissa puolueettomuus ja tehokkuus jäsennetään välttämättömyyksiksi luottamukselle, joka puolestaan on edellytys ensi- ja jälkimarkkinoiden toimivuudelle.⁷¹⁰ Tätä taustaa vasten on helppo hyväksyä oikeustieteellisessä kirjallisuudessa esitetty tulkinta oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden suhteesta arvopaperimarkkinoilla. Esimerkiksi Timosen mukaan oikeudenmukaisuus on etusijalla tehokkuuteen nähden. Sääntelyn tavoitteena on rajoittaa, vaan ei yrittää poistaa, markkinoiden ominaispiirteistä⁷¹¹ seuraavia haittoja markkinaosapuolille. Sääntelyllä saavutettavan oikeudenmukaisuusparannuksen tulee oikeuttaa selkeästikin suurempi tehokkuusheikennys.⁷¹² Luottamuksen merkitykseen markkinoilla on otettu kantaa myös oikeuskäytännössä. Korkein oikeus on linjannut ratkaisussaan KKO 2000:82, että markkinoilla tapahtuvien väärinkäytösten rikosoikeudellisessa arvioinnissa suojeleobjektina on luottamus arvopaperimarkkinoilla.⁷¹³

5.1.2 Tiedollinen tasapuolisuus

Arvopaperimarkkinoiden osapuolien toimintakustannuksiin ja kaupankäynnin joutuisuuteen vaikuttaa oleellisesti oikean ja riittävän tiedon saanti yhtiöstä, markkinoista ja hinnoista. Lisäksi tieto mahdollistaa muutosten ennakoimisen, jolloin varojen siirrot arvopaperimarkkina-kohteiden välillä noudattavat riskin ja tuotto-odotuksen tasapainoa.⁷¹⁴ Tiedon oikeellisuus ja saatavuus on perusta sijoittajan suojalle, jolloin jokainen yksittäinen markkinaosapuoli voi uskoa saavansa joko omatoimisesti tai asiantuntijan välityksellä kaikki ne tiedot, jotka ovat muidenkin markkinaosapuolten käytettävissä. Viimeksi lausuttuun sisältyy yhdenvertaisuuden kannalta kaksi vaatimusta; ensinnäkin tiedonsaannin turvaaminen ja toiseksi tiedonsaantia

⁷⁰⁶ HE 157/1988 vp s. 3.

⁷⁰⁷ Huovinen 2004 s. 3.

⁷⁰⁸ Sillanpää 1994 s. 119.

⁷⁰⁹ Astola 1990 s. 19.

⁷¹⁰ HE 157/1988 vp s. 3.

⁷¹¹ Ominaispiirteiksi käsitetään muun muassa markkinaosapuolten mahdollisuudet rationaaliseen päätöksentekoon sekä informaation laatu ja saatavuus. Ks. Timonen 1997 s. 101.

⁷¹² Timonen 1997 s. 89, 100. Rudanko 1998 s. 194–195.

⁷¹³ KKO 2000:82; tapauksessa oli kyse osakeanista (ns. Kansallisanti-tapaus).

⁷¹⁴ Sillanpää 1994 s. 70–71.

koskevan etuoikeusaseman hyödyntämisen rajoittaminen.⁷¹⁵ Jälkimmäisestä vaatimuksesta on pääteltävissä, että tieto siirtyy tietyltä sisäpiiriltä ulkopuolisille, jolloin markkinaosapuolten käytettävissä oleva tieto on rajallista ja eriaikaista.⁷¹⁶ Seurauksena markkinaosapuolten epätäydellisestä tietämyksestä on, etteivät markkinat toimi koskaan täydellisesti. Kyseiseen informaatioasymmetrian ongelmaan oikeudellisessa arvioinnissa on liitetty moraalisia näkökohtia.⁷¹⁷ Arvopaperimarkkinoiden sääntely korostaa tällöin yleistä etua ja yhteisöllisyyttä.⁷¹⁸ Pörssiyhtiön toiminnan ja sen osakkeiden vaihdannan sääntelyssä keskeisin peruste on epätäydellisen informaation ja transaktiokustannusten aiheuttamien tehokkuustappioiden vähentäminen.⁷¹⁹

Pörssiyhtiön osakkeenomistajan kannalta arvopaperimarkkinoilla osakkeiden vaihdanta perustuu osakkeen vapaaseen luovutettavuuteen (OYL 1:4). Verrattuna yhtiöoikeudelliseen, pitkäkestoiseen oikeussuhteeseen osakkeenomistaja toimii arvopaperimarkkinoilla lyhytkestoisissa, pistemäisissä sopimussuhteissa. Tähän perustuen AML:ssa, toisin kuin OYL:ssa, ei ole tarvetta tahdonvaltaiseen sääntelyyn.⁷²⁰ Arvopaperimarkkinoiden sääntely pohjautuuakin lähökohdiltaan pakottavuuteen.⁷²¹ Syynä on eri markkinaosapuolten pyrkimys toteuttaa omia taloudellisia intressejään, mikä ilman pakottavaa sääntelyä merkitsisi yleistä opportunistia markkinoilla.⁷²² Tosin AML:n ja OYL:n sääntelemän toimintaympäristön, johon oleellisesti vaikuttavat monenlaiset ja alati muuttuvat taloudelliset ilmiöt, vuoksi myös AML:ssa OYL:n tavoin sääntely pohjautuu periaatteisiin.⁷²³ Taloudellisen hyödyn lainvastainen tavoittelu perustuu arvopaperimarkkinoilla tiedollisen tasapuolisuuden loukkauksiin, jolloin markkinaosaapuoli käyttää hyväkseen julkistamatonta ja relevanttia tietoa arvopaperikaupoissa.⁷²⁴ Markkinoiden kannalta relevanttia tietoa on aina hallussaan pörssiyhtiön johdolla.⁷²⁵ Tiedon julkistamisvelvollisuus, josta säädetään AML 2 luvussa tiedonantovelvollisuutta koskevissa lainkohdissa, on yhtiöoikeudellisesti johdon huolellisuusvelvoitteeseen (OYL 1:8) kuuluvaa sään-

⁷¹⁵ Astola 1990 s. 45.

⁷¹⁶ Timonen 1997 s. 75–79.

⁷¹⁷ Rudanko 1998 s. 327.

⁷¹⁸ Huovinen 2004 s. 5.

⁷¹⁹ Ks. KM 1989:36 s. 33.

⁷²⁰ Vahtera 2011 s. 99.

⁷²¹ Ks. VM 2008 s. 11. Kyseisen arviomuiston mukaan AML:n peruseriaate voisi olla säännösten pakottavuus, ellei tahdonvaltaisuudesta ole nimenomaisesti säädetty.

⁷²² Sillanpää 1994 s. 141.

⁷²³ Häyrynen 2009 s. 45.

⁷²⁴ HE 157/1988 vp s. 3.

⁷²⁵ Häyrynen 2009 s. 167.

telyä.⁷²⁶ Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 2:7:ssä (EAML 6:4:ssä), mikä tarkoittaa liikkeeseenlaskijan julkistamisvelvollisuutta tiedoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttaman arvopaperin arvoon. Yhtiön johdon vastuun kannalta lievennyksenä on valmistavina olevien päätösten rajausta tiedotettavien seikkojen ulkopuolelle.⁷²⁷

5.1.3 Tavoitteet yhtiön omien osakkeiden hankinnassa

Arvopaperimarkkinalaissa ei nimenomaisesti säännellä julkisen osakeyhtiön suorittamaa omien osakkeiden hankintaa. Yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden näkökulmasta osakehankinnassa merkittävää on arvopaperimarkkinaoikeudellinen tavoite epätäydellisen informaation torjumisesta, vaikka yhtiön ja osakkeenomistajan välinen osakekauppa perustuukin pohjimmiltaan yhtiöoikeudelliseen oikeussuhteeseen. Sanotussa oikeussuhteessa osakkeenomistajan aseman voi katsoa vahvistuvan AML:n sijoittajansuojatavoitteen vuoksi.⁷²⁸ Arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta omia osakkeitaan hankkiessaan yhtiö toimii arvopaperimarkkinoilla muiden sijoittajien tapaan ja ikään kuin sijoittaa itseensä. Näin ollen omia osakkeita koskevia kauppia arvioidaan samoin kriteerein kuin muitakin arvopapereilla toteutettavia liiketoimia.⁷²⁹

Koska yhtiöllä on mahdollisuus hankkia kerralla 10 %:n osuus omista osakkeistaan, yhtiö voi olla hetkellisesti merkittävä toimija markkinoilla. Pörssin säännöissä edellytetään, että hankinta on toteutettava siten, ettei se aiheuta merkittäviä markkinaliikkeitä. Muilta osin säännöissä viitataan OYL:iin.⁷³⁰ Arvopaperimarkkinaoikeudellisella normituksella omien osakkeiden hankinnassa tavoitellaan markkinoiden suojaamista mahdollisilta häiriöiltä, joita osakehankinnan piirteet (myönteinen signaali, mahdollinen 10 %:n osuus yhtiön kaikista osakkeista) voivat aiheuttaa. Tällöin yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus voidaan nähdä välillisenä tavoitteena, mutta toisaalta OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen toiminta markkinoilla voi johtaa yhtiöoikeudellisia seuraamuksia hankalampiinkin tilanteisiin eli rikosoikeudelliseen vastuuseen.⁷³¹ Arvopaperimarkkinaoikeudelliset ongelmat omien osakkeiden hankinnas-

⁷²⁶ Huovinen 2004 s. 38.

⁷²⁷ HE 157/1988 vp s. 29.

⁷²⁸ HE 32/2012 vp s. 61.

⁷²⁹ Ks. HE 137/2004 vp s. 73–74.

⁷³⁰ Arvopaperipörssin säännöt; Omien osakkeiden hankinta; kohta 5.

⁷³¹ Ks. esim. KM 1992:32 s. 563, jossa todetaan, että rikosvastuu arvopaperimarkkinalainsäädännön rikkomisesta on tarpeen, koska kyseisten rikosten tekijöillä on usein perusteltu syy olettaa, etteivät he joudu täysimääräiseen siviilioikeudelliseen vastuuseen teoistaan. Arvopaperimarkkinoilla tehdyn väärinkäytöksen vahingonkorvaus-keudellinen arviointi on vaikeaa sekä vahingon että sen määrän toteen näyttämisen vuoksi.

sa liittyvät mahdollisiin vaikutuksiin osakkeen kurssikehityksessä ja siitä mahdollisesti seuraaviin sisäpiirintiedon väärinkäyttöepäilyihin. Omien osakkeiden hankintaa on pidetty eräänlaisena tiedon väärinkäytön erityismuotona.⁷³² Seuraavassa osakehankintaa arvopaperimarkkinoilla tarkastellaan sisäpiiriongelmienvälttämisen kannalta.

5.2 Sisäpiiriongelman välttäminen omien osakkeiden hankinnassa

5.2.1 Hankintaohjelman laatiminen

Tiedollisen tasapuolisuuden uhka arvopaperimarkkinoilla on sisäpiirintiedon väärinkäyttö. AML 5:1.1:n (AMLE 14:2:n) mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan 1) luonteeltaan täsmällistä tietoa, joka 2) liittyy julkisen kaupankäynnin⁷³³ kohteena olevaan arvopaperiin, ja jota 3) ei ole julkistettu ja joka 4) on omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon. AML 5:2.1:ssä säädetään, ettei sisäpiirintietoa osakkuutensa, toimensa tai tehtävänsä nojalla saanut saa käyttää kyseistä tietoa hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai toisen lukuun arvopaperia, jota tieto koskee. Kiellettyä on myös toisen neuvominen tällaista arvopaperia koskevassa kaupassa. Lisäksi AML 5.2.2:ssa kielletään sisäpiirintiedon ilmaiseminen toiselle, ellei se ole välttämättömyyden tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävän tavanomaisen suorittamisen kannalta.

