

**LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTÄMINEN JA OSINGONJAON
MERKITYS JULKISEN OSTOTARJOUKSEN JÄLKEISESSÄ
VÄHEMMISTÖOSAKKEEN LUNASTUSMENETTELYSSÄ**

Lapin yliopisto
Oikeustieteiden tiedekunta
Yhteisöoikeus
Pro gradu -tutkielma
Olli Paavola
Kevät 2021

Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Lunastushinnan määrittäminen ja osingonjaon merkitys julkisen ostotarjouksen jälkeisessä vähemmistöosakkeen lunastuksessa

Tekijä: Olli Paavola

Opetuskokonaisuus ja oppiaine: Yhteisöoikeuden maisteriseminaari

Työn laji: Pro gradu -tutkielma

Sivumäärä: XV + 84

Vuosi: 2021

Tiivistelmä:

Tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten vähemmistöosakkeen lunastushinta määritetään, kun lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. Lisäksi tutkielma keskittyy tarkastelemaan, mitkä ovat erityisiä syitä poiketa lunastushinnasta ja miten osingonjako vaikuttaa lunastushintaan. Tutkielman oikeusdogmaattisella ja oikeustaloustieteellisellä metodeilla pyritään vastaamaan siihen, miten lunastushinta määritetään.

Lunastushinta määritetään käyvän hinnan mukaan. Käypä hinta on kuitenkin tulkinnanvarainen ja abstrakti käsite, minkä vuoksi sitä on syytä tutkia tarkemmin. Lisäksi pörssiyhtiöt ovat alkaneet toteuttamaan osingonjakoa useassa erässä saman tilikauden aikana, minkä vuoksi osingonjako on yhä useammin esillä ostotarjous- ja lunastusmenettelyissä.

Lunastushinnan määrittämistä ohjaavat yhtäältä taloustieteelliset pyrkimykset tehokkuuteen enemmistöosakkeenomistajan osalta ja toisaalta yhdenvertaisuus ja omaisuudensuoja vähemmistöosakkeenomistajan turvaajana. Lunastushinta määritetään lähtökohtaisesti OYL 18:7.1:n mukaan osakkeen markkinahinnan eli pörssikurssin perusteella. Kun lunastamista on edeltänyt julkinen ostotarjous määritetään lunastushinta OYL 18:7.2:n ja 3:n olettasääntösten perusteella. Tämä tarkoittaa sitä, että lunastushinta määritetään AML 11:23 pakollisessa ostotarjouksessa tarjottavan vastikkeen mukaan tai AML 11:24 vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjottavan vastikkeen mukaan.

Olettasääntöjen mukainen lunastushinta ei kuitenkaan aina tule kyseeseen, mikäli on erityisiä syitä poiketa lunastushinnasta. Erityisiä syitä arvioitaessa on kiinnitettävä huomiota mm. ostotarjouksen kattavuuteen, hyväksyntään ja ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välillä kuluneeseen aikaan. Yhtenä erityisenä syynä saattaa olla jo ennen ostotarjousta päätetty osinko, joka ajoittuu ostotarjous- ja lunastusmenettelyn ajankohtaan. Osingon vaikutusta lunastushintaan tarkastellaan OYL:n päätöksentekomekanismien avulla ja merkitystä on myös sillä, kohdellaanko osinkoa velkana vai yhtiöoikeudellisena varojenjakona.

Yhtä oikeaa pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushintaa ei voida määrittää. On otettava huomioon useat eri hinnanmääritysmekanismit sekä erityisten syiden olemassaolo, joiden perusteella tulkinta on tehtävä. Voidaan asettaa vain oikeudelliset raamit, joiden puitteissa lunastushinnan määrittämistä on tulkittava yhdenvertaisesti.

Avainsanat: vähemmistöosakkeen lunastushinta, käypä hinta, julkinen ostotarjous, erityiset syyt, osingonjako

x Tutkielma ei sisällä muita kuin tekijän/tekijöiden omia henkilötietoja

SISÄLLYS

LÄHTEET	IV
LYHENTEET	XIV
KUVIOT	XV
1 JOHDANTO	1
1.1 TUTKIELMAN TAUSTA	1
1.2 TUTKIMUSTEHTÄVÄ JA KYSYMYKSENASETTELU	3
1.3 TUTKIMUKSEN METODIT JA LÄHDEAINEISTO	4
1.4 TUTKIELMAN RAKENNE JA RAJAUS	7
2 LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTÄMISTÄ OHJAAVAT LÄHTÖKOHDAT.....	9
2.1 TALOUDELLISET INTRESSIT TAUSTALLA	9
2.1.1 Taloustieteelliset perusolettamukset	9
2.1.2 Markkinoiden tehokkuus	12
2.2 LUNASTUKSEN SUHDE OMAISUUDENSUOJAAN JA PERUSOIKEUKSIIN	14
2.3 YHDENVERTAISUUSPERIAATE OSANA VÄHEMMISTÖNSUOJAJÄRJESTELMÄÄ	18
2.3.1 Yhdenvertaisuusperiaate	18
2.3.2 Tasapuolisuusperiaate yhdenvertaisuusperiaatteen jatkumona.....	23
2.3.3 Taloustieteellinen tehokkuus kytköksissä yhtiöoikeudelliseen yhdenvertaisuuteen.....	26
3 LUNASTUSHINNAN MÄÄRÄYTYMINEN JULKISEN OSTOTARJOUKSEN SEURAUKSENA	29
3.1 LUNASTUSPROSESSI – JULKISEN OSTOTARJOUKSEN VIIMEINEN VAIHE	29
3.2 KÄYPÄ HINTA OYL 18:7.1:N YLEISSÄÄNNÖN NOJALLA	31
3.2.1 Markkinahinta hinnanmäärityksen perustana.....	31
3.2.2 Vaihtoehtoiset hinnanmääritysmenetelmät	35
3.2.2.1 Substanssi- ja tuottoarvo	35
3.2.2.2 Liiketaloudelliset arvonmääritysmenetelmät.....	37
3.2.3 Lunastushinnan määrittämisen ajankohta ja korko	39
3.3 LUNASTUSHINTA PAKOLLISESSA OSTOTARJOUKSESSA.....	41
3.3.1 Kuuden kuukauden perusteella maksettu korkein hinta	41
3.3.2 Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettu keskiarvo.....	45
3.4 LUNASTUSHINTA VAPAAEHTOISESSA OSTOTARJOUKSESSA	47
3.4.1 Kuuden kuukauden perusteella maksettu korkein hinta	47
3.4.2 Muut hinnanmääritysmenetelmät	50
4 ERITYISET SYYT POIKETA OSTOTARJOUSSHINNASTA	52
4.1 YLEISESTI ERITYISISTÄ SYISTÄ.....	52
4.2 OSTOTARJOUKSEN KATTAVUUS.....	54
4.3 OSTOTARJOUKSEN HYVÄKSYNEIDEN OSUUS	56
4.4 KULUNUT AIKA	58
4.5 MUUT TEKIJÄT	60
4.5.1 Tarjousaikana ja sen jälkeen tehdyt hankinnat	60
4.5.2 Markkinahinnasta poikkeaminen.....	61
5 OSINGONJAON MERKITYS LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTÄMISESSÄ	62

5.1 SIIRTYMINEN OSINGONMAKSUTIHEYDEN KASVATTAMISEEN	62
5.2 OYL:N MUKAINEN VAROJENJAKO YLEISESTI	64
5.2.1 <i>Varojenjaossa noudatettavat säännökset</i>	64
5.2.2 <i>Osinko voitonjakona</i>	65
5.2.3 <i>Osingonjaossa huomioitava maksukyky</i>	68
5.3 OSINGON PÄÄTÖKSENTEKOTAVAT PÖRSSIYHTIÖISSÄ	70
5.4 PÄÄTÖKSENTEKOTAVAN VAIKUTUS LUNASTUSHINTAAN	73
5.4.1 <i>Yhtiökokous</i>	73
5.4.2 <i>Hallituksen päätös valtuutuksen nojalla</i>	76
5.4.3 <i>Yhtiökokouksen ja hallituksen päätös</i>	77
6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	79

LÄHTEET

Kirjallisuus ja artikkelit

Aarnio, Aulis: Onko kohtuus oikeusperiaatteena syrjäyttämässä sekä sopimusvapauden että sopimusten sitovuuden periaatteen? *Lakimies* 1987, s. 400–414.

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

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

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

Aarnio, Aulis: Luentoja lainopillisen tutkimuksen teorioista. *Forum Iuris*, Helsinki 2011.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölaki. WSOY 1997.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. 3., uudistettu painos. Helsinki 2018. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. 3., uudistettu painos. Helsinki 2018. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b)

Annola, Vesa: Informaatio, sisäpiiri ja markkinat: arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turun yliopisto. Turku 2005.

Beyer, Claes – Båvestam, Urban: Är minoritetsskyddet befogat – finns det risk för minoritetsmissbruk? Teoksessa *Svernlöv, Karl*: Aktiebolagslagens minoritetsskydd s. 11–47. Västerås 2008.

Bainbridge, Stephen M: *Corporation Law and Economics*. New York 2002.

Barberis, Nicholas – Thaler, Richard: A Survey of Behavioural Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, Vol 1, 2003, s. 1051–1121.

Bebchuck, Lucian A. – Kahan, Marcel: Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. Teoksessa: *Morck, Randall K*. *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press 2000.

Becker, Gary S: *The Economic Approach to Human Behavior*. Chicago 1976.

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan, 1932

Bergström, Clas – Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*. Tredje upplagan. Stockholm 2009.

Blomqvist, Lars – Blummé, Nils – Lumme, Eero – Pitkänen, Tomi – Simonsen, Lennart: Due diligence osana yrityskauppaa. KHT-Media Oy, 2001. (Blomqvist ym. 2001)

Blummé, Nils – Kaarenaja, Ahti – Suontausta, Seppo: Maksukyky ja osakeyhtiön varojen jakaminen. KHT-Media, 2007.

Bäck, Jonathan – Karsio, Tomi – Markula, Eeva-Maria – Palmu, Mikko: Due diligence, onnistuneen yrityskapuan edellytys. KHT-Media Oy, 2009. (Bäck ym. 2009)

Buchanan, Allen: Ethics, Efficiency, and the Market. USA 1985.

Carney, William J: Fundamental Corporate Changes. Minority Shareholders, and Business Purposes. American Bar Foundation Research Journal 1980, s. 69–132.

Cooter, Robert – Ulen, Thomas: Law and Economics. 3th edition. Addison-Weasley 2000.

Cooter, Robert – Ulen, Thomas: Law and Economics. 6th edition. Berkeley Law Books 2016.

Davies, Paul L: Gower and Davies' Principles of Modern Corporate Law. 8th Edition. London 2008.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: Corporate Control Transactions. The Yale Law Journal 1982, s. 698–737.

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

Enriques, Luca – Gilson, Ronald J. – Paccess, Alessio M.: The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union). Harvard Business Law Review 2014, s. 86–127.

Eriksson, Lars D: Syrjintäkielto ja yhdenvertaisuus. Lakimies 1996, s. 862–872.

Fama, Eugene F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance 1970, s. 383–417.

Fama, Eugene.F: Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. Journal of Financial Economics 1998, s. 283–306.