Yhtiön osakkeita koskevan hankintaohjelman laatimisella voidaan välttyä sisäpiirintiedon riskiltä pörssiyhtiön AML 5:2.1:ssä säädetyissä henkilötahoissa. Hankintaohjelman tarkoituksena on erottaa ajallisesti toisistaan omien osakkeiden hankinnan päätös- ja toteutusajankohdat.⁷³⁴ Tällöin mahdollisesta sisäpiirintiedon hyväksikäyttöepäilystä seuraa, että arviointi kytketään omien osakkeiden hankintapäätöshetkeen eikä varsinaiseen hankintahetkeen.⁷³⁵ Yleensä pörssiyhtiössä omien osakkeiden hankinnan toteuttaa yhtiön hallitus yhtiökokouksen valtuutuksella⁷³⁶. Yhtiön johto lukeutuu siten AML 5:2.1:n tarkoittamaan henkilöpiiriin. Valtuutuksenkaan nojalla johto ei voi tehdä hankinnan aloituspäätöstä, mikäli sillä on hallussaan päätöshetkellä AML 5:1.1:ssä kuvattua tietoa, eikä ole varmuutta siitä, että tieto tulee julkiseksi tai raukeaa ennen hankinnan toteutusta. Tämän perusteella esimerkiksi osavuosisikatsaus-

⁷³² Kurenmaa 2003 s. 255.

⁷³³ AMLE:ssä on ehdotettu korvattavaksi ”julkinen kaupankäynti” termillä ”kaupankäynti rahoitusvälineillä säännellyllä markkinalla”. Esim. HE 32/2012 vp s. 104, 164.

⁷³⁴ Ks. HE 137/2004 vp s. 63.

⁷³⁵ Ks. Rahoitustarkastuksen lausunto 1.3 2002 dnro 5/280/2002.

⁷³⁶ Ks. valtuutuksesta edellä jakso 4.3.3

kauden päättymisen jälkeen johdon on valtuutuksella mahdollista päättää omien osakkeiden hankinnasta, kunhan toteutus aloitetaan vasta osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen.⁷³⁷

Hankintaohjelman laatimisessa oleellista on, kuinka sitoviksi ehdot määritellään. Kyse on siis siitä, kuinka paljon liikkumavaraa hankintaohjelma tarjoaa hankinnan toteutusajankohdan ja myös kerralla hankittavien osakkeiden määrän valintaan. Sisäpiirintiedon ongelmilta vältytään varmimmin, kun hallituksen tekemä hankintapäätös ei jätä harkintavaraa osakehankintojen toteuttamisessa. Tällöin hankintaohjelmaan sisältyvien kauppojen määrä, hinta sekä ajankohdat tai perusteet niiden määräytymiselle on rajattava mahdollisimman tarkasti. Lisäksi laadittua ohjelmaa on noudatettava johdonmukaisesti.⁷³⁸ Mikäli yhtiökokous tekee suoran päätöksen omien osakkeiden hankinnasta ja hallitus huolehtii päätöksen täytäntöön panosta, yhtiön hallituksen jäsen ei voi tällöin syyllistyä sisäpiirintiedon hyväksi käyttöön, vaikka hänellä mahdollisesti tällaiseksi luokiteltavaa tietoa olisikin.⁷³⁹

Helsingin arvopaperipörssin omia osakkeita koskevan ohjeen mukaan yksi tapa välttää sisäpiirintiedon riski on, että yhtiö tekee sitovan hankintatoimeksiannon ulkopuoliselle arvopaperivälittäjälle tämän itsenäisesti toteutettavaksi. Pörssin ohjeiden mukaan toimeksiantoon on sisällytettävä hankinta-aika, hankittavien osakkeiden määrä ja hinta tai niiden määräytymisperusteet niin, että yhtiön ulkopuolinen taho toteuttaa hankinnan itsenäisesti. Hankintahinnan osalta on mahdollista noudattaa käytäntöä, jonka mukaan yhtiö maksaa hankkimistaan osakkeista ylihintaa hankinnan toteuttavalle ammattimaiselle arvopaperivälittäjälle. Tämän on katsottu olevan liiketaloudellisesti perusteltua ja siten yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaista myös yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta.⁷⁴⁰ Lisäksi sitova toimeksianto tulee antaa ajankohtana, jona yhtiöllä ei ole sisäpiirintietoa. Tämän vuoksi on katsottu, ettei toimeksiantoa tulisi antaa edeltävien 14 vuorokauden aikana ennen yhtiön osavuosikatsauksen tai tilinpäätöstiedotteen julkistamista. Toimeksianto on päivättävä ja toimitettava Finanssivalvonnalle ja pörssille.⁷⁴¹

Mikäli yhtiö on tehnyt toimeksiannon pörssin ohjeita noudattaen ja omien osakkeiden hankintahinnan määräytymisperuste on sidottu vallitsevaan pörssikurssiin, vastuu yhdenvertaisuus-

⁷³⁷ Häyrynen 2009 s. 168.

⁷³⁸ Häyrynen 2009 s. 169.

⁷³⁹ Mäntysaari 2002 s. 380–381.

⁷⁴⁰ HE 109/2005 vp s. 138.

⁷⁴¹ Arvopaperipörssin säännöt, kohta 3.5.10.

periaatteen noudattamisesta on yhtiöön nähden ulkopuolisella taholla eli toimeksiannon saaneella arvopaperivälittäjällä. OMX Pohjoismaisen Pörssin Helsingin markkinavalvontayksikön kurinpitolautakunta antoi varoituksen sekä langetti 20 000 € kurinpitomaksun omien osakkeiden hankinnassa toimineelle välittäjälle keväällä 2008. Syynä rangaistukseen oli pörssin sääntöjen edellyttämän osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden vastainen menettely. Välittäjänä toiminut Danske Bank A/S suoritti toimeksiannon pörssin avoimen ja jatkuvan kaupankäynnin ulkopuolella siten, että yhtiön määrittelemä omien osakkeiden hankintamäärä kokonaisuudessaan toteutettiin Danske Bankin omasta salkusta. Danske Bank myönsi yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisen, mutta puolusti menettelyään asiakkaan eli yhtiön edulla, sillä osakehankinta toteutettiin alle osakkeen markkinahinnan keskiarvon. Menettelyn ei todettu aiheuttaneen poikkeuksellisia reaktioita osakkeitaan hankkineen yhtiön osakekursseihin.⁷⁴²

5.2.2 Turvasatamadirektiivi

Euroopan komissio on antanut takaisinosto-asetuksen eli nk. turvasatamadirektiivin pörssi-yhtiöiden kaupankäynnistä omilla osakkeillaan hankintaohjelmien puitteissa.⁷⁴³ Mikäli pörssi-yhtiö noudattaa asetuksessa määriteltyjä ehtoja omien osakkeiden hankinnassa, AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevat säännökset eivät tule sovellettaviksi. Tosin asetuksen noudattamista jättäminen ei automaattisesti tarkoita sisäpiirintieto-epäilyä. Tällöin mahdollisia väärinkäytösepäilyjä arvioidaan AML:n säännösten perusteella.⁷⁴⁴ Pörssin ohjeiden mukainen osakehankinta on yleensä ollut riittävää Suomen arvopaperimarkkinoilla ongelmien välttämiseksi.⁷⁴⁵

Turvasatamasuoja edellyttää, että toteuttaessaan omien osakkeiden takaisinostoa oman hankintansa mukaan yhtiö ei saa samanaikaisesti myydä omia osakkeitaan hankintaohjelman voimassaoloaikana (6 artikla 2 kohta). Kaupankäynti omilla osakkeilla on kielletty myös ns. suljetulla ajanjaksolla, mikäli jäsenvaltio on säätänyt suljetusta jaksosta lailla (6 artikla 2 kohta).⁷⁴⁶ Huomattavaa on, että kyseiset asetuksen säätämät rajoitukset eivät tule sovellettaviksi, mikäli yhtiö on antanut omien osakkeiden hankinnan toteutuksen sijoituspalveluyrityksen tai

⁷⁴² Markkinavalvontayksikön kurinpitolautakunta 2008.

⁷⁴³ Komission asetus 22.12.2003 (EY) N:o 2273/2003 (takaisinostoasetus). Asetus perustuu markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 8 artiklaan, ja se on suoraan sovellettavaa oikeutta Euroopan talousalueella.

⁷⁴⁴ Häyrynen 2006 s. 168.

⁷⁴⁵ Häyrynen 2009 s. 171.

⁷⁴⁶ Suomessa suljetun ajankohdan sääntely perustuu itsesääntelyyn, ks. esim. RaTa:n standardi 5.2c.

luottolaitoksen hoidettavaksi, eikä yhtiö näin ollen voi itse vaikuttaa hankintojen ajankohtaan (6 artikla 3 kohta). Yleisesti ottaen direktiivin soveltamisala on kapea. Tähän on syynä lähinnä se, että direktiivin 3 artiklassa määritellään tyhjentävästi sallitut takaisinostotoimet⁷⁴⁷, joihin turvasatamadirektiiviä voidaan soveltaa. Tällöin yhtiön kannalta on katsottu ongelmalliseksi omien osakkeiden hankintatarkoituksen sitova määrittely etukäteen ennen hankinnan toteutusta. Hankittujen omien osakkeiden käytön joustavuuden on katsottu olevan yhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen mukaista.⁷⁴⁸ Tämän voi mielestäni nähdä osakkeenomistajien kannalta ongelmallisenakin erityisesti suunnatuissa hankinnoissa, jotka edellyttävät painavaa taloudellista syytä (OYL 15:6). Yhtiön suunnitelmallisen talouden hoidon vuoksi lienee selvää, että suunnattua hankintaa koskevaa päätöstä tehdessä myös hankittavien osakkeiden käyttötarkoitus on määriteltävä. Tässä valossa turvasatamadirektiivin edellyttämän sitovan takaisinostoperusteen koettu ongelmallisuus tuo esiin mahdolliset ongelmat yhdenvertaisuuden kannalta.

5.3 Yhtiön julkinen ostotarjous omista osakkeista

5.3.1 Tarjouksen merkitys ja sisältö

Julkinen ostotarjous, josta säädetään AML 6 luvussa (L 442/2006) ja AMLE 11 luvussa, on yleinen menettely hankittaessa yhtiön omia osakkeita.⁷⁴⁹ AML:n säädösten taustana on ostotarjousdirektiivi⁷⁵⁰, joka sisältää yleisiä periaatteita ostotarjousmenettelystä. Yhtiön toteuttaessa osakehankinnan ostotarjouksella erona tavalliseen jälkimarkkinahankintaan on muun muassa se, että tarjousasiakirjassa tulee julkistaa tarjouksen edullisuuden arviointiin tarvittavat tiedot. Pyrkimyksenä on suojata erityisesti vähemmistöosakkeenomistajia merkittävien yritysjärjestelyjen yhteydessä.⁷⁵¹ Tiedonsaannin on oltava yhdenvertaista, tasapuolista ja sa-

⁷⁴⁷ Sallittuja takaisinostoperusteita direktiivin mukaan ovat 1) yhtiön pääoman alentaminen, 2) vieraan pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden vaihtamisesta oman pääoman ehtoiseksi rahoitusvälineiksi johtuvien velvoitteiden täyttämisen tai 3) työntekijöiden osakeoptio-ohjelmista tai muista työntekijöille jaettavista osakkeista aiheutuvien velvoitteiden täyttämisen. Takaisinostoasetus, 3 artikla. USA:ssa säädettiin jo v. 1982 turvasatamadirektiiviä vastaava säännös yhtiön omien osakkeiden takaisinostolle. Säännöksen on havaittu lisänneen takaisinostoja USA:ssa. Ks. Tomperi 2004 s. 42.

⁷⁴⁸ Häyrynen 2006 s. 168–169.

⁷⁴⁹ HE 109/2005 vp s. 136, jossa lausutaan osakehankinnan olevan toteutettavissa tarjouksesta, joka voi olla julkinen ostotarjous. Sillanpään mukaan julkisen ostotarjouksen käyttö yleisesti ottaen riippuu siitä, kumpi tapa; julkinen ostotarjous vai normaali ostokauppa, on yhtiölle taloudellisesti edullisempi tai kummalla tavalla osakkeet on helpompi hankkia. Ks. Sillanpää 1994 s. 147.

⁷⁵⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista, annettu 21. päivänä huhtikuuta 2004.

⁷⁵¹ HE 157/1988 vp s. 50-51.

manaikaista kaikkien markkinoilla toimivien sijoittajien kannalta.⁷⁵² Julkisella ostotarjouksella yhtiö voi hankkia tietyn määrän omia osakkeitaan tietyllä osakekohtaisella hinnalla tietyn ajanjakson aikana.⁷⁵³ Ostotarjouksessa on mahdollista määritellä tarjottu hinta, mutta tavanomaisempaa on tarjoutua ostamaan osakkeita niiden markkinahinnalla, jolloin hinta siis määräytyy yhtiön ulkopuolella.⁷⁵⁴ AML 2:10a:n mukaan yhtiön on ilmoitettava pörssille omilla osakkeillaan tekemänsä kaupat tietyissä tapauksissa välittömästi kaupan toteuduttua. Ilmoitusmenettelyyn on ehdotettu lievennystä AMLE 8:2:ssa, jonka mukaan ilmoitus olisi riittävä, kunhan se on tehty ennen seuraavan kauppapäivän alkua.⁷⁵⁵ Lisäksi on ehdotettu, että omia osakkeita koskevan julkisen ostotarjouksen erityisluonteen yhtiön johdon ei tarvitsisi noudattaa kaikkea AMLE 11 luvussa säädettyä. Tämä tarkoittaisi muun muassa sitä, että yhtiön hallituksen ei tarvitsisi antaa lausuntoa ostotarjouksesta (AMLE 11:4).⁷⁵⁶ Lakiehdotuksen perusteluissa ei tosin tarkemmin määritellä, mitä mainitulla omien osakkeiden ostotarjouksen erityisluonteella tarkoitetaan. Mielestäni lausuttua olisi voinut tarkentaa, jotta ”erityisluonteen” mahdollinen tulkinnallinen vaikutus muihin julkista ostotarjousta normittaviin lainkohtiin olisi selkeämpi.

Julksen ostotarjouksen ajoituksella on todettu olevan merkitystä markkinakäyttäytymiseen.⁷⁵⁷ Omien osakkeiden hankintaa koskeva yhtiökokouksen suora hankintapäätös sisältää maininnan ajasta, jonka kuluessa hankittavat osakkeet on tarjottava yhtiölle (OYL 15:7 kohta 4). Tällöin osakkeenomistajien päätöksellä määrittyy myös julkisen ostotarjouksen ajankohta. Sen sijaan yhtiökokouksen päätös hallituksen valtuuttamisesta päättämään osakehankinnasta laajentaa julkisen ostotarjouksen mahdollista ajankohtaa, koska valtuutus on voimassa 18 kuukautta yhtiökokouksen päätöksestä lukien (OYL 15:5.2). Tällöin yhtiön johdolla on valta päättää julkisen ostotarjouksen ajoituksesta. Tämän on katsottu heijastavan osakkeiden takaisinoston luonnetta eräänlaisena sisäpiirikauppana, koska johdolla on käytössään sellaista tietoa yhtiöstä, mitä muilla markkinoilla toimivilla ei ole.⁷⁵⁸ Yhtiön liiketoiminnalliselta kannalta omien osakkeiden hankintaan tulisi luonnollisesti käyttää mahdollisimman vähän yhtiön varoja, mikä nähdäkseni tarkoittaa johdon ammattitaitoa hankinnan ajoituksessa.

⁷⁵² HE 32/2012 vp s. 117.

⁷⁵³ Astola 1990 s. 156.

⁷⁵⁴ Ks. edellä jakso 4.3.

⁷⁵⁵ HE 32/2012 vp s. 120.

⁷⁵⁶ He 32/2012 vp s. 136.

⁷⁵⁷ Tomperi 2004 s. 158–160.

⁷⁵⁸ Kurenmaa 2006 s. 255, Tomperi 2004 s. 90-91.

Ostotarjouksen kohteena oleville osakkeenomistajille tarjouksen ajankohta voi toimia signaalina myyntipäätöksen kannattavuuden arvioinnissa. Osakkeiden myynti yhtiölle on hankintatilanteessa, toisin kuin lunastustilanteessa⁷⁵⁹, pakoton valintatilanne. Valintaan vaikuttaa ensinnäkin se, ettei yksittäinen osakkeenomistaja voi tietää, kuinka muut ostotarjouksen kohteena olevat tulevat reagoimaan; hylkäävätkö vai hyväksyvätkö muut osakkeenomistajat tarjouksen. Tällä on merkitystä osakkeenomistajan tulevaan asemaan yhtiössä.⁷⁶⁰ Mikäli osakkeenomistaja ei tiedä yhtiön motiivia osakehankinnalle eli hänellä ei ole käytössään ns. yhtiöntietoa⁷⁶¹, myyntipäätöstä ohjaa markkinatieto⁷⁶². Markkinoiden käsitys yhtiön toiminnasta on usein hyvinkin puutteellinen.⁷⁶³ Markkinoilla reaktio yhtiön julkiseen ostotarjoukseen omista osakkeistaan on yleensä myönteinen, ja saa aikaan osakkeen arvon kasvun lyhyellä aikavälillä.⁷⁶⁴ Vailla parempaa tietoa tarjouksen syystä osakkeenomistaja voi perustaa myyntipäätöksensä markkinareaktioon, ja toisaalta siihen, että yhtiön johto on ajoittanut ostotarjouksen tietoisena seikoista, jotka ennakoivat osakkeen arvon alenemista pidemmällä aikavälillä.⁷⁶⁵ Mikäli yhtiön osakkeenomistajat ovat tiedollisesti eriarvoisessa asemassa johdon hankintapäätöksen motiiveista, voidaan katsoa, että lähtökohtainen valinnan pakottomuus julkisen ostotarjouksen hylkäämisen tai hyväksymisen kannalta supistuu. Hyvin yhtiön asioista perillä olevien eli yleensä enemmistöosakkeenomistajien ei tarvitse tehdä nopeita, markkinoiden reaktioihin perustuvia päätöksiä.⁷⁶⁶

Omien osakkeiden hankintaan sovelletaan AML 6:1:ssä säädettyä (AMLE 11.1:ssä) vapaaehtoista ostotarjousta.⁷⁶⁷ Ostotarjouksesta laaditaan tarjousasiakirja, jonka muotoseikoista ja sisällöstä säädetään valtiovarainministeriön asetuksella (AML 6:4.4, AMLE 11:11). Asetuksella (VMA 15.6.2006/479) veloitetaan muun muassa, että tarjousasiakirjassa annettavat tiedot on esitettävä mahdollisimman helposti analysoitavassa ja ymmärrettävässä muodossa. Tarjo-

⁷⁵⁹ Ks. OYL 3:7:n lunastuslauseke sekä 18:1:n lunastusoikeus ja -velvollisuus.

⁷⁶⁰ Kaisanlahti 1999 s. 720.

⁷⁶¹ Yhtiöntiedolla tarkoitetaan julkistettujen pörssitiedotteiden lisäksi yhtiön liiketoiminnastaan keräämää tietoa, joka on muokattu yhtiön strategiaksi ja toimintasuunnitelmiksi. Huovinen 2004 s. 121.

⁷⁶² Markkinatieto on määritelty AML:n esitöissä markkinoilla yleisesti tunnetuksi tai markkinoiden käytössä olevaksi tiedoksi. KM 1987:44 s. 337.

⁷⁶³ North 1990 s. 57, 108.

⁷⁶⁴ Ks. edellä jakso 4.2.

⁷⁶⁵ Tästä käytetään nimitystä ”epäsymmetrisen tiedon hypoteesi”, kun kuvataan ostotarjouksen vaikutusta osakkeen vaihdantaan markkinoilla. Ks. Tomperi 2004 s. 13.

⁷⁶⁶ Ks. Kaisanlahti 1999 s. 720, jossa pohditaan edellytyksiä tahdonvaltaiselle sääntelylle enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien suhteessa. Yhden edellytyksen tulisi olla vähemmistöomistajan valintojen pakottomuus. Mielestäni kaikkien osakkeenomistajien saatavilla oleva tieto omien osakkeiden hankinnan motiivista takaisi tosiasiallisen pakottomuuden ostotarjoustilanteessa.

⁷⁶⁷ Vrt. AML 6:10 § 1.momentti, jossa säädetään osakkeenomistajan tarjousvelvollisuudesta, kun osakkeenomistajan osuus kasvaa yli kolmannekseen tai yli puoleen osakkeiden yhteenlasketusta äänimäärästä.

uksen kielivaatimuksina ovat suomi ja ruotsi. (VMa 1:2). Lisäksi tarjousasiakirjaan on sisällytettävä tiedot ostotarjouksen hinnoitteluperusteista. Tähän liittyen on mainittava perusteet, joiden nojalla ostotarjouksen mukaiseen vastikkeeseen eri arvopaperilajien osalta on päädytty. (VMa 3:8). Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa voi olla rahaa, arvopapereita tai niiden yhdistelmä (AML 6:12.1). Tarjousasiakirjassa on myös kerrottava tarjouksen kohteena olevat arvopaperit ja niiden määrä, tarjouksen voimassaoloaika, tarjousvastike arvopaperilajeittain ja vastikkeen maksuaika ja -paikka sekä tiedot siitä, kuinka ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperinhaltijoiden tulee menetellä vastatessaan hyväksyvästi ostotarjoukseen ja vastaanottaessaan tarjotun vastikkeen (VMa 3:9).

Pörssiyhtiöitä sitoo AML 2:7:ssä (AMLE 6:4:ssä) säädetty jatkuva tiedonantovelvollisuus, jonka mukaan yhtiön tulee julkistaa arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat. Tällä on merkitystä ostotarjouksen sisältöön. Sisällön määrittelyllä pyritään siihen, että kohdearvopaperinhaltijoilla olisi käytössään olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi. Edullisuuden arvioinnissa oleellista on tieto tarjouksen taustavaikuttimista⁷⁶⁸ eli osakehankinnan motiiveista.⁷⁶⁹ Olennaiseksi tiedoksi katsotaan myös osakkeen kurssikehitystä koskeva tieto riittävän pitkältä ajalta ennen tarjousta.⁷⁷⁰ Merkittävä tieto on tarjouksen ja siinä tarkoitetun osakemäärän vaikutus osakkeen jälkimarkkinoihin. Luotettava hinnanmuodostus ja markkinoiden likvidisyys edellyttävät, että osakkeella on riittävän laaja ja monipuolinen omistajakunta. Tähän oleelliseen seikkaan tulisi tarjouksessa ottaa kantaa.⁷⁷¹ Lisäksi tarjouksessa mainittavia tietoja ovat yhtiön taloudellista tilaa kuvaavat seikat sekä luettelo suurimmista osakkeenomistajista.⁷⁷² Mikäli tarjoukseen tulee hyväksyviä vastauksia enemmän kuin hankittava osakemäärä edellyttää, on tarjouksesta käytävä ilmi, kuinka ratkaistaan, keneltä ja kuinka paljon osakkeita tällöin ostetaan.⁷⁷³ AML:n uudistuksessa on ehdotettu säädettäväksi ostotarjouksen tekijän velvollisuudesta edistää ostotarjouksen toteutumista (AMLE 11:8). Uuden lainkohdan tarkoituksena on täydentää AML 1:2:n kieltoa hyvän tavan vastaisesta menettelystä arvopaperimarkkinoilla.⁷⁷⁴

⁷⁶⁸ HE 157/1988 vp s. 52.