Feldman, Allan M.: Kaldor-Hicks Compensation. Teoksessa: Newman, Peter, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, United Kingdom 1998.

Ferris, Stephen P. – Noronha, Gregory – Unlu, Emre: The More, the Merrier: An International Analysis of the Frequency of Dividend Payment. Journal of Business Finance & Accounting 2010, s. 148–170. (Ferris ym. 2010)

Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier H.: The Mechanisms of Market Efficiency. Virginia Law Review 1984, s. 549–644.

- Friedman, David*: Hidden Order – the Economics of Everyday Life. USA 1996.
- Halper, Louise A.*: Parables of Exchange: Foundations of Public Choice Theory and the Market Formalism of James Buchanan. Cornell Journal of Law and Public Policy 1993, s. 233-245.
- Hamermesh, Lawrence A. – Wachter, Michael L.*: The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Appraisal Law. University of Pennsylvania Law Review 2007, s. 1–61.
- Hirvonen, Ari*: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17, Helsinki 2011.
- Hager, Rikhard*: Ämnet värderingsrätt och förhållandet mellan juridik och ekonomi – en grundläggande frågeställning. Om förutsättningar brister. Svensk Juristtidning 2007, s. 277–296.
- Hitchner, James R.*: Financial Valuation, Applications and Models. Third Edition. John Wiley and Sons Inc., 2011.
- Hopt, Klaus J.*: European Takeover Reform of 2012/2013 – Time to Re-examine the Mandatory Bid. European Business Organization Law Review 2014, s. 143–190.
- Häyhä, Juha*: Johdanto. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.), 1997. Minun metodini, Werner Söderström Lakitieto Oy, Porvoo 1997.
- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville*: Uusi arvopaperimarkkinlaki. Kauppakamari. Helsinki 2013.
- Ilmonen, Klaus*: Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives. Unigrafia, Helsinki 2016.
- Jennings, Nicholas*: Mandatory Bids Revisited. Journal of Corporate Law Studies 2005 s. 37–64.
- Kairinen, Tiina*: Pörssiosakkeen lunastushinnan määrittäminen välimieskäytännössä. Teoksessa: Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari: Arvopaperimarkkinat, Turun yliopisto 2001, s. 25–71.
- Kaisanlahti, Timo*: Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräsvallan siirryttyä. Oikeustiede – Jurisprudentia 1995 s. 141–236.
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999. (Kaisanlahti 1999a)
- Kaisanlahti, Timo*: Pakottavan säädännön tarve vähemmistöosakkaan suojaamiseksi pörssiyhtiössä. Lakimies 5/1999, s. 717–721. (Kaisanlahti 1999b)
- Kaisanlahti, Timo*: Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Helsinki 2002.
- Kaisanlahti, Timo*: Käypä hinta ja sijoittajien intressien yhdenmukaisuus. Tilintarkastus-lehti 5/2003 s. 39–43.

Kaisanlahti, Timo: Ostotarjouksen mukainen hinta uuden osakeyhtiölain tarkoittamassa vähemmistölunastuksessa. Teoksessa *With Wisdom*. Waselius & Wist 2007, s. 12–41.

Karhu, Juha: Perusoikeusnäkökohtia esineoikeudellisista kollisionratkaisuperiaatteista. Teoksessa *Iire, Tero*: Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 – 9/6 – 2012 s. 117–133. Turku 2012.

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: *Moderni Rahoitus*. Alma Talent. Helsinki 2018.

Knuts, Märten: *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Talentum. Helsinki 2011.

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: *Osakeyhtiö I–II*. Edita Publishing Oy. 8., uudistettu painos 2020. (Kyläkallio ym. 2020)

Länsineva, Pekka: *Perusoikeudet ja varallisuussuhteet*. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 2002.

Länsineva, Pekka: *Länsineva, Pekka*: Perus- ja ihmisoikeudet yksityisten välisissä oikeusriidoissa. *Defensor Legis* 2011 s. 456–466.

Lindholm, Timo – Kettunen, Juhani: *Globaali kansantalous*. Edita Publishing Oy. Keuruu 2016.

Macey, Jonathan R: *Svensk aktiebolagsrätt I omvandling – en rättekonomisk analys med kommentar av Clas Bergström och Per Samuelsson*. Stockholm 1993.

Mankiw, N. Gregory – Taylor, Mark P.: *Economics*. Cengage Learning Emea. 2017.

Miller, Merton H. – Modigliani, Franco: *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. *The Journal of Business* 1961, s. 411–433.

Mähönen, Jukka: *Law and economics: eriytyminen ja kehitys*. Teoksessa *Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle*: *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2*. Helsinki 1998, s. 1–26.

Mähönen, Jukka: *Taloustiede lain tulkinnessa*. *Lakimies* 2004, s. 49–64.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: *Osakeyhtiö I – Yleiset opit*. Porvoo 2006.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: *Osakeyhtiöoikeus käytännössä*. Sanoma Pro Oy. Helsinki 2013.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: *Osakeyhtiö I. Yleiset opit, 3.*, uudistettu painos. Alma Talent Oy, 2015.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: *Pääomarakenne ja rahoitus*. Talentum. Porvoo 2020.

Määttä, Kalle: *Oikeustaloustieteen perusteet*. Edita Publishing Oy, Keuruu 2016.

Määttä, Tapio: *Metodinen pluralismi oikeustieteessä – ympäristöoikeudellisen tutkimuksen suuntauksat ja menetelmät*. Edilex 2015.

Nerep, Erik – Samuelsson, Per: Aktiebolagslagen. Del 1. Kapitel 1–10 – en lagkommentar. Stockholm 2009.

Nofsinger, John R.: The Psychology of Investing. Pearson Prentice Hall. 2011.

Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin: Yhdenvertaisuus ja syrjinnän kieltö (PL 6 §). Teoksessa Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeudet. Helsinki 2011, s. 227–280.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinlaki. 5.uudistettu painos, Talentum Media Oy, Helsinki 2014.

Posner, Richard A.: Economic Analysis of Law. USA 1998.

Pratt, Shannon P. – Niculita, Alina V.: Valuing a Business, 5th Edition, McGraw-Hill Education, 2008.

Pönkä, Ville: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Helsinki 2012.

Pönkä Ville: Osakkeen lunastaminen. Helsinki 2015.

Pöyhönen, Juha: Uusi varallisuusosoikeus. 2. painos. Saarijärvi 2003.

Rimali, Essi: Pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen – käyvän hinnan määrittämisen yhtenäistymisestä osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa. Oikeustiede – Jurisprudentia 2007, s. 227–301.

Robbins, Lionel C.: An essay on the nature & significance of economic science. Toinen, uudistettu ja laajennettu painos. Lontoo 1952.

Savolainen, Hanna: Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana, osa II: Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä. Edilex 2014.

Savolainen, Hanna: OYL 18:7 mukaisen käyvän hinnan määrittäminen. Edilex 2016.

Savolainen, Hanna: Noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittäminen osakeyhtiölain 18 luvun mukaisissa lunastuksissa. Joensuu 2018.

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

Seppänen, Harri: OYL 18 vähemmistöosakkeiden lunastushinta: käyvän hinnan käsitteen määrittäminen. Defensor Legis 2020, s. 195–214.

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

Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Jyväskylä 1994.

Siltala, Raimo: Oikeustieteen tieteenteoria. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.

Simon, Herbert A: A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics* 1955, s. 99–118.

Simon, Herbert A: Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review* 1959, s. 253–283.

Simon, Herbert A: Rationality as process and as product of thought. *The American Economic Review* 1978, s. 1–16.

Sjöberg, Gustaf: Tvångsinlösen. Stockholm 2007.

Smith, Adam: An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. Petersfield. 2007 (Alkuperäisjulkaisu 1776).

Stattin, Daniel: Dispenser från budplikt vid Volkswagens köp av Scania-aktier. *Juridisk Tidskrift*, 4, 2007, s. 873–881.

Stattin, Daniel: Högsta domstolen tolkar särregeln vid tvångsinlösen av aktier. En kommentar till NJA 2011 s. 932. *Svensk Juristtidning* 2012, s. 488–494.

Stephen, Frank H.: *The Economics of Law*. USA 1988.

Stout, Lynn A.: Are stock markets costly casinos? Disagreement, market failure, and securities regulation. *Virginia Law Review* 1995, s. 611–712.

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

Timonen, Pekka: Oikeustaloustiede – mitä se on? *Lakimies* 1998, s. 100–114.

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

Timonen, Pekka: KKO 2009:19. Teoksessa Timonen, Pekka: *KKO:n ratkaisut kommentein I* 2009 s. 161–170. Helsinki 2009.

Tolonen, Juha: Varallisuus oikeus ja talousjärjestys. Teoksessa: *Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet*, s. 15–33. Toimittanut: Saarnilehto, Ari. Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy 2000.

Tolonen, Juha: Oikeuden taloustiedettä. Oikeus – kulttuuria ja teoriaa, Juhlakirja Hannu Tolonen 2005. Julkaistu Edilexissä 7.3.2007.

Villa, Seppo: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? *Lakimies* 2008, s. 563–581. (Villa 2008a)

Villa, Seppo: Osinkovelan vanhentuminen. *Lakimies* 2008, s. 808–814. (Villa 2008b)

Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus. Hämeenlinna 2011.

Van der Elst, Christoph – Van den Steen, Lientje: Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights. *European Company and Financial Law Review* 2009, s. 391–439.

Ventoruzzo, Marco: Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law* 2010, s. 841–918.

Wilhelmsson, Thomas: Sosiaalisen siviilioikeuden metodiset lähtökohdat. Teoksessa Häyhä, Juha, 1997. Minun metodini, Werner Söderström Lakitieto Oy, Porvoo 1997.

Virallislähteet

Euroopan unioni

COM (2012) 347, final, Report From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids (COM 2012, 347 Final)

The High Level Group of Company Law Experts: Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels 2002 (High Level Group Report 2002)

Suomi

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 318/1992 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.

HE 89/1996 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain 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 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinaoikeutta koskeväksi lainsäädännöksi.

Perustuslakivaliokunnan mietintö n:o 25 hallituksen esityksestä perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta. PeVM 25/1994 vp.

Muut

Regeringens proposition 2004/05:85: Ny aktiebolagslag.

Muut lähteet

Aktiemarknadsnämnden: Takeover rules for Nasdaq Stockholm and Nordic Growth Market NGM. The Swedish Corporate Governance Board 2021. (Aktiemarknadsnämnden)

Arvopaperi: Näitä Helsingin pörssin yhtiöiltä saat osinkoa useammin kuin kerran vuodessa. 31.12.2020. Saatavissa: <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/nailta-helsingin-porssin-yhtioilta-saat-osinkoa-useammin-kuin-kerran-vuodessa/e77c1a02-7be8-466f-83bd-89a711280702> (käyty 25.4.2021) (Arvopaperi 31.12.2020)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry: Ostotarjouskoodi. Helsinki 2014. (Ostotarjouskoodi 2014)

Euroclear Finland Oy: Euroclear Finland Oy:n säännöt, voimaantulo 8.2.2019. (Euroclear Finland Oy säännöt)

Euroopan komissio: Study on Minority Shareholders Protection. Prepared by TGS Baltic 2018. (Study on Minority Shareholders Protection 2018)

Kauppalehti. Osinkokalenteri. Saatavissa: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/osinkokalenteri> (käyty 4.5.2021) (Kauppalehti, osinkokalenteri)

Taloustaito: Miksi yritykset hajauttavat osingonmaksun? 25.2.2019. Saatavissa: <https://www.taloustaito.fi/Rahat/miksi-yritykset-hajauttavat-osingonmaksun/#1421f6c5> (käyty 4.5.2021) (Taloustaito 25.2.2019)

The City Code on Takeovers and Mergers (12th edition, 2016). Saatavissa: https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2021/01/25227_008_The_Take_Over_Bookmarked_31.12.20.pdf?v=7Nov2019 (The City Code on Takeovers and Mergers)

Turunen, Jaakko: Määräysvaltamarkkinat, yhdenvertaisuus ja julkinen ostotarjous. Edilexissä 14.11.2005 julkaistu pro gradu -tutkielma.

Valtiovarainministeriö: Yritysostotarjousdirektiivin täytäntöönpano. Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005. Saatavissa: https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/f083fc21-c2b2-41af-afc6-e0090667ca4c/c880a0a0-bc4c-4a17-a91c-b9f3ba703914/JULKAISU_20050511135319.pdf (Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005)

Lausunnot

Kirjanpitolautakunnan lausunto: Osingonjakoa koskevan ennakoivan päätöksen sekä sitä vastaavan osinkotulon ja yhtiöveron hyvitystulon kirjaaminen, 1542/1998. (KILA 1542/1998)

Pörssitiedotteet

Citycon Oyj 22.3.2021 klo 12:45: Citycon Oyj:n varsinaisen yhtiökokouksen päätökset. Saatavissa: <https://www.citycon.com/fi/uutishuone/citycon-oyjn-varsinaisen-yhtiokokouksen-paatokset-10> (käyty 27.4.2021) (Citycon Oyj 22.3.2021)

Terveystalo Oyj 25.3.2021 klo 14:00: terveystalo Oyj:n varsinaisen yhtiökokouksen päätökset. Saatavissa: <https://www.terveystalo.com/fi/Sijoittajat/Tiedotteet/?crd=BDFD5E89E832C147> (käyty 27.4.2021) (Terveystalo Oyj 25.3.2021)

Nokian Renkaat Oyj 31.3.2021 klo 16:30: Nokian Renkaat Oyj:n varsinaisen yhtiökokouksen päätökset. Saatavissa: <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/uutinen/nokian-renkaat-oyj-n-varsinaisen-yhtiokokouksen-paatokset-5/#5558fa48> (käyty 27.4.2021) (Nokian Renkaat Oyj 31.3.2021)

Finanssivalvonta

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet, Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus, MOK 9/2013, Dnro FIVA 10/01.00/2013, antopäivä 10.6.2013, voimaantulopäivä 1.7.2013. (Fiva MOK 9/2013)

Tietokannat

Finanssivalvonta. Esiterekisteri. Saatavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/> (Esiterekisteri)

Oikeustapaukset

Korkein oikeus

KKO 1993:31
KKO 1997:103
KKO 2009:19

Ruotsin korkein oikeus

Balken, NJA 1996 s. 293.
NJA 2011, s. 932.

Euroopan unionin tuomioistuin

Axel Springer AG v. Zeitungsverlag Niederrhein GmbH & Co. Essen KG ja Hans-Jürgen Weske, C-103/03, 23.9.2004, ECLI:EU:C:2004:552. (C-103/03 Axel Springer)

Välitystuomiot

Sonera Oyj 26.6.2003
Plandent Oyj 31.1.2006
Kylpyläkasino Oyj 17.10.2007

Birka Line Oyj 27.1.2009
Tekla Oyj 27.2.2012
Saicomp Oyj 2.3.2012
Stonesoft Oyj 17.12.2013
Oral Hammaslääkärit Oyj 18.12.2014
Rautaruukki Oyj 22.12.2014
Okmetic Oyj 30.1.2017
Kotipizza Group Oyj 19.10.2019
Amer Sports Oyj 31.10.2019
Ramirent Oyj 22.1.2020
Hoivatilat Oyj 1.7.2020
DNA Oyj 30.3.2021

LYHENTEET

ABL	Aktiebolagslag (2005:551), Ruotsin osakeyhtiölaki
AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
DL	Defensor Legis
Fiva	Finanssivalvonta
EIS	Euroopan ihmisoikeussopimus
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
HE	Hallituksen esitys
KILA	Kirjanpitolain (1336/1997) 8:2 §:ssä tarkoitettu kirjanpitolauslautakunta
KKO	Korkein oikeus
Ostotarjousdirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PeVM	Perustuslakivaliokunnan mietintö
PL	Suomen perustuslaki (731/1999)
Pääomadirektiivi	Toinen neuvoston direktiivi, 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
VAML	Vanha arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
VM	Valtioneuvosto
VOYL	Vanha osakeyhtiölaki (734/1978)

KUVIOT

Kuvio 1. Lunastushinnan määrittäminen kaavamaisesti.

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta

Julkisen ostotarjouksen¹ tarkoituksena on saavuttaa määräysvalta tarjouksen kohteena olevasta yhtiöstä. Jotta tarjouksentekijä saa kohdeyhtiön täyden kontrollin, tulee hänen saavuttaa täysi omistus kohdeyhtiöstä. Harvoin kuitenkaan saavutetaan täyttä omistusosuutta tarjousaikana. Sen vuoksi on säädetty omistusrajasta, jonka saavutettua tarjouksentekijä voi käynnistää lunastusmenettelyn jäljellä olevien osakkeiden lunastamiseksi käyvästä hinnasta.

Osakeyhtiölain (624/2006, jäljempänä OYL) 18:1:n mukaan osakkeenomistajalla, jolla on yli yhdeksän kymmenesosaa osakeyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on oikeus käyvästä hinnasta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Tämä tarkoittaa, että ostajan on saavutettava 90 prosentin omistusosuus ostettavasta kohteesta, jotta hän voi lunastaa jäljellä olevat osakkeet ja saavuttaa täyden määräysvallan kohdeyhtiöstä.² Vähemmistöosakkeenomistajalla on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista.³

Osakkeen käypä hinta on kuitenkin abstrakti käsite. Tämä tulkinnanvarainen käsite on pääsääntöisesti esillä julkisen ostotarjouksen jälkeisessä vähemmistöosakkeen lunastusmenettelyssä. Erityisen haastavaksi käyvän hinnan määrittämisen tekee se, ettei OYL, oikeuskäytäntö ja oikeuskirjallisuus perusteellisesti määrittele, mitä lunastushinnan perusteena olevalla käyvän hinnan käsitteellä tarkoitetaan⁴. Myöskään lainsäädäntö, oikeuskäytäntö tai oikeuskirjallisuus eivät tyhjentävästi määrittele, mitä erityiset syyt poiketa käyvästä hinnasta ovat. Aiheen käytännöllisen merkittävyyden kannalta käyvän hinnan määrittämistä on tutkittava tarkemmin.

¹ Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan esimerkiksi tiedotusvälineissä, internetsivuilla tai kirjeitse tehtyä tarjousta ostaa säännellyllä markkinalla julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita tai arvopapereita. Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 805.

² Vähemmistöosakkeiden lunastamisesta käytetään kansainvälisesti termiä *squeeze-out*, *sell-out* ja *freeze-out*. Tässä tutkielmassa käytetään termiä *vähemmistöosakkeiden lunastaminen* tai *squeeze-out*. Pohjoismaissa ja Iso-Britanniassa lunastusraja on 90 prosenttia. Ks. Study on Minority Shareholders Protection 2018, s. 52.

³ Tutkielmassa ei käsitellä tilannetta, jossa vähemmistöosakkeenomistaja vaatii osakkeiden lunastamista.

⁴ Seppänen 2020, s. 199. Ks. myös Pönkä 2015, s. 245, jonka mukaan ”käyvän hinnan käsite on vähintäänkin kryptinen, ja sitä korostaa, että esitöissä tai oikeuskirjallisuudessa ei ole avattu käyvän hinnan määritelmää”.

Käypä hinta aiheuttaa intressiriidan vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien välillä. Vähemmistöosakkeenomistajan⁵ intressissä on saada mahdollisimman korkea hinta osakkeesta, kun taas enemmistöosakkeenomistajan intressissä on lunastaa osake mahdollisimman alhaisella hinnalla.⁶ Taustalla vaikuttaa yhtäältä taloustieteellinen pyrkimys tehokkuuteen ja toisaalta oikeudenmukaisuus, jota turvaa yhdenvertaisuusperiaate ja omaisuudensuoja.

Lunastusmenettelyä usein edeltää arvopaperimarkkinalain (746/2012, jäljempänä AML) 11 luvun mukainen pakollinen tai vapaaehtoinen julkinen ostotarjous.⁷ Ostotarjous tehdään kohdeyhtiöstä, jonka kanssa ostotarjouksen tekijä voi tosiasiallisesti neuvotella kaupan ehdoista erikseen.⁸ Viime vuosikymmenen aikana julkiset ostotarjoukset ovat Suomessa olleet suuria yrityskauppoja, joilla ostaja on tarjoutunut hankkimaan suomalaisen pörssiyhtiön kaikki osakkeet käteistarjouksella tai osakevaihdolla, jonka premio on merkittävästi ylittänyt pörssiyhtiön kaupankäyntihinnan pörssissä.⁹ Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan nimenomaisesti tilannetta, jossa vähemmistöosakkeen lunastusmenettelyä on edeltänyt julkinen ostotarjous.

Osingonjaon merkitys lunastushinnan määrittämisessä on hyvin ajankohtainen ilmiö, sillä pörssiyhtiöt ovat alkaneet omaksua kansainvälistä käytäntöä, jonka mukaan osinkoa maksetaan useammassa erässä saman tilikauden aikana. Aiheen ajankohtaisuus ja merkittävyys on todettu myös viimeaikaisessa välimieskäytännössä¹⁰. Osingonmaksutiheyden kasvattaminen puolestaan nostaa uusia oikeudellisia ongelmia, kuten sen, miten osingon vaikutusta tulisi käsitellä tilanteessa, jossa kohdeyhtiön yhtiökokous on jo ehtinyt päättää tai valtuuttaa hallituksen päättämään osingonmaksusta julkisen ostotarjouksen jälkeisenä aikana. Tämä puolestaan vaikuttaa suoraan lunastushinnan määrittämiseen.

Toisaalta osingonjaon vaikutusta lunastushintaan on hyvin haastava juridisesti problematisoida. Aihetta ei ole juurikaan oikeuskirjallisuudessa käsitelty ja käytäntöä on saatavilla hyvin

⁵ Vähemmistöosakkeenomistajasta käytetään myös vaihtoehtoisesti termiä *sijoittaja*.

⁶ Timonen 2001, s. 354.

⁷ Mähönen – Villa 2020, s. 857. AML 11:19:n mukaan pakollisella ostotarjouksella tarkoitetaan, että osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista. Vapaaehtoinen ostotarjous ei edellytä puolestaan aikaisempaa omistusta.

⁸ HE 32/2012 vp, s. 135.

⁹ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

¹⁰ Ramirent Oyj 22.1.2020, s. 59–60.

niukasti. Sen vuoksi analogiaa on johdettava osakeyhtiölain varojenjakosäännöksistä ja päätöksentekomekanismeista.