⁷⁶⁹ Ks. motiiveista edellä jakso 4.2.

⁷⁷⁰ Astola 1990 s. 163.

⁷⁷¹ Sillanpää 1994 s. 150, 218.

⁷⁷² Astola 1990 s. 163.

⁷⁷³ HE 157/1988 vp s. 52.

⁷⁷⁴ HE 32/2012 vp s. 140.

Yhtiön päätös omien osakkeiden julkisesta ostotarjouksesta on julkistettava välittömästi ja annettava tiedoksi tarjouksen kohteena olevien osakkeiden omistajille, julkisen kaupankäynnin järjestäjälle sekä Finanssivalvonnalle (AML 6:3.1). Kun päätös on julkistettu, tarjousasiakirja on toimitettava Fiva:n hyväksyttäväksi (AML 6:4.1). Fiva:n tulee hyväksyä säädetyt edellytykset täyttävä tarjousasiakirja viiden pankkipäivän kuluessa sen saapumisesta (AML 6:4.2). Hyväksytty tarjousasiakirja on julkistettava ennen ostotarjouksen voimaantuloa ja se on pidettävä tarjouksen voimassaoloajan maksutta yleisön saatavilla sen julkisen kaupankäynnin järjestäjän toimipaikoissa, jonka järjestämän kaupankäynnin kohteena ostotarjouksen kohteena olevat arvopaperit ovat sekä ostotarjouksen tekijän toimipaikassa (AML 6:4.1, VMa 1:3). Ehdotus uudeksi arvopaperimarkkina-alaiksi pitää sisällään tarkennuksen tarjousasiakirjan täydennystä koskien. AMLE 11:11:ssä säädettäisiin, että tarjoavan yhtiön tulee julkistaa viivytyksettä tarjouksen voimassaoloaikana sellainen olennainen uusi tieto, jolla saattaa olla olennainen merkitys sijoittajan päätökseen.⁷⁷⁵

Helsingin pörssissä listattu ruotsalainen TeliaSonera Ab teki vuonna 2005 mielenkiintoisen julkisen ostotarjouksen omista osakkeistaan. Ensinnäkin yhtiö ilmoitti ostavansa osakkeitaan tarjouksessa mainitulla ajalla ylihintaan. Toisekseen tarjous sisälsi kaksi vaihtoehtoa hyödyntää osakeomistustaan yhtiössä. Seuraavassa ote ostotarjouksesitteen⁷⁷⁶ ensimmäiseltä sivulta:

”Hyvä osakkeenomistaja!

Olemme tyytyväisiä voidessamme tarjota Sinulle pääoman palautusta tarjoamalla mahdollisuuden myydä osan TeliaSonera AB:n osakkeistasi hinnalla, joka ylittää nykyisen markkinahinnan. Jos et halua myydä osakkeitasi, voit myös myydä myyntioikeutesi. Olemme valinneet tämän tavoin palauttaa pääomiamme harkittuamme huolellisesti eri vaihtoehtoja kaikkien osakkeenomistajien kannalta. Tämä tarkoittaa, että voit valita kahden tarjotun vaihtoehdon välillä:

- *voit myydä ilman palkkiota jokaisen omistamasi 25. osakkeen hintaan 55 Ruotsin kruunua (n. 6.05 €) toimittamalla hyväksymisesi ennen 14.6.2005, tai*
- *voit myydä ilman palkkiota myyntioikeutesi (enintään 125000 myyntioikeutta) toimittamalla hyväksymisesi ennen 27.5.2005. Olet saanut saman määrän myyntioikeuksia kuin omistat TeliaSoneran AB:n osakkeita”*

⁷⁷⁵ HE 32/2012 vp s. 142.

⁷⁷⁶ Finanssivalvonta, esiterekisteri 2005.

Jos osakkeenomistajalla oli hallussaan esimerkiksi 155 yhtiön osaketta, hän sai siten yhtiöltä 155 myyntioikeutta. Tällöin hän saattoi myydä ($155:25=6,2 >$) 6 osaketta ja 5 jäljelle jäänyttä myyntioikeutta. Toisaalta osakkeenomistajan oli mahdollista myydä ainoastaan 155 myyntioikeuttaan, jotka olivat kaupan pörssissä 14.6.2005 saakka. Myyntioikeuksien myynti saattoi lisäksi tapahtua palkkiovapaasti TeliaSonera AB:n välityksellä, tai normaalisti pörssissä. Sen sijaan osakkeiden myynnin osalta palkkiovapautta ei ollut tarjolla, joten vertailtaessa tarjottuja vaihtoehtoja osakemyynti aiheutti normaaleja transaktiokuluja osakkeenomistajalle. Oleellista kuitenkin oli, että ostotarjous koski kaikkia yhtiön osakkeita, ja antoi lisäksi mahdollisuuden jatkaa osakkeenomistajana ja silti hyödyntää ostotarjousta, jos tarjous hyväksyttiin vain myyntioikeuksien osalta. Niiden osalta, jotka eivät reagoineet tarjoukseen, myyntioikeudet raukesivat arvottomina. Nähdäkseni kyseinen ostotarjous on hyvä esimerkki yhtiön mahdollisuudesta toteuttaa omien osakkeiden hankinta yhdenvertaisuusperiaatetta kunnioittaen.

5.3.2 Tasapuolisen kohtelun vaatimus

Julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa tarjouksessa tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (AML 6:2, AMLE 11:7). Sanotun normin on katsottu ilmaisevan sijoittajien tasavertaisuuden periaatteen.⁷⁷⁷ Ehdotettuun AML:n uudistukseen ei sisälly muutoksia kyseistä lainkohtaa koskien.⁷⁷⁸ Ostotarjousdirektiivin⁷⁷⁹ 3 artiklan 1 (a) kohdassa edellytetään, että kohdeyhtiön kaikkia samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti. Tasapuolisen kohtelun periaate pitää sisällään kaksi osatekijää. Ensinnäkin tarjouksen kohderyhmän on katettava kaikki kyseisen arvopaperin haltijat. Toinen osatekijä koskee tarjouksen ehtoja eli lähinnä vastikkeen yhtäläisyyttä kohderyhmän sisällä.⁷⁸⁰ Vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa vastike voidaan määritellä vapaasti, jos tarjous koskee vain osaa yhtiön osakkeista tai niihin oikeuttavista arvopapereista. Ehtona vastikkeen sallittavuudelle on kuitenkin tasapuolisen vaatimus (AML 6:2).⁷⁸¹ Näin ollen AML 6:2 vaikuttaa myös yhtiön omien osakkeiden hankinnassa.⁷⁸²

⁷⁷⁷ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 336.

⁷⁷⁸ HE 32/2012 vp s. 139.

⁷⁷⁹ Euroopan Parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista.

⁷⁸⁰ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 337.

⁷⁸¹ HE 6/2006 vp s. 48.

⁷⁸² Mähönen – Villa 2006b s. 384.

AML:n perustelujen mukaan tasapuolisen kohtelun vaatimus pitää sisällään osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun, menettelyn avoimuuden ja tarjouksen hyväksyneen osakkeenomistajan suojaamisen sidonnaisuudelta silloin, kun se julkisen tarjouksen ehtojen vuoksi kävisi hänelle epäedulliseksi.⁷⁸³ AML 6:2:n kieltoa ”eriarvoiseen asemaan” asettamisesta on tulkittu siten, että suojan kohteena on osakkeenomistajien keskinäinen yhdenvertaisuus.⁷⁸⁴ Tämän vuoksi AML 6:2:lla on nähdäkseni henkilöllinen ulottuvuus, sillä arvopaperimarkkinaoikeuden kannalta, yhtiöoikeudesta poiketen, osakkeenomistajien yhtiösuhteilla ei ole merkitystä. Lisäksi tarjousvastikkeen yhtäläisyyttä korostetaan siltä kannalta, ettei vastike saa olla riippuvainen arvopaperin haltijan henkilöllisyydestä. Myöskään henkilön omistamien arvopapereiden määrä ei saa vaikuttaa vastikkeeseen tai muihin ostotarjouksen ehtoihin.⁷⁸⁵ AML:n perustelujen mukaan tasapuolisen kohtelun vaatimus tähtää oikeudenmukaisen menettelytavan vakiintumiseen yleiseksi käytännöksi julkisissa ostotarjoustilanteissa.⁷⁸⁶

Tasapuolisen kohtelun arvopaperimarkkinoilla julkisissa ostotarjouksissa on todettu vaarantuvan eritoten silloin, kun määräysvallan saavuttamisen kannalta tietty osake-erä muodostuu ratkaisevaksi. Kyseisten osakkeiden omistajat voivat tällöin saada osakkeistaan muita ostotarjouksen kohteena olleita osakkeita huomattavastikin paremman hinnan.⁷⁸⁷ Omien osakkeiden hankinnassa ei tavoitella määräysvaltaa, mutta on mahdollista, että osakkeenomistajien samaa hinta myymistään osakkeista voi vaihdella osakkeen kurssiheilahtelujen vuoksi, jos vertailukohdaksi otetaan ostotarjousta edeltävä tilanne. Näin voi käydä etenkin heikon likviditeetin omaavan osakelajin kurssille, johon Suomen ohuilla arvopaperimarkkinoilla verrattain alhainenkin hetkittäinen kaupankäynti vaikuttaa. Omien osakkeiden hankinnan tulisi tasavertaisuuden vuoksi huomioida erilajisten osakkeiden normaali vaihdanta, ja osakehankinnan vaikutus siihen. AML 6:2:n merkitys korostuu erityisesti silloin, jos osakehankinta suoritetaan pörssin tavallisessa kaupankäynnissä eli ilman julkista ostotarjousta. Tällöin noudatetaan OYL 15:8:ssa säädettyä osakkeenomistajan tiedonsaantioikeutta, jonka mukaan osakkeiden myyntiin oikeutetulle osakkeenomistajalle on ilmoitettava hankintapäätöksestä ennen osakkeiden tarjoamiselle asetetun ajan alkamista. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen valvonta, johon yhtiön velvollisuus tarjousasiakirjan toimituksesta Fiva:lle sisältyy, rajautuu tarjousvastikkeen tasapuolisuuden osalta pois. Ilmeisesti tällaisen tilanteen välttämiseksi ja osakkeen-

⁷⁸³ HE 157/1988 vp s. 51.

⁷⁸⁴ Sillanpää 1994 s. 120.

⁷⁸⁵ HE 318/1992 vp s. 36.

⁷⁸⁶ HE 157/1988 vp s. 51.