1.2 Tutkimustehtävä ja kysymyksenasettelu

Tämän tutkielman tutkimustehtävänä on vastata kysymykseen, miten lunastushinta määräytyy OYL 18:7:2 ja 3:n mukaisissa pörssiyhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastuksessa. Kun puhutaan pörssiyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastamisesta, tarkoitetaan OYL 18:7.2:n ja 3:n olettasäännöksiä. Tällaisissa tilanteissa vähemmistöosakkeiden lunastamista on edeltänyt AML 11 luvun mukainen pakollinen tai vapaaehtoinen julkinen ostotarjous. Tutkielma rajautuu siten koskemaan ainoastaan pörssiyhtiöitä ja yksityisiä osakeyhtiöitä käsitellään vain soveltuvien osien.¹¹ Koska suuri osa lunastusmenettelyistä on seurausta julkisesta ostotarjouksesta, voidaan säännösten käytännöllistä merkitystä pitää varsin huomattavana.¹²

Vaikka lunastushinta määräytyy julkisessa ostotarjouksessa lähtökohtaisesti OYL 18:7.2:n ja 3:n mukaan, huomataan ettei lunastushinnan määrittäminen ole yksioikoista, vaan määrittämisessä on otettava huomioon useita eri seikkoja. Käypää hintaa voidaan pitää abstraktina ja tulkinnanvaraisena käsitteenä, joten ensiksi on määriteltävä miten käypä hinta muodostuu ”normaalitilanteessa”. Tämä vaikuttaa myös ostotarjouksen perusteella määräytyvässä hinnassa.

Lunastushinnan määrittämiselle ei ole selkeää yksiselitteistä säännöstä, vaan usein tukeudutaan moniin eri määrittämenetelmiin. Erilaiset markkinoilla vallitsevat häiriöt tai kohdeyhtiössä tapahtuneet muutokset sekä muut muutokset saattavat vaikuttaa siihen, ettei lunastushintaa voida kaavamaisesti määrittää. Sen vuoksi tutkielmassa on tarkoituksena myös selvittää, onko olemassa erityisiä syitä, joiden perusteella lunastushinnan määrittämisestä voidaan poiketa.

Osingonmaksutiheyden kasvattamisen seurauksena saattaa olla käsillä tilanne, jossa pörssiyhtiö on ehtinyt päättää osingon maksusta julkisen ostotarjouksena jälkeisenä aikana tai on voitu valtuuttaa pörssiyhtiön hallitus päättämään osingosta. Näin ollen tarkempana

¹¹ Pörssiyhtiöllä tarkoitetaan AML 2:7:n mukaan osakeyhtiölain mukaista julkista osakeyhtiötä ja eurooppayhtiölaissa (724/2004) tarkoitettua yhtiötä, jonka yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa ja jonka liikkeeseen laskema osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Tässä tutkielmassa keskitytään ainoastaan pörssiyhtiöihin, joiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena Suomessa.

¹² Ks. Pönkä 2015, s. 683.

tarkastelun kohteena on, miten osingonjakoa tulisi kohdella lunastushinnan määrittämisessä ja voiko se muodostaa erityisen poikkeuksen.

Tutkimustehtävästä voidaan johtaa seuraavat tutkimuskysymykset, jotka jakautuvat kolmeen osaan:

1. Miten lunastushinta määritetään julkisen ostotarjouksen seurauksena tapahtuvassa pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastusmenettelyssä?
2. Mitkä ovat yleisimmät erityiset syyt, joiden perusteella lunastushinnan määrittämisestä voidaan poiketa?
3. Mikä merkitys osingonjaolla on lunastushinnan määrittämisessä?

1.3 Tutkimuksen metodit ja lähdeaineisto

Metodi voidaan nähdä tieteenalan vakiintuneena ”välineenä, työkaluna, jonka avulla päästään käsiksi johonkin sen itsenä kannalta ulkopuoliseen”.¹³ Kuitenkaan oikeustieteellistä metodologiaa ei voida pitää ”laskusäännöstönä”, joka tuottaa tuloksen, kun siihen syötetään oikeudelliset tosiseikat, koska oikeudellista ajattelua ei voida pitää mekaanisena yksikäsitteisiä sääntöjä noudattavana prosessina.¹⁴

Kehityksen myötä tiedon tuottaminen on syventynyt ja monimutkaistunut, minkä vuoksi tiedon tuottamisen välineiltäkin edellytetään aiempaa enemmän. Traditionaalisen oikeustieteellisen tutkimuksen menetelmät eivät sellaisenaan enää täytä tutkimukselle asetettavia kriteereitä.¹⁵ Oikeustieteessä vallitsee metodinen pluralismi, joka merkitsee metodista moninaisuutta ja moniarvoisuutta.¹⁶ Metodinen hajaantuneisuus toisaalta tekee vaikeaksi hahmottaa, mitkä metodit oikeustieteen metodipluralismiin sisältyvät.¹⁷

Oikeustieteessä tutkimusmetodi määräytyy tutkimuskohteen, tieteenalan ja kysymyksenasettelun mukaan.¹⁸ Tämän tutkielman pluralistinen metodi koostuu pääosin lainopista eli oikeusdogmaattisesta tutkimuksesta ja oikeustaloustieteestä. Lisäksi

¹³ Häyhä 1997, s. 94.

¹⁴ Aarnio 2011, s. 35.

¹⁵ Määttä 2015, s. 2.

¹⁶ Hirvonen 2011, s. 10.

¹⁷ Siltala 2003, s. 504.

¹⁸ Wilhelmmsson 1997, s. 339.

oikeusvertailuun tukeudutaan soveltuvien osin, mutta sille ei voida antaa kantavaa merkitystä tutkielmassa.

Lainopin tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus.¹⁹ Lainopillisesti tutkimuksessa pyrkimyksenä on oikeuden tulkinta ja systematisointi.²⁰ Systematisointi katsotaan kuuluvan teoreettiseksi lainopiksi ja oikeussääntöjen tulkinta puolestaan käytännölliseksi lainopiksi.²¹ On kuitenkin huomattava, että teoreettinen ja käytännöllinen lainoppi eivät ole irrallaan toisistaan, vaan jatkuvassa vuorovaikutuksessa keskenään. Teoreettinen lainoppi erittelee käsitteistöä, jäsentää käsitteitä uudelleen ja muodostaa sellaista teoriaa, jonka avulla päästään kiinni oikeussäännösten tulkintaan. Se pyrkii avaamaan käsitteellisiä mahdollisuuksia sellaisille kysymyksille, joiden eteen käsitteellinen lainoppi joutuu. *Hirvosen* mukaan lainoppi tutkii sitä, mikä on voimassa olevaa oikeutta ja merkitys lailla ja muilla oikeuslähteillä on.²² Lainopin tehtävänä on selvittää tulkintakannanotossaan oikeusnormilauseen sisältöä. Lainoppi esittää tulkintakannanoton siitä, että kyseinen oikeusnormi kuuluu voimassa olevaan oikeuteen. Lisäksi lainopin tehtävänä on myös oikeusperiaatteiden punnitseminen ja yhteensovittaminen.²³

Tämän tutkielman tarkoituksena on systematisoida käyvän hinnan määrittämistä koskeva lainsäädäntökehys, jonka mukaan vähemmistöosakkeen lunastushinta määräytyy julkisen ostotarjouksen seurauksena. Tarkoituksena on, että säännöksiä tulkitsemalla kyetään hahmottamaan käyvän hinnan muodostuminen. Säännöksiä tulkitsemalla havaitaan, että käyvän hinnan määrittämistä ohjaavat yleiset periaatteet, kuten yhdenvertaisuusperiaate. Tutkielman ensisijainen tutkimusmetodi on siten oikeusdogmaattinen eli lainopillinen.

Poiketen lainopin tehtävistä, oikeustaloustieteessä arvioidaan oikeusnormien taloudellista taustaa ja vaikutuksia.²⁴ Taloustieteellisen argumentaation on katsottu olevan oivallinen tulkintaväline tilanteissa, joissa sitä koskevat säännökset on kirjoitettu hyvin joustavaksi. Oikeustaloustieteessä tutkitaan sitä, miten taloustieteellistä argumentointia voidaan hyödyntää

¹⁹ Hirvonen 2011, s. 21. Hirvosen mukaan lainopin tutkimuskohteena on normien maailma ja sen tuottama tieto normien todellisuudesta on tieteellistä tietoa oikeusnormeista. Ks. Hirvonen 2011, s. 22.

²⁰ Aarnio 1989, s. 48.

²¹ Aarnio 1997, s. 37.

²² Hirvonen 2011, s. 24. Ks. myös Aarnio 1997, s. 37.

²³ Hirvonen 2011, s. 25.

²⁴ Häyhä 1997, s. 160. Ks. myös Siltala 2003, s. 325 ja Timonen 1998, s. 100.

lain tulkinnassa ja onko oikeustila sovussa taloustieteellisten lähtökohtien kanssa.²⁵ Oikeustaloustiede perustuu oletamaan siitä, lainsäädännöllä on vaikutusta talouden toimintaan.²⁶

Oikeustaloustieteessä lainsäädäntö nähdään kustannuksia aiheuttavana ja niitä jakavana. Siten lähtökohtana on tehokkuusanalyysi, jonka avulla pyritään osoittamaan vähiten kustannuksia aiheuttava ratkaisu. Oikeustaloustiede pyrkii taloudellisten argumenttien avulla löytämään oikeudelliseen ongelmaan parhaan mahdollisen ratkaisun.²⁷ Talouspainotteisen oikeustieteen lähtökohtana voidaan pitää osakkeenomistajan sijoitukselleen saaman tuoton maksimointia ja pohtia, millaisen yhtiöoikeudellisen normiston tulisi olla, jotta kyseinen tavoite saavutetaan tai miten tulisi tulkita olemassa olevia normeja.²⁸ Oikeustaloustilanteen rooli saattaa olla lain tulkinnassa jopa niin merkittävä, että sen sivuuttamista voidaan pitää virheenä. Näin voidaan katsoa olevan erityisesti yrityskauppojen arvioinnin yhteydessä sekä OYL:n lunastushinnan määrittämisessä vähemmistöosakkeiden lunastuksessa.²⁹

Osakeyhtiölain tulkinnassa ei voida tukeutua pelkästään perinteisiin oikeuslähteisiin, sillä taloustieteellä on vahva merkitys OYL:n tulkinnassa.³⁰ Taloustieteelliset argumentit ovat käytännöllisiä argumentteja, joista käytetään myös nimitystä reaaliset argumentit.³¹ Mikäli reaaliset argumentit kuitenkin kykenevät tuottamaan tehokkaan ratkaisutuloksen, ei niitä tulisi automaattisesti kategorisoida hierarkkisesti alisteiseen asemaan oikeudellisessa argumentaatiossa.³²

Tässä tutkielmassa taloustieteelliset argumentit ovat vahvasti esillä, sillä lunastushinnan määrittämisessä on osaltaan kyse taloustieteellisestä omistuksen arvon maksimoinnista ja toisaalta oikeudellisesta osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta ja omaisuuden kajoamisesta. Oikeustaloustieteellisiä argumentteja voidaan siten pitää käyvän hinnan määrittämisessä argumentteina, jotka ovat lähes välttämättömiä.

²⁵ Määttä 2016, s. 68.

²⁶ Pönkä 2012, s. 70.

²⁷ Sillanpää 1994, s. 26.

²⁸ Sillanpää 1994, s. 31.

²⁹ Mähönen 2004, s. 60–61.

³⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 52.

³¹ Timonen 1997, s. 108–109 ja Määttä 2016, s. 67–68.

³² Mähönen 1998, s. 21.

Käytettävillä metodeilla ei välttämättä aina kuitenkaan saada kysymyksiin vastauksia, osaltaan johtuen siitä, että säännökset ovat joustavia ja abstraktin tulkinnanvaraisia. Tämän vuoksi tukeudutaan myös yleiseen markkinakäytäntöön, josta on tulkintaa on haettava. Tutkielmassa tehdään myös oikeuspoliittisia *de lege ferenda* -suosituksia soveltuvin osin. Suositukset perustuvat markkinakäytännössä havaittuihin vakiintuneisiin käytäntöihin. Kuitenkaan *de lege ferenda* -suositusten ei voi katsoa saavan tutkielmassa merkittävää tutkimusmenetelmää.

Oikeustieteellisen tutkimuksen kannalta käytettävät oikeuslähteet ovat keskeisessä asemassa, sillä oikeuslähteillä voidaan katsoa tarkoittavan oikeudellista aineistoa, josta oikeudellinen tulkinta saa sisältönsä.³³ *Aarnio* on jaotellut oikeuslähdeopin mukaisesti oikeuslähteet vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin.³⁴

Tutkielman lähdeaineisto koostuu keskeisin osin osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain säännöksistä, joiden perusta lunastushinnan määrittämisessä tulee ostotarjousdirektiivistä. Lisäksi säädännön valmisteluaineistolla ja oikeuskirjallisuudella on merkittävä asema oikeuslähteenä. Oikeuskäytännön osalta merkittävien lähdeaineisto koostuu välimieskäytännöstä, jossa lunastushinta lopulta määritetään. Tutkielmassa hyödynnetään myös taloustieteen lähdeaineistoa, arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyä, markkinavalvojan sääntelyä sekä oikeusvertailevan aineiston osalta hyödynnetään lähinnä Ruotsin ja Englannin osalta sekä EU:n alueelta.

1.4 Tutkielman rakenne ja rajaus

Työ jakautuu viiteen lukuun. Johdannon jälkeen toisessa luvussa käsitellään lunastushinnan määrittämisen taustalla vaikuttavia taloustieteellistä tehokkuutta ja oikeustieteelliseen oikeudenmukaisuuteen perustuvaa omaisuudensuojaa ja yhdenvertaisuusperiaatetta. Luvussa esitetään yleiset taloustieteelliset perusolettamukset, jotka katsotaan soveltuvan tutkielman aihepiiriin. Lisäksi tarkastellaan yhdenvertaisuusperiaatteen ja omaisuudensuojan vaikutusta.

³³ Timonen 1998, s. 30. Ks. Hirvonen 2011, s. 41, jonka mukaan oikeuslähteet ovat perusteita, joista tulkinnan on lähdettävä liikkeelle.

³⁴ Aarnio 1989, s. 220–221. Vahvasti velvoittavilla oikeuslähteillä tarkoitetaan lakia ja maantapaa. Heikosti velvoittavilla lainsäätäjän tarkoitusta ja tuomioistuinratkaisuja ja sallituilla lähteillä oikeustiedettä, moraalialia, teleologisia argumentteja ja reaalaisia argumentteja, kuten taloustiedettä.

Kolmannessa luvussa käsitellään ja analysoidaan lunastushinnan määräytymisen lähtökohtana olevaa *käyvän hinnan* määritelmää. Tarkastelu pohjautuu OYL:n 18:7:1:n mukaiseen markkinahintaan, jota sovelletaan sekä julkisiin että yksityisiin osakeyhtiöihin. Tämän jälkeen tarkastellaan pörssiyhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymistä tilanteessa, jossa lunastamista on edeltänyt julkinen ostotarjous. Ensin tarkastellaan markkinahintaan perustuvaa lunastushintaa sekä muita vaihtoehtoisia hinnanmäärittämenetelmiä, jotka vaikuttavat lunastushinnan määrittämiseen myös julkisen ostotarjouksen perusteella tapahtuvassa lunastushinnan määrittämisessä. Tämän jälkeen tarkastelun painopiste keskittyy AML:n mukaiseen pakolliseen ja vapaaehtoiseen ostotarjoukseen. Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan ainoastaan käyvän hinnan määrittämiseen vaikuttavia tekijöitä, minkä vuoksi tutkielmassa ei käsitellä muita lunastusmenettelyyn liittyviä tekijöitä, kuten uskotun miehen roolia, vakuuden asettamista tai muita vastaavia tekijöitä. Tutkielmassa ei myöskään tarkastella yhtiöjärjestyslausekkeisiin perustuvia ”myrkkypillereitä” eli lunastuslausekkeitä tai tilannetta, jossa vähemmistöosakkeenomistaja vaatii osakkeiden lunastusta.

Neljännessä luvussa käsitellään yleisiä erityisiä syitä, joiden perusteella poikkeaminen lunastushinnan määrittämisestä saattaa tulla kyseeseen. Yleisillä erityisillä syillä tarkoitetaan eniten huomiota saaneita erityisiä syitä, joita oikeuskirjallisuudessa ja välimieskäytännössä on käsitelty, ja jotka voidaan katsoa tärkeimmiksi. Tämän vuoksi neljännessä luvussa ei tarkastella kaikkia mahdollisia syitä, jotka voivat vaikuttaa lunastushinnan määrittämiseen.

Yhdeksi keskeiseksi erityisen syyn tarkastelun kohteeksi on valikoitu osingonjako, jota käsitellään luvussa viisi. Tässä tarkastellaan tilannetta, jossa yhtiökokous on päättänyt tai valtuuttanut hallituksen päättämään osingonjaosta ostotarjouksen jälkeisenä aikana. Luvussa käsitellään varojenjaon osalta ainoastaan voitonjakoa eli osinkoa eikä tällöin tarkastelun kohteena ole muut mahdolliset OYL:n varojenjakotavat. Lisäksi OYL:n mukaisia varojenjakosäännöksiä käsitellään soveltuvien osin. Kuudennessa eli viimeisessä luvussa kootaan yhteen tutkielman keskeisimmät havainnot ja esitetään johtopäätökset.

2 LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTÄMISTÄ OHJAAVAT LÄHTÖKOHDAT

2.1 Taloudelliset intressit taustalla

2.1.1 Taloustieteelliset perusolettamukset

Lunastushinnan määrittämisessä vaikuttaa yhtäältä taloustieteellinen pyrkimys tehokkuuteen ja omistuksen maksimointiin, ja toisaalta omaisuudensuoja ja yhdenvertaisuus vähemmistön suojana. Kyseessä on tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välinen ristipaine, mikä ohjaa lunastushinnan määrittämistä vähemmistöosakkeen lunastuksessa. Toinen luku keskittyy tarkastelemaan lunastushinnan määrittämisen taustalla ja perustana olevia tekijöitä.

Pohjoismaisessa doktriinissa on pidetty heikomman osapuolen suojaamista oikeuden keskeisimpänä tehtävänä, mikä on olennainen osa oikeudenmukaisuutta, jota tulee edistää.³⁵ Sen vuoksi oikeudellisessa tulkinnassa on vieroksuttu taloustieteellisiä näkökohtia, jotka pyrkivät tehokkuuteen eikä heikomman osapuolen suojaamiseen.³⁶ Taloustieteessä perustavana ajatuksena on, että sopimuksen tai muun oikeustoimen on perustuttava vapaaehtoisuuteen, muutoin se ei ole kummankaan edun mukainen eikä tehokas.³⁷ Taloustieteellisen tehokkuuden huomioiminen ei kuitenkaan tarkoita pyrkimystä oikeudenmukaisuuden ”tinkimiseen”, vaan tehokkuusnäkökohtien huomioiminen on osa vaihtoehtojen punnintaa, kun pyritään oikeudenmukaisuuteen.³⁸ Tavanomaisesti enemmistöosakkaan oikeutta muiden omistamien osakkeiden lunastamiseen perustellaan taloudellisella tehokkuudella.³⁹ Taloudellisella tehokkuudella yleisesti tarkoitetaan Pareto- tai Kaldor-Hicks-tehokkuutta.⁴⁰ Tehokkuutta oikeudellisessa sääntelyssä arvioidaan siltä kannalta, miten tietty säännös tai tulkinta vertailuksi asetettua optimia, eli tehokkuusoptimia.⁴¹

Oikeudellisessa käyttäytymisessä oletuksena on järkevästi käyttäytyvä toimija, joka edistää ja suojaa omia etujaan, ottaa reilusti huomioon muiden hyvinvoinnin, ja taloustieteessä

³⁵ Aarnio 1987.

³⁶ Bergström – Samuelsson 1997, s. 17.

³⁷ Ks. Halper 1993, s. 253.

³⁸ Kisanlahti 1999a, s. 46.

³⁹ Kisanlahti 2002, s. 80.

⁴⁰ Cooter – Ulen 2016, s. 14. Pareto- ja Kaldor-Hicks-tehokkuutta tarkastellaan tarkemmin jäljempänä yhdenvertaisuutta koskevassa kohdassa 2.3.3.

⁴¹ Timonen 1997, s. 80.

rationaalinen toimija, joka on itsekäs ja maksimoi omia etujaan.⁴² Taloustiede tutkii ihmisten käyttäytymistä niukkojen resurssien vallitessa ja pyrkii ennustamaan niiden puitteissa tehtäviä valintoja.⁴³ Koska yhteiskunnassa on rajalliset resurssit tuottaa ja tarjota palveluita, palveluita ei voida niukkuuden vallitessa tuottaa kaikille halukkaille. Tällöin on tehtävä valintoja ja päätöksiä niukkojen voimavarojen allokoimisesta.⁴⁴ Keskeisin peruste taloudellisen analyysin soveltamiselle on yhteiskunnallisten voimavarojen rajallisuus. Tämän vuoksi lainsäätäjän on kiinnitettävä huomiota ei ainoastaan oikeudenmukaisuuden toteutumiseen, vaan myös tehokkuuteen.⁴⁵

Perinteisesti kansantaloustieteessä tehdään perustavanlaatuinen kahtiajako mikro- ja makrotaloustieteeseen. Mikrotaloustiede tutkii yksittäisen päätöksentekijän, kuten kuluttajan tai yrityksen päätöksenteon logiikkaa. Toisin sanoen, miten kotitaloudet ja yritykset tekevät päätöksiä ja miten se vaikuttaa tietyllä markkina-alueella.⁴⁶ Mikrotaloustieteessä kuluttajat pyrkivät optimoimaan hyvinvointia ja yritykset maksimoimaan mahdollisimman suuren voiton.⁴⁷ Makrotaloustiede on puolestaan kokonaistalouden tutkimista, jossa tarkastellaan, miten yksilöiden ja yritysten sekä julkisen sektorin päätökset vaikuttavat kokonaistalouteen ja kuinka ne ovat siitä riippuvaisia.⁴⁸ Eri tasoiset ja tyyppiset taloudelliset ilmiöt ja niihin liittyvä taloudellinen käyttäytyminen edellyttävät omia tulkintavälineitä. Siksi yritysjärjestelyjä tulee tarkastella mikrotasolla ja markkinaehtoisena ilmiönä.⁴⁹

Tässä tutkielmassa tarkastelu keskittyy mikrotaloustieteellisiin tekijöihin. Mikrotaloustieteessä tutkitaan, miten niukat resurssit jaetaan kilpailevien tahojen kesken. Se tarjoaa yleisen teorian, miten ihmiset tekevät päätöksiä. Taloustieteilijät yleisesti olettavat, että jokainen taloudellinen tekijä maksimoi jotain: kuluttajat maksimoivat hyödyllisyyttä, yhtiöt tuottoja ja poliitikot ääniä. Taloustieteilijöiden mukaan maksimointiin pyrkivät mallit toimivat, koska useimmat ihmiset ovat rationaalisia ja rationaalisuus vaatii maksimointia.⁵⁰

⁴² Timonen 1997, s. 36.