⁷⁸⁷ Sillanpää 1994 s. 120–121.

omistajien yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden turvaamiseksi ehdotettiin VOYL:iin alun perin säännöstä, jonka mukaan julkinen osakeyhtiö saisi hankkia omia osakkeitaan vain julkisen ostotarjouksen tai sellaisen julkisen markkinapaikan välityksellä, joka sallii yhtiön käydä kauppaa omilla osakkeillaan.⁷⁸⁸ Nykyinenkään OYL ei sisällä säännöstä julkisen ostotarjouksen käyttämisestä, eikä myöskään markkinapaikasta omien osakkeiden hankinnassa. Tällainen sääntely on OYL:n perusteluiden mukaan jätetty AML:n ja markkinoiden itsesääntelyn varaan.⁷⁸⁹

Tasapuolisen kohtelun vaatimus ei estä ostotarjouksen tekijää tekemästä rajoitettua tai ehdollista tarjousta, mikäli rajoitus on sama kaikille ostotarjouksessa tarkoitettujen arvopapereiden haltijoille. Tällöin tarjous koskisi esimerkiksi vain tiettyä osaa arvopaperin haltijoiden arvopapereista.⁷⁹⁰ Mikäli yhtiössä on vain yksi osakesarja, tämä nähdäkseni tarkoittaisi omien osakkeiden hankinnassa yhdenvertaisuusperiaatteeseen perustuvaa OYL:n olettaa siitä, että hankittavaksi päätetty osakemäärä hankitaan osakeomistusten suhteessa. Mikäli kyseessä on suunnattu hankinta (OYL 15:6) eli ostotarjouksessa sitoudutaan ostamaan tietyn osakelajin osakkeita niiden omistusten suhteessa, on AML 6:2:n lisäksi otettava huomioon AML 2:1:ssä tarkoitettu hyvä tavan vastaisuuden tai sopimattoman menettelyn kieltö. Tällöin omien osakkeiden hankinnassa on varmistuttava, ettei omistajakohtainen hankintarajoitus aiheuta tilannetta, jossa jollain osakkeenomistajilla ei olisi tosiasiallista mahdollisuutta myydä tarkoitettua osakemäärää yhtiölle.⁷⁹¹ Yhtiöoikeudellisesti kyse olisi nähdäkseni aineellisen yhdenvertaisuuden loukkauksesta.

5.4 Yhdenvertaisuusperiaatteen ja tasapuolisen kohtelun vaatimuksen suhde omien osakkeiden hankinnassa

5.4.1 Osakkeenomistajan kannalta

Yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7) ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen tasapuolisen kohtelun periaatteen (AML 6:2) vaikutusta omien osakkeiden hankintamenettelyssä voidaan pohtia periaatteiden yhteismitallisuuden kannalta. Kyse on siten siitä, täyt-

⁷⁸⁸ KM 32/1992 s. 461, 590.

⁷⁸⁹ HE 109/2005 vp s. 136.

⁷⁹⁰ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 337.

⁷⁹¹ Ks. HHO (S 94/1498), jossa ostotarjouksessa tarkoitettuja osakkeenomistajia kohdeltiin AML 6:2:n mukaisesti, mutta kultakin osakkeenomistajalta hankittavien osakkeiden enimmäismäärä asetettiin sellaiseksi, ettei yksi osakkeenomistaja voinut täysipainoisesti osallistua tarjoukseen, vaan joutui jäämään yhtiön osakkaaksi. Menettely todettiin AML 2:1:n ilmaiseman hyvän tavan vastaiseksi.

tääkö yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen menettely myös tasavertaisen kohtelun vaatimuksen eli ovatko ne yhteismitallisia, ja kuinka niiden normatiivinen soveltamisala hahmottuu pörssi-yhtiön omien osakkeiden hankinnassa. Viimeksi mainittu pitää sisällään ajatuksen yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden rajankäynnistä, mihin osakehankinta yhdenvertaisuuden kannalta mielestäni tarjoaa hyvän näkökulman. Teemaa tarkastellaan seuraavassa osakehankinnan molempien osapuolten kannalta. Voidaan ajatella, että käsiteltävien oikeudenalojen rajankäynti vaikuttaa myös osapuolten käsitteellistämiseen osakkeenomistajasta sijoituksensa realisoijaksi ja yhtiöstä omiin osakkeisiinsa sijoittajaksi.

OYL 1:7:n ja AML 6:2:n sisältämiä periaatteita voidaan aluksi tarkastella osake -käsitteen avulla eli siten, mitä osake merkitsee periaatteiden soveltamisessa. OYL 1:7:n 1 virke säättää osakkeiden yhtäläisistä oikeuksista, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei toisin määrätä. AML 6:2:ssa sanamuotona on arvopaperin *haltija*. Kyseistä lain sanamuotojen eroa voi nähdäkseni hahmottaa osakkeen esineoikeudellisella tarkastelulla. OYL:ssa osakeoikeudet ovat omistuksen kohteena. Tosin osake itsessään on muun muassa panttikelpoinen.⁷⁹² Arvopaperimarkkinaoikeudessa osake on vaihdannan kohteena, jolloin sen sisältämällä oikeuksilla on välineellistä, markkinoiden hinnoittelemaa arvoa. AML 6:2:n tasapuolisen kohtelun periaate osakkeen kannalta tarkoittaa vaihdannan turvaamista ilman markkinoiden häiriöitä, jolloin osakekohtaiset likviditeetti-erot perustuvat pääasiassa yhtiöiden menestymiseen. OYL 1:7:n viittaus tahdonvaltaisuuteen osakeoikeuksien sääntelyssä voi parantaa tai huonontaa tietyn osakelajin merkitystä yhtiön sisällä. AML 6:2:n on kuitenkin taattava minkä tahansa osakelajin osakkeenomistajille tasapuolinen kohtelu yhtiön ulkopuolella. AML 6:2:n tasapuolisuuden kriteeriksi on ehdotettu sijoitusten arvon säilyttämistä, eikä yksittäisen osakkeenomistajan kohtelua.⁷⁹³ Mielestäni tämä näkemys ei huomioi tahdonvaltaisuutta osakeoikeuksien sääntelyssä, millä puolestaan on vaikutus osakkeiden vaihdantaan ja markkina-arvoon. Näin ollen lähtökohdat AML 6:2:n soveltamiselle osakkeen kannalta luodaan yhtiön sisällä tahdonvaltaisuuteen perustuvalle osakeoikeuksien määrittelyllä. Mikäli osakkeen vaihdanta heikkenee yhtiökokouksen sinällään pätevän päätöksen seurauksena, kyseessä voi olla OYL 1:7:n vastainen päätös⁷⁹⁴, jolloin AML 6:2:n tasapuolisen kohtelun vaatimus ei ole relevantti tarkasteltava.

⁷⁹² Havansi 1979 passim.

⁷⁹³ Timonen 1997 s. 308.

⁷⁹⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 43–45.

Osakkeenomistajan on OYL 1:7:n 2 virkkeen mukaan kiellettyä saada epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. AML 6:2:n kieltö julkisen ostotarjouksen tekijälle arvopaperin haltijoiden eri asemaan asettamisesta luo velvoitteen yhtiölle suhteessa osakkeenomistajaan. Yhdenvertaisuusperiaatetta suhteessa AML 6:2:een on oikeustieteellisissä kannanotoissa tulkittu eri tavoin. Timosen mukaan yhdenvertaisuusperiaate soveltuu arvopaperimarkkinoilla, mutta vain yhtiön sisäisiä suhteita ja päätöksentekoa arvioitaessa.⁷⁹⁵ Sillanpää puolestaan samaistaa yhdenvertaisuus- ja tasapuolisen kohtelun periaatteet toteamalla, ettei niiden tulkinta missään tilanteessa voi olla kovin eriävää.⁷⁹⁶ Kun kyse on omien osakkeiden hankinnasta, molempia kannanottoja voi tulkita siten, ettei OYL 1:7:n ja AML 6:2:n soveltamista voida tai ole tarpeen rajata hankintamenettelyn yhtiö- tai arvopaperimarkkinaoikeudelliseen vaiheeseen. Lisäksi voidaan kiinnittää huomiota edellä (jaksossa 5.1.2) selostettuun Danske Bank -tapaukseen. Siinä väärinkäytös tapahtui arvopaperimarkkinoilla, mutta sanktion perusteena oli ainoastaan yhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden loukkaus, eikä nimenomaisesti arvopaperimarkkinoiden säännösten vastaisuus. On pääteltävissä, että osakkeenomistajien yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden kannalta AML:n tasapuolisen kohtelun periaate laajentaa ostotarjoukseen vastaavan oikeussuojaa omien osakkeiden hankinnassa. Merkitystä on lisäksi pörssin itsesääntelyn valvontamekanismilla, joka kiinnittää huomiota sijoittajien tasapuolisen kohtelun lisäksi myös osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen.

OYL 1:7:n ja AML 6:2:n sisältöjen suhdetta on sivuttu muun muassa Yrityskauppalautakunnan⁷⁹⁷ lausunnossa Rahoitustarkastukselle, jossa arvioitiin kahden pörssiyhtiön välisiä liiketoimintajärjestelyjä yhtiöiden osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimuksen kannalta. Yrityskauppalautakunta totesi, että yhtiöoikeudellisessa ja arvopaperimarkkinaoikeudellisessa yhdenvertaisuus-käsitteissä on yhteisiä piirteitä ja että niitä voidaan hyödyntää ristiin tulkittaessa julkisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajien aineellista yhdenvertaisuutta.⁷⁹⁸

⁷⁹⁵ Timonen 1997 s. 309. Julkisen ostotarjouksen tekijän ollessa yhtiön ulkopuolinen taho yhdenvertaisuusperiaatetta ei tulisi soveltaa.

⁷⁹⁶ Sillanpää 1994 s. 114.

⁷⁹⁷ Yrityskauppalautakunta antaa AML 6:17:n mukaan suosituksia ja lausuntoja koskien hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämistä pörssiyhtiöiden julkisissa ostotarjoustilanteissa. Lakisäätöiset tehtävät perustuvat ostotarjousdirektiiviin. Ks. tarkemmin Yrityskauppalautakunnasta ja sen tehtävistä HE 6/2006 vp. s. 51–55.

⁷⁹⁸ Yrityskauppalautakunnan lausunto 4.12.2007 s. 1, 2, 8.

5.4.2 Yhtiön kannalta

Yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) määrittää osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita, sekä osakkeenomistajan suhdetta yhtiöön.⁷⁹⁹ Yhtiön suhde osakkeenomistajaan nähden OYL 1:7:n nojalla kiteytyy johdolle asetettuun kieltoon päätöksestä tai toimesta, joka olisi omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle tai muulle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Omien osakkeiden hankinnan kaupankäyntiluonteen vuoksi yhtiötä ja niitä osakkeenomistajia, jotka eivät myy osakkeitaan, tulisi nähdäkseni tarkastella kokonaisuutena. Tällöin mahdollinen epäoikeutettu etu kohdentuisi joko myyvään tai kauppaan nähden passiivisena pysyttelevään osakkeenomistajaan. Epäoikeutettu etu osakehankinnan ulkopuolisten osakkeenomistajien kustannuksella tarkoittaisi ylihinnan maksamista hankittavista osakkeista. OYL:n perusteluissa markkinahinnasta poikkeamista on siviittu suunnatun hankinnan tilanteessa. Poikkeamiselle tulisi olla erityisen painava taloudellinen syy. Syyn perusteluvollisuus on hallituksella.⁸⁰⁰ Osakehankinnan ulkopuolisten osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden kannalta merkitystä on sillä, kuinka suuri osa yhtiön voitonjakokelpoisista varoista hankintaan käytetään. Hankinnan kohteena olevien osakkeiden omistajille hankinnan ehtojen tulisi taata yhdenvertaiset mahdollisuudet osakkeidensa myyntiin yhtiölle.⁸⁰¹

AML 6:2:n tasapuolisen kohtelun periaatetta ostotarjouksen tekijän eli yhtiön kannalta tarkasteltaessa merkittävää on, että AML 6:2:n säännös ilmenee suorasti tai välillisesti useista AML:n ja erityisesti sen 6 luvun säännöksistä. Yhtiön tulee siten omien osakkeiden hankinnassa huomioida AML:n tulkinnallinen kokonaisuus sijoittajansuojasta.⁸⁰² Verrattuna OYL 1:7:ään AML 6:2:n säännöksen on tulkittu olevan yksityiskohtaisempi koskien tietyn arvopaperilajin omistajien *keskinäistä suhdetta*.⁸⁰³ OYL 1:7 korostaa *osakekohtaista* eli osakeoikeuksiin kytkeytyvää yhdenvertaisuutta. Yhtiön kannalta AML 6:2:n tasapuolisen kohtelun loukkaaminen omien osakkeiden hankinnassa voi johtaa myös muiden AML:n sijoittajansuojasäännösten loukkaamiseen. Toisaalta näin voi käydä myös yhtiön loukatessa osakkeenomistajiensa yhtiöoikeudellista yhdenvertaisuutta omien osakkeiden hankinnassa. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty eriäviä kannanottoja siitä, voiko yhtiön johto joutua OYL 22:1:n mu-

⁷⁹⁹ HE 109/2005 vp s. 39.