⁴³ Robbins 1952, s. 16. Ks. myös kritiikistä Simon 1959, s. 542, jonka mukaan taloustiede on tiede, joka ennustaa ja kuvaa monen taloudellisen ihmisen käyttäytymistä.

⁴⁴ Mankiw 2017, s. 2.

⁴⁵ Ks. Kaisanlahti 1999b, s. 717–718.

⁴⁶ Mankiw 2017, s. 9.

⁴⁷ Tolonen 2005, s. 243.

⁴⁸ Lindholm – Kettunen 2016, s. 10.

⁴⁹ Timonen 1997, s. 31. Vastaavasti vero- ja ympäristöpoliittiset kysymykset ovat makrotasoisia ilmiöitä, eikä esimerkiksi perhe- ja perintöoikeudelliset asioiden voida katsoa olevan markkinoista riippuvaisia ilmiöitä.

⁵⁰ Cooter – Ulen 2016, s. 12–13.

Rationaalisen toimijan taustalla vaikuttaa neoklassinen markkinateoria rationaalisesta toimijasta. Neoklassisessa taloustieteessä oletuksena on, että toimijat, instituutiot, markkinat ja käyttäytyminen nähdään täydellisten markkinoiden tilassa.⁵¹ Tässä tilassa rationaalisella toimijalla on käytössään kaikki tarpeellinen tieto, jonka perusteella hän tavoittelee oman hyödyn maksimointia.⁵² Rationaalinen hyödyn maksimoiminen on suoraan yhteydessä taloustieteen keskeisiin perusoletuksiin resurssien rajallisuudesta ja markkinoiden kilpailullisuudesta. Resurssien rajallisuus pakottaa maksimoivat toimijat optimoimaan resurssien käytön, jolloin toiminnan on johdettava suurimpaan mahdolliseen rajahyötyyn eli resurssien hyödyntämisen on tällöin oltava rationaalista.⁵³

Rationaalisen käyttäytymisen seurauksena muodostuu täydelliset markkinat, jossa toimijat vaihtavat hyödykkeitä.⁵⁴ Maksimoivien tahojen toiminta ja vuorovaikutus johtaa tasapainoon. Vaikka maksimointiin pyrkivät tahot eivät välttämättä pyri tasapainoon, päätyvät he silti siihen pyrkiessään maksimoimaan kaiken. Tasapaino ei muutu, ellei ulkopuoliset tekijät siihen puutu.⁵⁵

Klassinen talousteoria pohjautuu klassiseen englantilaiseen talousteoriaan, Adam Smithin ajatukseen näkymättömän käden ohjauksesta markkinoita säätelevänä voimana. Näkymättömän käden ohjauksella hän tarkoitti markkinoiden itseohjautuvuutta, markkinatalouden mekanismeista, jossa kysyntä ja tarjonta toimivat taloudellisten tuotannon hinnoittelun määräävänä voimana. Smithin mukaan tasapainoon päästään, kun kysyntä ja tarjonta muodostaa vaihdannan kohteena olevan hinnan vapaasti, ilman rajoittavia tekijöitä.⁵⁶ Tästä muodostuu täydellinen kilpailu. Sen mukaisen markkinajärjestelmän oletetaan olevan itseohjautuvan siten, että se pyrkii markkinamekanismin kokonaistasapainoon, jossa yhtä aikaa vallitsee tasapaino kysynnän ja tarjonnan välillä kaikkien hyödykkeiden ja tuotannon tekijöiden osalta. Tätä myös kutsutaan kohdaksi, josta oikeustaloustiede käyttää nimitystä ”Pareto optimi”.⁵⁷

Neoinstitutionismi on pyrkinyt vastaamaan neoklassisen taloustieteen perusoletuksiin luomalla realistisemmän käsityksen taloudellisista prosesseista ja niihin vaikuttavista

⁵¹ Cooter – Ulen 2000, s. 11.

⁵² Simon 1955, s. 99 ja Becker 1976, s. 14.

⁵³ Simon 1978 s. 2.

⁵⁴ Vahtera 2011, s. 40.

⁵⁵ Cooter – Ulen 2016, s. 13.

⁵⁶ Tolonen 2000, s. 19–23. Ks. myös Smith 2007.

⁵⁷ Tolonen 2005, s. 244.

tekijöistä. Neoinstitutionalismien tarkoituksena on neoklassisen taloustieteen käyttäytymisoletusten laimentaminen.⁵⁸ Reaalimaailmassa täydellisten markkinoiden tila ei kuitenkaan toteudu ja siten oikeustaloustieteellisessä argumentaatiossa on huomioitava taloustieteen perusolettamusten heikkoudet.⁵⁹ Toisaalta taloustieteellisellä mallintamisella ei pyritä kuvaamaan todellista markkinaa täydellisenä, vaan täydellisen markkinan tarkoituksena on toimia vertailukuvana todellisille markkinoille.⁶⁰

2.1.2 Markkinoiden tehokkuus

Neoklassiseen perusolettamukseen kuuluva täydellinen kilpailu tapahtuu täydellisen tehokkailla markkinoilla. Markkinoiden tehokkuus on tärkeää koko yhteiskunnan kannalta, sillä rahoitusmarkkinoiden tarkoituksena on allokoida pääomia ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille mahdollisimman tehokkaasti.⁶¹ Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (*Efficient Market Hypothesis*) pohjautuu *Eugene Fama*n näkemykseen ideaalista markkinoista, joissa arvopapereiden hinnat heijastavat aina saatavilla olevaa informaatiota. Markkinat ovat tehokkaat, kun arvopapereiden hinnat heijastavat aina saatavilla olevaa informaatiota.⁶² Uuden tiedon myötä, arvopaperin hinta muuttuu, sillä se vaikuttaa sijoittajan käsitykseen yhtiön liiketoiminnan tuotosta ja riskistä.⁶³

Markkinat eivät toimi tehokkaasti, jos markkinahinta ei muodosta oikeaa hintaa markkinaosapuolten kysynnän ja tarjonnan mukaisesti määräytyvästä hinnasta. Jos markkinat eivät toimi tehokkaasti, kykenevät sijoittajat saamaan merkittäviä tuottoja ilman riskiä. Tämä johtaa siihen, etteivät pääomat yhteiskunnassa ohjautu mahdollisimman tehokkaasti, jolloin talouselämä käy vajaakäynnillä.⁶⁴

Markkinat jaetaan täysin tehokkaisiin, keskitehokkaisiin ja heikosti tehokkaisiin markkinoihin. Vahvasti tehokkailla markkinoilla arvopapereiden hintoihin välittyy täydellisesti kaikki tieto sekä muu julkisesti saatavilla oleva informaatio.⁶⁵ Tähän tietoon sisältyy kaikki tieto menneestä

⁵⁸ Timonen 1997, s. 50.

⁵⁹ Vahtera 2011, s. 39–40.

⁶⁰ Ks. Kaisanlahti 1999a, s. 15.

⁶¹ Knüpfer – Puttonen 2018, s. 170.

⁶² Ks. Fama 1970, s. 383.

⁶³ Gilson – Kraakman 1984, s. 630.

⁶⁴ Knüpfer – Puttonen 2018, s. 171.

⁶⁵ Fama 1970, s. 383.

kurssikehityksestä sekä kaikki sisäpiiritieto.⁶⁶ Keskivahvoilla markkinoilla hinnat sisältävät kaiken julkisesti saatavilla olevan tiedon kuten tulosjulkistukset. Heikosti toimivilla markkinoilla arvopaperin hintaan sisältyy ainoastaan historiallinen tieto.⁶⁷

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia on kuitenkin alettu kyseenalaistamaan.⁶⁸ Täydellisen tehokkailla markkinoilla ei olisi mahdollisuutta hyötyä arbitraasin⁶⁹ avulla, koska rationaaliset markkinatoimijat poistavat tämän mahdollisuuden siitä, että markkinahinnassa olisi virheitä. Kritiikki perustuu behavioristiseen taloustieteen suuntaukseen, joka tuo esiin anomaliaita, joissa toimijoiden käyttäytyminen ei ole täysin rationaalista.⁷⁰ Esimerkiksi korkea volatiliteetti ja muut markkina-anomaliat ovat haastaneet tehokkuuden.⁷¹ Osoituksena rajoittuneesta rationaalisuudesta, markkinoilla voidaan havaita hinnoitteluvirheitä, jotka osoittavat markkinatoimijoiden olevan muuta kuin rationaalisia.⁷² Myös arvopaperien markkina-arvo saattaa olla omaisuserien nettoarvon alapuolella.⁷³ Lisäksi sijoittajat voivat suhtautua tulevaisuuteen ja/tai kykyihinsä ylioptimistisesti.⁷⁴

Behavioristien taloustieteen suuntaus osoittaa, etteivät markkinat aina ole tehokkaat. Toisaalta se ei myöskään kerro tarkemmin markkinoiden sisällöstä. Sen vuoksi ei voida katsoa, että behavioristinen suuntaus korvaisi tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, vaan sitä tulisi hyödyntää markkinoiden tehokkuuden tulkinnessa. Näin esimerkiksi markkinahinta voi kuvata arvopaperin oikeaa arvoa, vaikka todettaisiin rajoittuneesti rationaalisten toimijoiden aiheuttamia hinnoitteluanomaliaita.⁷⁵

Mikäli markkinat olisivat aina täydellisen tehokkaat, heijastaisi markkinahinta aina oikeaa hintaa, jolloin julkisissa ostotarjouksessa tarjottu vastike olisi myös aina oikea hinta. Tällöin

⁶⁶ Knüpfer – Puttonen 2018, s. 171.

⁶⁷ Fama 1970, s. 383.

⁶⁸ Barberis – Thaler 2003, s. 1054–1063.

⁶⁹ Arbitraasilla tarkoitetaan ns. ilmaisia lounaita eli tilanteita, joissa sijoittajan on mahdollista tehdä voittoa ilman riskiä. Esimerkiksi, jos Nokian osakkeen hinnat poikkeavat Helsingin ja New Yorkin pörssin välillä, on mahdollisuus ostaa osakkeet halvemmalla ja myydä kalliimmalla toisessa pörssissä. Ks. Knüpfer – Puttonen 2018, s. 171.

⁷⁰ Ks. Vahtera 2011, s. 45.

⁷¹ Stout 1995, s. 649–651.