⁸⁰⁰ HE 109/2005 vp s. 138-139.

⁸⁰¹ HE 109/2005 vp s. 139.

⁸⁰² Ks. HE 157/1988 vp s. 1, 3, 51, Sillanpää 1994 s. 121, 199.

⁸⁰³ Mähönen – Villa 2006b s. 369.

kaiseen vastuuseen osakkeenomistajaa kohtaan AML:n vastaisen menettelyn vuoksi.⁸⁰⁴ Riippumatta säännöksestä, jonka vastaisuudesta toimesta alun perin on kysymys, seuraukset eivät välttämättä rajoitu siviilioikeuden alaan, vaan kyseeseen voi tulla rikosoikeudellinen arvio yhtiön edustajien toiminnan lainmukaisuudesta.⁸⁰⁵ Joka tapauksessa omien osakkeiden hankinnan toteutusvaihe arvopaperimarkkinoilla laajentaa yhtiön vastuuta ostotarjouksen kohteena olevien osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta. Nähdäkseni tämä ei ole seurausta ainoastaan AML 6:2:n säännöksestä, vaan arvopaperimarkkinaoikeuden tavoitteisiin perustuvasta AML:n säännöskokonaisuudesta. On myös pidetty mahdollisena, että viime vuosikymmenten tehokkain yhtiöoikeudellista vähemmistönsuojaa ja sitä kautta yhdenvertaista kohtelua edistänyt toimenpide ei ole liittynyt OYL:in vaan tehostuneisiin rahoitusmarkkinoihin.⁸⁰⁶

⁸⁰⁴ OYL 22:1:n säätämänä yhtiöjohdon vahingonkorvausvastuun edellytyksenä osakkeenomistajaa kohtaan on, että vahinkoon aiheutettu ”tätä lakia tai yhtiöjärjestystä rikkomalla”. On epäselvää, luetaanko AML ”tätä lakia” – käsitteeseen. Sanamuoto ei tukisi tätä tukisi, mutta OYL:n perusteluissa todetaan, että OYL:n rikkomisesta on kyse myös silloin, kun toimitaan sellaisen säädöksen vastaisesti, jota OYL:n mukaan on noudatettava. HE 109/2005 vp. s. 195. OYL:ssa on eräitä viittauksia AML:in (esim. OYL 5:22), mutta OYL ei sisällä nimenomaisia velvoitteita menetellä AML:n mukaisesti.

⁸⁰⁵ Ks. valtiosyyttäjän syyttämättäjäätämispäätös nro 03/8 s. 6-9. Tapauksessa oli kyse siitä, syyllistyivätkö yhtiön hallituksen jäsenet sisäpiirintiedon väärinkäyttöön yhtiön hankkiessa omia osakkeitaan. Hankinta toteutettiin aikana, jolloin yhtiöllä oli vireillä yhteisyrityksen perustaminen toisen yhtiön kanssa. Yhtiön hallitus oli valtuutuksen nojalla päättänyt aloittaa osakehankinnat 5 päivää ennen, kuin yhteisyrityksen käynnistämistä koskeva pörssitiedote julkaistiin. Hankintojen toteutus pankkiiriliikkeelle annetulla hankintasuunnitelmalla ja toimeksiannolla alkoi 3 päivää tiedotteen julkaisun jälkeen. Tapauksessa sisäpiirintiedon olemassa olo oli selvää, mutta arviointi koski sitä, oliko tiedon hyödyntämistarkoitus tosiasiallinen syy omien osakkeiden hankinnalle. Valtiosyyttäjän ratkaisu perustui siihen, että osakehankinta noudatti hankintaohjelmaa, joka oli etukäteen laadittu ja riittävän yksityiskohtainen, mutta jätti pankkiiriliikkeelle riittävän itsenäisyyden toimeksiannon toteutuksessa. Ostot myös toteutuivat vallinneiden osakekurssien mukaan. Ks. myös ratkaisun kritiikistä hankintasuunnitelman etukäteisyyttä koskien Kurenmaa 2004 s. 259-260.

⁸⁰⁶ OM 2000 s. 30.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

6.1 Kokoavia näkökohtia tutkielmasta ja de lege ferenda

Johdanto-luvussa tutkielman keskeisimpänä tutkimuskysymyksenä esitin, mikä merkitys yhtiöoikeudellisella yhdenvertaisuusperiaatteella on yhtiön omien osakkeiden hankinnassa. Asetetun kysymyksen taustalla vaikuttivat nykyisen OYL:n lisääntynyt tahdonvaltaisuus ja lain periaatesuuntautuneisuus⁸⁰⁷ sekä ideologinen muutos⁸⁰⁸ verrattuna aiempaan yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn. Näiden vaikuttimien vuoksi keskityin aluksi oikeusperiaatteiden luonteeseen sekä erityisesti yhdenvertaisuusperiaatteen analysointiin ja sen merkitykseen suomalaisessa oikeusjärjestyksessä.

Yhdenvertaisuusperiaatteen merkityksen hahmottamisen osakkeiden hankintaprosessissa aloitin yhdenvertaisuusperiaatteen analyysillä. Totesin, että oikeusperiaatteiden arvosidonnaisuus⁸⁰⁹ tarkoittaa yhdenvertaisuuden kohdalla pyrkimystä tasa-arvoon⁸¹⁰. Moraalinen ulottuvuus kytkeytyy oikeudenmukaisuuteen.⁸¹¹ Arvo- ja moraalinäkökohdat puolestaan tulee ottaa huomioon lainsäädännössä, jotta positiivinen oikeus saisi yhteiskunnallisen hyväksyttävyyden ja oikeuden käyttäytymistä ohjaava vaikutus toteutuisi.⁸¹² Oikeusperiaate-luonteensa myötä yhdenvertaisuus ilmenee sekä oikeuden pintatason normina että lain tulkintaa ohjaavana, oikeuskulttuuritason periaatteena.⁸¹³ Voimassa olevaa oikeutta tulkittaessa yhdenvertaisuusperiaatteella on arvorationaalinen vaikutus formaaleihin oikeussääntöihin.⁸¹⁴ Yhdenvertaisuusperiaate on koko oikeusjärjestelmän läpäisevä oikeusperiaate, minkä vuoksi sitä ei voida sivuuttaa minkään oikeudenalan erityiskysymyksissä. Perusoikeutena yhdenvertaisuudella on merkitystä yksityisoikeudellisissa oikeussuhteissa perusoikeuksien horisontaalivaikutuksen myötä. Yhtiöoikeuden liitos varallisuusoikeuksiin tarkoittaa perusoikeuksien tasolla omaisuuden suojan keskeistä merkitystä oikeussuhteissa. Omaisuudensuojaa ja riskipositioita yhtiöoikeu-

⁸⁰⁷ HE 109/2005 vp s. 16-17.

⁸⁰⁸ Ks. muutoksesta HE 109/2005 vp s. 38-39 sekä Mähönen – Villa 2006a s. 3-4.

⁸⁰⁹ Ks. Aarnio 2006 s. 18, Tolonen 2003 s. 50.

⁸¹⁰ Ojanen – Scheinin 2011 s.

⁸¹¹ Ahlman 1943 s. 31-48.

⁸¹² Klami 1997 s. 151-154.

⁸¹³ Tuori 2000 s. 150.

⁸¹⁴ Tuori 2007 s. 36-59.

den toimintaympäristössä tarkasteltaessa yhdenvertaisuusperiaate voi toimia perusoikeuksien tulkinnallisena sidosperiaatteena.⁸¹⁵

OYL:n aiempaa laajempi tahdonvaltaisuus vaikuttaa erityisesti osaketta koskevaan sääntelyyn.⁸¹⁶ Yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta kyse on osake ja ääni -periaatteesta poikkeamisesta yhtiöjärjestysmääräyksin, millä puolestaan vaikutetaan yhtiön määräysvallan jakaantumiseen tai toisaalta keskittymiseen.⁸¹⁷ Tällä puolestaan on merkitys osakkeenomistajan riskipositioon. Riski muodostuu sekä väärinkäytös- että liiketoimintariskistä.⁸¹⁸ Viimeksi mainittuun vaikuttaa eritoten informaatio yhtiön tilasta.⁸¹⁹ Liiketoiminnallisen päätöksenteon hoitaa pääasiassa yhtiön hallitus (OYL 6:2), jolloin yhdenvertaisuusperiaatteen vaikutus liittyy johdon toimintaan. Liiketaloudellisten ratkaisujen tulee hyödyttää kaikkia osakkeenomistajia niin, että heidän taloudellinen asema paranee tasaisesti tai vähintään pysyy muuttumattomana.⁸²⁰ Yhdenvertaisuuden kytkös osakkeiden omistukseen tarkoittaa, ettei kaikkien osakkeenomistajien asema yhtiössä ole aina ja kaikissa tilanteissa samansisältöinen. Yhdenvertaisuusperiaatteen vähemmistönsuojavaikutus estää enemmistövaltaan perustuvan aseman väärinkäytön.⁸²¹ Yhdenvertaisen kohtelun on toteuduttava sekä muodollisesti että aineellisesti.⁸²²

Omien osakkeiden hankinnan kannalta osakkeen tuottamien oikeuksien tahdonvaltainen sääntely tarkoittaa OYL 1:6:n enemmistöperiaatetta tiukempia, pakottavia säännöksiä yhtiökokoituksen päätöksenteossa.⁸²³ Yhdenvertaisuuden kannalta määräenemmistöisessäkin päätöksessä merkitystä on päätöksen aineellisella vaikutuksella.⁸²⁴ Lisäksi osakkeiden eriävät oikeudet merkitsevät AML:n sääntelyn huomioon ottamista hankittavien osakkeiden hinnoittelussa.⁸²⁵ Hinnoittelu tarkoittaa yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamista niiden osakkeenomistajien välillä, joihin osakehankinta kohdistuu.⁸²⁶ Toisaalta yhdenvertaisuusperiaate vaatii hinnoitte-

⁸¹⁵ Pöyhönen 2003 s. XVI-XVII, 64-78.

⁸¹⁶ Mähönen – Villa 2006b s. 46.

⁸¹⁷ Yhtiöjärjestyksen merkityksestä KKO 2009:22.

⁸¹⁸ Vahtera 2011 s. 190.

⁸¹⁹ Vahtera 2011 s. 191.

⁸²⁰ HE 109/2005 vp s. 39.

⁸²¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2012 s. 37.

⁸²² KKO 1991:46.

⁸²³ Enemmistöperiaatetta tiukemmat määräenemmistövaatimukset omien osakkeiden hankinnassa ohjautuvat pääomadirektiivin 40 artiklaan. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 158.

⁸²⁴ Huttunen 1984 s. 427, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 43.

⁸²⁵ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 371.