⁷² Barberis – Thaler 2003, s. 1054–1063.

⁷³ Barberis – Thaler 2003, s. 1096.

⁷⁴ Nofsinger 2011, s. 11–21.

⁷⁵ Ks. Vahtera 2011, s. 46.

myöskään ei olisi tarvetta lunastusmenettelyihin, koska lunastushinnasta vallitsisi täysi yksimielisyys.

Markkinoiden tehokkuus on suoraan sidoksissa markkinahinnan perusteella määräytyvään lunastushintaan, minkä vuoksi markkinoiden tehokkuutta ja markkinahintaa tarkastellaan tarkemmin luvussa 3.2. Seuraavaksi tarkastellaan perusoikeustasolla vähemmistöosakkeen lunastamista, jonka voidaan katsoa puuttuvan omaisuudensuojaan.

2.2 Lunastuksen suhde omaisuudensuojaan ja perusoikeuksiin

Osake ei ole aineellinen kohde, vaan eräänlainen *välillisen omistuksen instrumentti*, joka tuottaa oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiössä. Siten osakkeenomistajan omistusoikeus kohdistuu osakkeen tuottamiin oikeuksiin.⁷⁶ Osaketta voidaan kuvata irtaimeksi omaisuudeksi, joka on myytävissä, vaihdettavissa, lahjoitettavissa ja pantattavissa, kuten irtain omaisuus yleensäkin.⁷⁷

Omistusoikeus on keskeisin taloudellisen vallan perusta⁷⁸, mihin liittyy omistajan residuaalinen määräysvalta omistuksen kohteeseen.⁷⁹ Osakkeen lunastaminen tarkoittaa lähtökohtaisesti osakkeen ottamista pakolla.⁸⁰ Tämä tarkoittaa huomattavaa puuttumista osakkeenomistajan yksityisvarallisuuteen, minkä vuoksi lunastussääntelyltä tulee edellyttää painavia perusteita.⁸¹

Perusoikeuksien merkitystä osakeyhtiöoikeudessa ei ole juurikaan tutkittu osakeyhtiölain esitöissä tai osakeyhtiötä koskevassa oikeuskirjallisuudessa.⁸² Perusoikeudet koskevat ensisijassa julkisyhteisöjen ja yksityishenkilöiden välisiä vertikaalisia oikeussuhteita, kun

⁷⁶ Pönkä 2015, s. 45. Englanninkielinen termi *shareholder* kuvaa paremmin osakkeen tuottamia oikeuksia välillisen omistuksen instrumenttina. Ks. myös Bainbridge 2002, s. 64: “In contractarian terms – the concept ‘ownership’ is not particular meaningful in the corporate context”.

⁷⁷ Davies 2008, s. 818, ja Pönkä 2015, s. 49. Ks. myös Englannin osakeyhtiölaki, josta käy ilmi osakkeen luonne irtaimena omaisuutena: “The shares or other interest of a member in a company are personal property (or, in Scotland, moveable property) and are not in the nature of real estate (or heritage)” (CA 2006 541 §). Toisaalta osake ei symboloi mitään konkreettista omistusoosuutta yhtiön varallisuudesta. Se on arvopaperi, joka tuottaa vain määrättyjä oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiössä. Se on siis ainoastaan niin sanottu välillisen omistuksen instrumentti, jolla ei ole mitään käytännöllistä tai teoreettista itseisarvoa. Onkin syytä pitää mielessä, että varsinkin rahoitusteorian näkökulmasta osake on pohjimmiltaan vain yksi yhtiön rahoitusinstrumentti muiden joukossa. Ks. Pönkä 2015, s. 51.

⁷⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 134.

⁷⁹ Timonen 1997, s. 146. Tarkemmin tarkoitettuna, valta päättää kaikesta, joka ei ole ristiriidassa lainsäädännön kanssa.

⁸⁰ Pönkä 2015, s. 90.

⁸¹ Pönkä 2015, s. 104–105.

⁸² Pönkä 2015, s. 166. Vaikka perusoikeuskysymyksiä ei ole tutkittu osakeyhtiöoikeudessa, se ei tarkoita sitä, että osakeyhtiöoikeus olisi perusoikeusvapaa vyöhyke. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 101–102.

osakeyhtiölaki koskee yksityisten toimijoiden välisiä suhteita.⁸³ Perusoikeuksien puuttuvuutta yhtiöoikeudessa saattaa toisaalta selittää se, että oikeushenkilöt nauttivat perusoikeussuojaa välillisesti ”taustalla” olevien luonnollisten henkilöiden välityksellä.⁸⁴

Lisäksi on katsottu, että vain harvalla perusoikeudella voi olla edes teoriassa liityntöjä yhtiöoikeuteen.⁸⁵ Toisaalta perustuslaista ilmenevien periaatteiden kuten yhdenvertaisuuden, oikeusturvan ja lainalaisuuden sekä yksittäisten henkilöiden toimintavapauden periaatteet toistuvat yksityiskohtaisemmin yhtiöoikeudellisissa periaatteissa ja pyrkimyksessä parantaa osakkeenomistajan oikeusturvaa lain nimenomaisin säännöksiin.⁸⁶

Perusoikeuksien voidaan katsoa olevan niin fundamentaalisia lähtökohtia, että vaikka ne ensisijaisesti koskevat vertikaalisia oikeussuhteita, voidaan niiden katsoa muodostavan perustan kaikkialla oikeusjärjestyksessä.⁸⁷ Perusoikeuksilla on siten sekä välitöntä että välillistä horisontaalista, yksityisten toimijoiden välistä tulkintavaikutusta.⁸⁸

Vähemmistöosakkeen lunastuksen kannalta keskeisimmäksi perusoikeudeksi muodostuu perustuslain (731/1999, jäljempänä PL) 15 §:n omaisuudensuoja.⁸⁹ PL 15:1:n mukaan ”jokaisen omaisuus on turvattu”. Edelleen PL 15:2:n mukaan ”omaisuuden pakkolunastuksesta yleiseen tarpeeseen täyttä korvausta vastaan säädetään lailla”. Perusoikeusmyönteisen tulkinnan mukaan tuomioistuinten on valittava tulkintavaihtoehdoista sellainen, joka parhaiten edistää perusoikeuksien tarkoitusten toteutumista ja joka eliminoi sen kanssa ristiriidassa olevat vaihtoehdot.⁹⁰ Vastaavasti Euroopan ihmisoikeussopimuksen (jäljempänä EIS) 1. lisäpöytäkirjan 1. artiklan mukaan ”jokaisella luonnollisella tai oikeushenkilöllä on oikeus nauttia rauhassa omaisuudestaan eikä keneltäkään saa riistää hänen omaisuuttaan paitsi julkisen edun nimissä ja laissa määrättyjen ehtojen sekä kansainvälisen oikeuden yleisten periaatteiden mukaisesti”. Perusoikeusuudistuksen myötä perusoikeussäännöksiä on tulkittava yhdenmukaisesti EIS:n kanssa.⁹¹ Toisaalta säännösten voidaan katsoa vastaavaan toisiaan

⁸³ Ks. Länsineva 2011, s. 457.

⁸⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 102. Oikeushenkilöiden asemaan puuttuminen voidaan katsoa myös puuttuvan yhtiön taustalla olevien henkilöiden oikeuksiin.

⁸⁵ Pönkä 2015, s. 171–172.

⁸⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 104.

⁸⁷ Länsineva 2002, s. 30–90. Ks. myös Pöyhönen 2003, s. 70, Ojanen – Scheinin 2011, s. 274, Karhu 2012, s. 117.

⁸⁸ Ks. Eriksson 1996, s. 866–867 ja Pönkä 2015, s. 170.

⁸⁹ Pönkä 2015, s. 174. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 106.

⁹⁰ PeVM 25/1994 vp, s. 4. Ks. Aarnio 2006, s. 308–309 ja Länsineva 2011, s. 456.

⁹¹ PeVM 25/1994 vp, s. 5.

hyvin pitkälti, joten omaisuudensuojasäännöksen mukainen argumentaatio perustuslain kannalta on riittävää.⁹² Näin ollen välimiesten on lunastushintaa määrittäessä otettava huomioon omaisuudensuoja ja sen tarkoitus sekä merkitys lunastushinnan määrittämisen kannalta. Euroopan unionin tuomioistuimen käytäntö puolestaan tukee sitä, että yhteisön oikeuden yleisiin periaatteisiin kuuluu myös omaisuudensuoja, ja perusoikeudet voivat kohdistua myös yrityksiin ja niiden rajoittamisen edellytyksiä on tarkasteltava yleisten EU:n perusoikeuksien rajoitusedellytysten valossa.⁹³

Perustuslain omaisuudensuojasäännöksellä voidaan katsoa olevan välitöntä vaikutusta määräysvallan keskittymiseen liittyvässä OYL 18 luvun vähemmistöosakkeiden lunastamistilanteessa.⁹⁴ Tällaisessa tilanteessa vähemmistöosakkeenomistajan omistusoikeuteen kohdistuu pakko-ottamisen riski, jota vähemmistöosakkeenomistaja ei voi haluamalla tavalla kontrolloida. Etenkin, kun enemmistöosakkeenomistaja vaatii lunastusta, on kyseessä pakkolunastustilanne ja sitä on tarkasteltava omaisuudensuojan kannalta.⁹⁵ Myös Ruotsin Balken-tuomiossa (NJA 1996, s. 293) katsottiin, että vähemmistöosakkeiden lunastus muistuttaa pakkolunastusta. Sen vuoksi lunastushinnan määrittämisessä tulee noudattaa pakkolunastusta koskevia periaatteita.⁹⁶

Vähemmistöosakkeenomistaja ei voi juuri vaikuttaa määräysvallan keskittymiseen, tarkemmin OYL 18:1:1:n mukaisen lunastusoikeuden syntymiseen.⁹⁷ Perusoikeuslottuvuuden kannalta ei ole myöskään olennaista se, onko vähemmistöosakkeenomistaja luonnollinen henkilö vai oikeushenkilö, sillä molempien omaisuus nauttii perustuslain suojaa.⁹⁸ Siten käyvän hinnan määrittelyssä ei tule asettaa henkilö-osakkeenomistajia ja oikeushenkilö-osakkeenomistajia eri asemaan.⁹⁹

Toisaalta on huomattava, että perustuslain omaisuudensuojasäännöksellä on heikko yhteys AML 11:19:ään perustuvan julkista ostotarjoustusta seuraavan vähemmistöosakkeiden

⁹² Länsineva 2002, s. 176–177. EIS:ta koskevasta oikeuskäytännöstä voidaan saada kuitenkin tulkinta-apua yksittäisissä tilanteissa. Ks. Savolainen 2018, s. 52

⁹³ C-435/02 ja C-103/03, Springer AG, kohta 48. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 103.

⁹⁴ Pönkä 2015, s. 173–174. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 107.

⁹⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 107. Toisaalta on huomattava, että Suomessa vähemmistöosakkeenomistajien lunastusta ei ole tarkasteltu pakkolunastustilanteena.

⁹⁶ Mähönen – Villa 2020, s. 107–108.

⁹⁷ Pönkä 2015, s. 176.

⁹⁸ Länsineva 2002, s. 196–197. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 109–110.