⁸²⁶ HE 109/2005 vp s. 138. Lisäksi esim. Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 52.

lussa niidenkin osakkeenomistajien huomioon ottamista, jotka eivät osallistu osakehankintaan.⁸²⁷

Corporate governance –sääntely määrittää omien osakkeiden hankintaa prosessina eli päätös- ja toteutusvaiheineen. Kyse on tällöin osakkeenomistajien välisten suhteiden, mutta ennen kaikkea osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välisen suhteen merkitystä⁸²⁸. Viimeksi mainittu on seurausta pörssiyritysten varsinkin yleisestä tavasta valtuuttaa hallitus omien osakkeiden hankintaan.⁸²⁹ Tämän vuoksi yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen tarkoittaa ensisijaisesti yhtiön johdon pidättäytymistä päätöksistä ja toimenpiteistä, jotka ovat omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7). OYL 1:8:n nojalla johdon velvoitteet kohdistuvat ensisijaisesti yhtiöön. Lojaliteettivelvoitteen on kuitenkin tulkittavaan, että johdon itsenäisten ratkaisujen tulee olla reiluja kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.⁸³⁰ Lojaliteettivelvoitteen kohdistumisen suoraan osakkeenomistajiin tulisi aktualisoitua erityisesti ostotarjoustilanteissa.⁸³¹ Käytännössä tämä merkitsisi johdon velvoitetta huolehtia osakkeenomistajien saatavilla olevan informaation tasapuolisuudesta.⁸³² Tällä seikalla on suora yhteys omien osakkeiden hankinnan lähtökohtaan yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta, sillä kaikilla osakkeenomistajilla tulee olla yhtäläiset mahdollisuudet myydä osakkeitaan yhtiölle (OYL 15:6.1, OYL 15:8, AML 6:2). Yhdenvertaisuusperiaate ja lojaliteettivelvoite yhdessä korostavat sitä seikkaa, ettei johto saa ryhtyä osakehankintaan mahdollisten omien intressien ajamana.⁸³³ Tämä olisi mahdollista valtuutuksen antaessa johdolle itsenäistä harkintavaltaa⁸³⁴ hankinnan toteutuksesta.

Omien osakkeiden hankinnan motiivit osoittautuivat varsinkin moninaisiksi⁸³⁵, mutta niiden kannalta merkittävä havainto koski yhtiökokouksen päätöksen sisältöä, johon ei lain mukaan tar-

⁸²⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 40-41.

⁸²⁸ Mähönen – Villa 2006c s. 2, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 230, corporate governance 2010 suositukset 3, 5-17.

⁸²⁹ Immonen – Nuolima 2007 s. 195.

⁸³⁰ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008 s. 77.

⁸³¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 50.

⁸³² Kyse on tällöin yhtiötiedosta; Huovinen 2004 s. 121, sekä vähemmistöosakkeenomistajien informoinnista; vrt Mähönen – Villa 2006a s. 199.

⁸³³ Ks. Mähönen 1998 s. 237-238.

⁸³⁴ Ks. esim. Nokian yhtiökokouksen pöytäkirja.

⁸³⁵ Ks. motiiveista KM 1992:32 s. 459, Dittmar 2000 s. 334 (tukiosto), Statens offentliga utredningar 1997:22 s. 249-250 (yritysvaltaisuuden torjunta), Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 76, Seppänen 2011 s. 152-153 (rahoitus rakenne ja velkavipu), Mähönen – Villa 2006 s. 79, 92 (tilinpäätöksen tunnusluvut), Immonen 2011 s. 293-294, 312 (vastike yrityskaupoissa sekä omistusrakenteeseen vaikuttaminen), HE 96/1996 vp s. 99 (johdon optio-järjestelyt), Weisbenner 2000 s. 2, 25 (optiot ja osakkeiden arvon laimentumisen estäminen), Airaksinen –

vitse sisällyttää syytä omien osakkeiden hankintaan (OYL 15:7). Poikkeuksena tähän on suunnatun hankinnan tilanne. Päätökseen suunnatusta hankinnasta on kirjattava painava taloudellinen syy sekä sen perusteet (OYL 15:6). Tämä edellytys pohjautuu yhdenvertaisuusperiaatteeseen.⁸³⁶ Epäkohdaksi havaitsin sen, että julkisten osakeyhtiöiden osakehankinta on pörssi-kaupan luonteen vuoksi käytännössä aina suunnattu.⁸³⁷ OYL ei kuitenkaan edellytä pörssi-yhtiöiltä poikkeavaa menettelyä hankinnan syiden ilmaisemisen suhteen. Painavan taloudellisen syyn käsitettä pyrin selvittämään vertailulla suunnattuun osakeantiin, joka yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta muodostaa omien osakkeiden hankintaa vastaavan tilanteen.⁸³⁸ Toteamuksena oli, että painavan taloudellisen syyn ei tulisi olla määriteltävissä liiketoiminnallisin kriteerein, vaan yhtiön toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuuden kriteerein.⁸³⁹ Tällöin hankintapäätöksen tulisi näkemykseni mukaan pohjautua esimerkiksi yhtiön aiemmista tilinpäätöstiedoista johdettuun todennäköisyyteen heikkenevästä voitontuottamiskyvystä. Osakehankinnan motiivien moninaisuus johtaa epäilykseen siitä, vastaako painavan taloudellisen syyn käytännön merkitys sille asetettua yhdenvertaisuutta painottavaa tehtävää. Vaikutelmaa siitä, että pörssi-yhtiöiden omien osakkeiden hankinta perustuu yleisesti ottaen liiketaloudellisiin syihin, tukee osaltaan OYL 15:5.2:n mahdollistama hallituksen laajaa harkintavaltaa hankintaprosessissa.⁸⁴⁰

Omien osakkeiden hankinnan toteutusvaiheen totesin olevan mahdollista normaalina kaupankäyntinä pörssissä tai julkisella ostotarjouksella.⁸⁴¹ Molemmissa tapauksissa yhdenvertaisuusvaatimus laajenee ja yhtiön kannalta myös monimutkaistuu, sillä arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely vaatii julkisilta osakeyhtiöiltä sijoittajien tasapuolista kohtelua (AML 6:2, EAML 11:7). Tällöin yhtiöoikeudellinen osakehankinta on AML:n pakottavan sääntelyn alainen. Normituksen tavoitteena on arvopapereiden häiriötön hinnanmuodostus, jolla pyritään turvaamaan luottamus markkinoihin ja tehokkuus vaihdannassa.⁸⁴² AML:n tasapuolisen kohtelun vaatimus laajentaa osakkeenomistajan oikeussuojaa osakehankinnan yhdenvertaisuuden kannalta, vaikka suojan voi nähdä välillisenä arvopaperimarkkinoiden sääntelytavoitteiden

Pulkkinen – Rasinaho 2010b s. 135 (ylimääräisten kassavarojen jako), Tomperi 2004 s. 59-60 (kassavarojen jako ja tasaisessa osingonjakopolitiikassa pitäytyminen), s. 25 (myönteinen signaali markkinoille).

⁸³⁶ HE 109/2005 vp s. 138-139.

⁸³⁷ Ibid.

⁸³⁸ HE 109/2005 vp s. 138-139, Vahtera 2011 s. 242-245.

⁸³⁹ Vahtera 2011 s. 264-247.

⁸⁴⁰ Immonen – Nuolimaa 2007 s. 194-196.

⁸⁴¹ HE 109/2005 vp s. 136.

⁸⁴² HE 157/1988 vp s. 3-6.

vuoksi.⁸⁴³ Mikäli yhtiö loukkaa OYL:n yhdenvertaisuutta arvopaperimarkkinoilla, kyseessä on yleensä myös AML 6:2:n (EAML 11:7:n) tasapuolisen kohtelun vaatimuksen vastaisuus. Toisaalta OYL:n tahdonvaltaisuuden vuoksi yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen toiminta ei välttämättä täytä AML:n pakottavaan sääntelyyn liittyvää tasapuolisen kohtelun vaatimusta.⁸⁴⁴

Arvopaperimarkkinaoikeudellisten normien kannalta omien osakkeiden hankinnan kiinnostavimpia seikkoja ovat tarjousvastike sekä hankinnan ajoitus.⁸⁴⁵ Yhtiön osakkeista tarjoama hinta voi olla hieman vallitsevaa kurssia korkeampi, sillä markkinoilla hyväksytyyn käytännön mukaisesti ylihinta voidaan maksaa premiona hankinnan toteuttavalle ammattimaiselle välittäjälle. Tämän on katsottu olevan myös yhtiön edun sekä yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaista.⁸⁴⁶ Lisäksi julkisessa ostotarjouksessa on mahdollista osakkeiden järjestyksen ja oikeudenmukaisen hintasuhteen nojalla ottaa huomioon heikon likviditeetin omaava osakelaji markkinahintaa korkeammalla tarjouksella.⁸⁴⁷ Mielenkiinto omien osakkeiden hankinnan ajoituksen osalta kohdistuu lähinnä yhtiön johtoon, jolla on hallussaan paras tietämys yhtiön taloudellisesta tilasta.⁸⁴⁸

Seuraavassa tiivistän tässä luvussa tehdyn yhteenvedon vastaukseksi tutkimuskysymykseen. Tutkielmassa ilmi käyneiden seikkojen nojalla katson, että yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys yhtiön omien osakkeiden hankinnassa on huomattavin yhtiökokouksen päätösmenettelyssä, jossa enemmistöperiaatetta tiukemmat, indispositiiviset muotomääräykset toimivat muodollisesti yhdenvertaisen kohtelun kontrollina (OYL 5:27). Aineellista yhdenvertaisuutta rajoittavat osakkeenomistajan tiedonsaannin problemaattisuus yleisesti⁸⁴⁹, sekä mahdollinen tietämättömyys hankinnan syystä ja perusteesta⁸⁵⁰. Hankintaprosessin edetessä toteutusvaiheeseen yhdenvertaisuusperiaate ei yksin riitä takaamaan osakkeenomistajien

⁸⁴³ Sääntelyn tavoitteista KM 1987:44 s. 261-262, oikeussuojan välillisyydestä KKO 2000:82.

⁸⁴⁴ Yhdenvertaisuusperiaatteesta voidaan poiketa yhtiöjärjestyksessä OYL 1:7:n 1 virkkeen nojalla. Lisäksi omien osakkeiden hankinnassa yhdenvertaisuusvaatimuksesta voidaan poiketa kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella. Ks. Immonen – Nuolimaa 2007 s. 196.

⁸⁴⁵ Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteista yhtiön markkinakäyttäytymisen kannalta HE 32/2012 vp s. 61, 117.

⁸⁴⁶ HE 109/2005 vp s. 138.

⁸⁴⁷ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c s. 34-35.

⁸⁴⁸ Kurenmaa 2006 s. 255, Tomperi 2004 s. 90-91.

⁸⁴⁹ OYL 5:25:n osakkeenomistajan kyselyoikeuden rajoituksena on hallituksen mahdollisuus pidättäytyä antamasta vastausta, mikäli se aiheuttaisi olennaista haittaa yhtiölle. Olennaisen haitan arviointi kuuluu hallitukselle tai toimitusjohtajalle, eikä siitä tarvitse poiketa edes kaikkien osakkeenomistajien vaatimuksesta. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 373.

⁸⁵⁰ Omien osakkeiden hankinnan syytä ei lähtökohtaisesti tarvitse ilmoittaa päätöksen sisällössä (OYL 15:7).

aineellista yhdenvertaisuutta, koska hallituksen rooli hankinnan toteutusvaiheessa korostuu. Nämä seikat tarkoittavat käytännössä sitä, että osakkeenomistajilla ei välttämättä ole yhteneväisiä mahdollisuuksia ennakoida osakehankinnan oikeusvaikutuksia asemaansa yhtiössä.⁸⁵¹ Lisäksi aineellinen yhdenvertaisuus kytkeytyy voitonjakokelpoisten varojen käyttöön sekä erilaisten osakkeiden kohteluun osakehankinnassa.⁸⁵² Yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate saa sisällöllistä tukea arvopaperimarkkinaoikeudellisesta sääntelystä⁸⁵³. Tämä seikka saa korostuneen merkityksen hallituksen valtuutuksella (OYL 15:5.2) toteutettavissa hankinnoissa. Yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys nähdäkseni liudentuu sitä mukaa, mitä enemmän valtuutus luo hallitukselle itsenäistä päätösvaltaa. Tällöin AML:n tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta on saatavissa yhdenvertaisuuden sisällöllistä tulkinta-apua⁸⁵⁴.

De lege ferenda. Omien osakkeiden hankinnan ongelmat osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun kannalta liittyvät nähdäkseni hankinnan syiden täsmentymättömyyteen ja hallituksen valtuutukseen. Ensinnäkin mielestäni olisi aiheellista OYL:n edellyttävän, että yhtiökokouksen päätöksen sisällössä mainitaan *omien osakkeiden hankinnan syy perusteineen*. Syyn täsmällisyys -kriteerin määrittämisessä voitaisiin hyödyntää yhteisöoikeudellista turvasatamadirektiiviä, jossa osakkeiden takaisinostolle on määritelty tietyt tarkoitukset. OYL:n vaatimuksen syyn ilmoittamisesta katson merkitykselliseksi osakkeenomistajan *tiedonsaantioikeuksien* vuoksi. Oikeus yhtiötä koskevaan informaatioon on olennaista riskiposition arvioinnissa. Tämä puolestaan vaikuttaa osakkeenomistajan päätöksentekoon, kun yhtiö ostaa omia osakkeitaan. Lain vaatima syyn ilmoittaminen ja perustelu hankintapäätöksessä tarkentaisi mielestäni myös painavan taloudellisen syyn määrittämistä suunnatuissa hankinnoissa. Koska sanottu syy kytkeytyy yhdenvertaisen kohtelun vaatimukseen, lisäksi ilmoittamis- ja perusteluvaatimus yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä myös suunnatun hankinnan toteutusvaiheessa. Lisäksi syyn ilmoittamis- ja perusteluvaatimusta omien osakkeiden hankinnassa yleisesti puoltaa OYL:n esitöissä ilmi tuotu seikka siitä, että julkisen osakeyhtiön osakehankinta pörssissä on käytännössä aina suunnattu⁸⁵⁵.

⁸⁵¹ Aseman arvioinnista esim. Kaisanlahti 1999b s. 719–722.

⁸⁵² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 1010, HE 109/2005 vp s. 138.

⁸⁵³ HE 32/2012 vp s. 117, jossa korostetaan markkinoilla toimivien sijoittajien *yhdenvertaista, tasapuolista ja samanaikaista* (kursivointi tässä) mahdollisuutta tiedonsaantiin.

⁸⁵⁴ Yrityskauppalautekunnan lausunto 04/2007.

⁸⁵⁵ HE 109/2005 vp s. 138-139.

Julkisissa osakeyhtiöissä omien osakkeiden hankinta toteutetaan yleensä hallituksen valtuutuksella. Valtuutus voi käytännössä merkitä sitä, että osakehankinta on luonteeltaan enemmän johdon yleistoimivallan piiriin kuuluva liiketaloudellinen ratkaisu kuin yhtiöoikeudellinen päätös. Yhtiön hankkiessa omia osakkeitaan kaupan toisena osapuolena on osakkeenomistaja, minkä vuoksi yhtiön johdon lojaliteettivelvoitetta suoraan osakkeenomistajia kohtaan tulisi korostaa. Lisäksi yhtiö on kaupan tarjoava osapuoli, mikä näkemykseni mukaan voimistaa lojaliteetin vaatimusta osakkeenomistajaa, eikä niinkään yhtiötä kohtaan. Yhtiöoikeuteen tulisi sisällyttää säännös, josta tulkinnalla olisi johdettavissa *yhtiön johdon lojaliteettivelvoite suoraan osakkeenomistajaa kohtaan*, mikäli osakkeenomistajalla on tarjouksen perusteella osakkeidensa myyntimahdollisuus. Tavoitteena olisi osakkeenomistajien *tiedollinen* yhdenvertaisuus myyntipäätöksen kannattavuuden arvioinneissa. Johdon lojaliteettivelvoitetta suoraan osakkeenomistajaa kohtaan tukee näkemykseni mukaan myös Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin sisältämä ohjeistus johdon velvoitteista, joissa olennaisena elementtinä on painotettu hallituksen jäsenten tiedonantovaatimuksia sekä riippumattomuusvaatimuksia.⁸⁵⁶ Julkisten osakeyhtiöiden johdon toimintaa kontrolloidaan arvopaperimarkkinoilla *sijoittajien* luottamuksen ylläpitämiseksi.⁸⁵⁷ Yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvoitteen soveltaminen johdon ja *osakkeenomistajien* välillä palvelisi mielestäni myös arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta ja tehokkuutta, kun yhtiön johto olisi velvoitettu ensisijaisesti omistajatahon informointiin ostotarjoustilanteissa. Ehdotuksessa uudeksi arvopaperimarkkina-laiksi on säännös (AMLE 11:8) julkisen ostotarjouksen tekijän velvollisuudesta edistää tarjouksen toteutumista. Mielestäni tämäkin osaltaan tukisi yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden kohdistumista suoraan osakkeenomistajaan omien osakkeiden hankintatilanteissa.

6.2 Lopuksi

Tutkielman johdannossa esitin aihealueen valinnan taustaksi mielenkiinnon yhtiöoikeuden oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusnäkökohtiin, mikä tutkielman kysymyksenasettelussa tarkoitti normatiivisen elementin lisäksi myös oikeuspoliittista elementtiä. Palaan viimeksi mainittuun seuraavassa. Oikeudenmukaisuus-käsitteen analyysissä totesin, että sen sisältämistä osatekijöistä ansaitsemisen periaate⁸⁵⁸ olisi soveltuva mitta yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen ilmentämälle oikeudenmukaisuustavoitteelle. Ansaitsemisen periaatteen mu-

⁸⁵⁶ Corporate governance 2010 suositukset 3, 5-17.

⁸⁵⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a s. 230–231.

⁸⁵⁸ Ahlman 1943 s. 47–48.

kaisen rasiitteen eli taloudellisen riskin oletin vastaavan saavutettua etua eli osakkeenomistajan saavuttamaa taloudellista riskiä. Edun ja rasiitteen suhteuttamisen katsoin mahdolliseksi juuri riskin materiaalisen luonteen vuoksi. Yhtiösuhteen perustuminen osakkeen tuottamien oikeuksien omistamiselle määrittää osakkeenomistajien *asemat* yhtiössä, joiden perusteella taloudellisen *edun* tulee *jakaantua*. Tämä asetelma jättää kuitenkin epäselväksi sen, vastaako saavutettu asemaan perustuva etu kannettua riskiä.

Aseman ja kannetun *riskin suhteen* määrittämisestä vaikeuttaa osakkeenomistajien välillä poikkeamat osake ja ääni –periaatteesta. Tässä ongelmassa nojaututaan tehokkaiisiin markkinoihin, jotka hinnoittelevat riskin puolueettomasti.⁸⁵⁹ Osakkeenomistajien ja johdon välillä aseman ja riskin suhteen vaikeus piilee johdon valtaoikeuksien ja vastuun optimaalisuudessa. Osakkeenomistajien kannalta kyse on valvontaongelmasta⁸⁶⁰, koska johdon toimilla on vaikutus osakkeenomistajan varallisuusaseman kehitykseen.⁸⁶¹ OYL:n tulee sallia tavanomaisten liiketoiminnallisten riskien otto toiminnan tehokkuuden ja voitontuottamisen tarkoituksen lähtökohdasta.⁸⁶² Oikeudenmukaisuus saavutetun aseman ja siitä seuraavan edun suhteessa on lähtökohta, mutta yhtä tärkeää oikeudenmukaisuuskysymyksessä on riskien oikeudenmukainen jakaantuminen. Mielestäni tämä vaatii toteutuakseen jatkuvaa, tulevaisuussuuntautunutta tietoa riskin kehityksestä.⁸⁶³ Sijoittajalle on luotu mahdollisuudet riskin arviointiin yhtiöjärjestyksen julkisuuden ja AML:n johdon tiedonantovelvoitteiden myötä *ennen* sijoituspäätöstä, mutta osakkeenomistajan tulisi *asemassaan* olla oikeutettu riskin kehitystä koskevaan informaatioon.

Luvussa 2 käsitelin yhtiöoikeudellisia arvonäkökohtia, joista johdettuja tavoitteita OYL:n 1 luvun periaatteet ilmentävät.⁸⁶⁴ OYL:n perusteluissa esiin tuodut tavoitteet⁸⁶⁵ heijastavat siis lainsäätäjän arvovalintoja, mutta olennaista on, että vertailu tehdään suhteessa aiemmin vallinneeseen oikeustilaan. Kyse ei ole arvojen etusijajärjestyksestä, vaan painotuksesta vertailussa aiempiin ratkaisuihin. Oikeusperiaatteet normityyppinä ovat moraalipitoisia, koska ne

⁸⁵⁹ HE 109/2005 vp s. 173, Mähönen – Villa 2006b s. 529, Timonen 1997 s. 308–309.

⁸⁶⁰ Mähönen – Villa 2006a s. 76–78.

⁸⁶¹ Villa 2003 s. 20, Timonen 2000 s. 79.

⁸⁶² Vahtera 2011 s. 192.

⁸⁶³ Ks. Huovinen 2004 s. 121, minkä perusteella tämä tarkoittaa osakkeenomistajan *yhtiötiedon* saatavuutta erotuksena sijoittajan *markkinatiedosta*, jota yhtiön johdon tulee AML:n jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla tuottaa. Markkinatiedosta ks. KM 1987:4 s. 337.

⁸⁶⁴ Arvoista ja tavoitteista Greer 1992 s. 7, Timonen 1997 s. 35.

⁸⁶⁵ Tavoitteista OYL:ssa HE 109/2005 vp s. 1, 16–17.

pitävät sisällään arvon, jonka tavoittelu on legitimoitu lainsäädännössä.⁸⁶⁶ Lopuksi palaan vielä yhtiöoikeudelliseen yhdenvertaisuusperiaatteeseen arvosidonnaisuuden näkökulmasta. Taloudellisen tehokkuusajattelun perusta yhtiöoikeudessa on täydellisen markkinatiedon teoreettinen oletus.⁸⁶⁷ Sen käytännön mahdottomuus⁸⁶⁸ saa aikaan oikeudenmukaisuuspohdinnan. Samaan tiedolliseen mahdottomuuteen perustuu myös arvojen keskinäinen vertailu. Moraaliset arvot eivät ole tosia tai epätosia. Moraali on totuuden ulkopuolella.⁸⁶⁹ Näin ei olisi, jos tietomme olisi täydellistä. Mikäli tietäisimme, mikä on esimerkiksi paras yhteiskunta- tai talousjärjestelmä, kävisi arvopohdinta lainsäädännössäkin tarpeettomaksi. Ihmisyhteisöjen toiminnalle on ominaista hyvien asioiden perustava epäyhtäläisyys.⁸⁷⁰ Tällöin yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä ei voida sivuuttaa yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä vallitsevasta tehokkuusajattelusta huolimatta.

⁸⁶⁶ Aarnio 1989 s. 83, Tolonen 2003 s. 50, Aarnio 2006 s. 18.

⁸⁶⁷ Esim. Kaisanlahti 1999 s. 15-16.

⁸⁶⁸ Mähönen 2001 149-156, Vahtera 2011 s. 46.

⁸⁶⁹ Wittgenstein 1984 s. 85, kohdat 6.41, 6.42, 6.421.

⁸⁷⁰ von Wright 2001 s. 317.