⁹⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 110.

lunastusvelvollisuuden kohdalla.¹⁰⁰ Kun kyse on normaalin kaupallisessa ympäristössä toimivan osakeyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastamisesta, OYL 18 luvun säännösten huolellinen noudattaminen johtaa yleensä, muttei täysin poikkeuksetta, omaisuuden suojan toteutumiseen.¹⁰¹

Ostotarjousdirektiiviä valmistellut työryhmä (*High Level Group*) totesi myös, että mahdollisuus pakkolunastaa toisen osakkeet edustaa merkittävää kajoamista toisen oikeuksiin, ja lunastaminen on mahdollista ainoastaan poikkeuksellisissa tilanteissa riittävin varotoimin. Vähemmistöosakkeiden lunastaminen ei ole ainoastaan yksityisten intressissä oleva asia, vaan on olemassa sekä yleinen että julkinen intressi siitä, että julkisia yhtiöitä hoidetaan tehokkaasti ja että arvopaperimarkkinat ovat likvidit. Niin kauan, kun vähemmistöosakkeenomistajia on verrattain vähän ja he saavat asianmukaisen lunastuskorvauksen, voidaan varotoimien katsoa olevan riittävät.¹⁰²

Perusoikeuksien vaikutusta lunastussäännösten tulkintaan voidaan toistaiseksi pitää vähäisenä. Asiaan on nähty vaikuttavan sen, että lunastettavista osakkeista on aina maksettava käypä hinta ja että lunastusmahdollisuus on sijoittajien hyvin ennakoima riski.¹⁰³ Etenkin pörssiyhtiöiden kohdalla perusoikeuksien vaikutusta vähemmistöosakkeiden lunastamiseen on pidettävä vähäisenä. Yritysjärjestelyjen yhteydessä vähemmistöosakkeenomistajan voidaan olettaa varautuvan tilanteeseen, jossa jäljelle jäävät osakkeet lunastetaan. Muutoin yritysjärjestelyjen toteuttaminen, etenkin ostettavan yhtiön integroiminen lunastavaan yhtiöön saattaisi osoittautua hankalaksi, jollei vähemmistön osakkeita pystyttäisi lunastamaan¹⁰⁴.

Toisaalta vaikka vähemmistöosakkeiden lunastaminen on sijoittajien ennakoitavissa oleva riski, on kyseessä kuitenkin omaisuuden pakkolunastaminen, jossa vähemmistöosakkeenomistajalle ei ole muuta mahdollisuutta kuin vaikuttaa lunastushinnan määrään riitauttamalla asia. Kyseessä on niin vahva perusoikeus, että vähemmistöosakkeenomistajan on saatava täysi korvaus lunastuksesta. Tällöin voidaan perustellusti arvioida, vastaako käypä hinta täyttä korvausta perusoikeuksiin kajoamisesta.

¹⁰⁰ Pönkä 2015, s. 175.

¹⁰¹ Pönkä 2015, s. 183.

¹⁰² High Level Group Report 2002, s. 61–62.

¹⁰³ Pönkä 2015, s. 804.

¹⁰⁴ High Level Group Report 2002, s. 61–62.

Muillakin yksityisoikeuden osa-alueilla, myös osakeyhtiöoikeudessa perusoikeudet tulevat todennäköisesti saamaan tulevaisuudessa suuremman merkityksen jo lainvalmisteluvaiheessa.¹⁰⁵ Omaisuuden suojan ohella osana oikeudenmukaisuusargumentointia tulee ottaa huomioon vahvasti taustalla vaikuttava yhdenvertaisuusperiaate, joka vaikuttaa enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä. Tätä tarkastellaan seuraavaksi.

2.3 Yhdenvertaisuusperiaate osana vähemmistösuojajärjestelmää

2.3.1 Yhdenvertaisuusperiaate

Yhtiöoikeudellisena olettamana on, että tietyn kriittisen määräysvallan kohdeyhtiössä saavuttanut osapuoli pyrkii tyypillisesti hyödyntämään määräysvaltaansa yhtiön muita osakkeenomistajia haittaavalla tavalla.¹⁰⁶ Vähemmistösuojasäännöksillä pyritään hallitsemaan tätä riskiä. Siten lainsäädännöllä pyritään luomaan kannustin omistaa osakkeita myös tilanteessa, jossa määräysvallan keskittymisriski ja siitä johtuva vähemmistöhaittariski on olemassa.¹⁰⁷

Yhtiöoikeudellisiin periaatteisiin vedotaan silloin, kun lain yksityiskohtaiseen säännökseen ei saada riittävää tukea. Periaatteet ovat valttikortteja: aitoja oikeusperiaatteita, joiden avulla ongelmalliset tilanteet viime kädessä ratkaistaan.¹⁰⁸ Lähtökohtaisesti lain yksityiskohtaiset säännökset tulevat ensin, mutta eräissä tilanteissa, etenkin yhdenvertaisuusperiaate saattaa syrjäyttää lain yksityiskohtaiset säännöt.¹⁰⁹ Yhtiöoikeudellisten periaatteiden tarkoituksena on erityisesti turvata vähemmistöosakkeenomistajien ja velkojien asemaa yhtiön johdon sekä määräävien osakkeenomistajien opportunismia vastaan.¹¹⁰

Yhdenvertaisuusperiaatteesta säädetään osakeyhtiölaissa. OYL 1:7:n mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Tästä seuraa, että yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä

¹⁰⁵ Pönkä 2015, s. 182.

¹⁰⁶ Kaisanlahti 1999a, s. 71.

¹⁰⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 494.

¹⁰⁸ Mähönen – Villa 2013, s. 34.

¹⁰⁹ HE 109/2005, s. 37.

¹¹⁰ Mähönen – Villa 2013, s. 33. Yhdenvertaisuusperiaatetta pidetään yhtenä yhtiöoikeuden tärkeimpänä periaatteena.

muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Yhdenvertaisuuden perusta on se, että samanlaisissa tilanteissa ihmisiä on kohdeltava samalla tavalla ja vastavuoroisesti erilaisissa tilanteissa eri tavalla. Se, milloin ihmisiä on kohdeltava samalla tavalla ja milloin eri tavalla riippuu aina tapauskohtaisista olosuhteista.¹¹¹ PL 6 §:ssä säädetään yhdenvertaisuudesta ja syrjinnän kiellosta, mikä ilmentää yhdenvertaisuuden keskeisyyttä perusoikeusjärjestelmässämme.¹¹²

Yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen tausta perustuu pääomadirektiivin 42 artiklaan, jonka mukaan jäsenvaltioiden on taattava kaikille samassa asemassa oleville osakkeenomistajille yhdenvertainen kohtelu. Yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan katsoa rakentuvan kahdesta elementistä: osakkeiden yhtäläisiä oikeuksia koskevasta olettamasta (muodollinen puoli) ja määräysvallan väärinkäytön kiellosta (aineellinen puoli). Näiden puolien erottaminen on välttämätöntä, jotta voidaan ymmärtää, mistä osakeyhtiöoikeudellisessa yhdenvertaisuusperiaatteesta on pohjimmiltaan kyse.¹¹³

Yhdenvertaisuusperiaate voi tulla sovellettavaksi, vaikka muutoin osakeyhtiölain säännöksiä olisi noudatettu.¹¹⁴ Esimerkiksi liiketoimintapäätös voi olla yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen, mutta jonkun osakkeenomistajan kannalta edullisempi kuin toisen. Päätös voi hyvin olla yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen, sillä merkitystä on annettava sille, että päätös on kokonaisuutena arvioiden yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etujen mukainen. Yhdenvertaisuus näyttäytyykin usein enemmänkin taloudellisena kuin muodollisena yhdenvertaisuutena. Tärkeintä yhdenvertaisuuden tarkastelussa on se, että päätös on yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etujen mukainen ja että osakkeenomistajien taloudellinen asema pysyy muuttumattomana tai paranee mahdollisimman tasaisesti.¹¹⁵

¹¹¹ Eriksson 1996, s. 862.

¹¹² Ks. Pönkä 2015, s. 166-168.

¹¹³ Ks. Pönkä 2012, s. 231. Muodollisella puolella tarkoitetaan sopimusverkkoajattelun mukaisesti sitä, että yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajien luottamusta sopimusten pitävyyteen. Aineellisella puolella puolestaan täydennetään osakkeiden yhtäläisiä oikeuksia koskevaa olettamasäännöstä kieltämällä yhtiökokousta tai johtoa tekemästä päätöstä tai muuta toimenpidettä, joka on sopimusehtojen mukainen, mutta jonka tosiasiallisena tarkoituksena on tuottaa epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Ks. Mähönen – Villa 2006, s. 99 ja Pönkä 2012, s. 233.

¹¹⁴ Mähönen Villa – 2015, s. 355.

¹¹⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 43–44. Keskeistä on se, että päätös ”on omiaan” johtamaan taloudellisen aseman paranemiseen.

Yhdenvertaisuusperiaatetta ja sen ilmentämää määräysvallan väärinkäytön kieltoa voidaan pitää koko vähemmistösuojajärjestelmän kulmakivenä.¹¹⁶ Yhdenvertaisuuden keskeinen tarkoitus on ennen kaikkea suojata vähemmistöosakkeenomistajia.¹¹⁷ Periaate sääntelee toista keskeistä päämies-agenttisuhdetta: vähemmistöosakkeenomistajat – määräävä osakkeenomistaja -relaatiota.¹¹⁸ Määräävien osakkeenomistajien opportunismilta on vaikeampi suojautua kuin johdon opportunismilta: johto voidaan tarvittaessa vaihtaa, mutta määrääviä osakkeenomistajia ei voida.¹¹⁹

Yhdenvertaisuusperiaatteesta ei kuitenkaan seuraa, että kaikkien osakkeenomistajien asema osakeyhtiössä olisi aina ja kaikissa tilanteissa saman sisältöinen.¹²⁰ Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei myöskään ole enemmistöperiaatteen vesittäminen, vaan tarkoituksena on estää enemmistöosakkeenomistajien perusteeton suosiminen vähemmistöosakkeenomistajan kustannuksella.¹²¹ Näin ollen yhdenvertaisuusperiaatteen keskeinen tarkoitus on ennen kaikkea suojata osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua samanlaisissa tilanteissa ja asettaa osakkeenomistajat asemaan, jossa heidän osakeyhtiölaista ja yhtiöjärjestyksestä johtuva osakeomistuksensa suhde osakkeen sisältämään riskiin on lähtökohtaisesti saman sisältöistä, elleivät he ole määränneet yhtiöjärjestyksessä suhteistaan toisin.¹²²

Vähemmistöosakkeen lunastustilanteessa tämä merkitsee esimerkiksi sitä, ettei osakeyhtiön johto voi sopia tai suosia enemmistöosakkeenomistajaa yhtiön tai vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella tai ryhtyä toimiin, jotka ovat omiaan vaikuttamaan yhtiön ja sitä kautta vähemmistöosakkeen arvoon negatiivisesti.¹²³ Määräävän osakkeenomistajan olisi siis tarjouduttava ostamaan kaikkien osakkeenomistajien osakkeet samaan hintaan. Koska näin olisi meneteltävä ostotarjouksen kohdalla, olisi luonnollista, että sama pätee pakkolunastuksen yhteydessä.¹²⁴

¹¹⁶ Pönkä 2012, s. 148.

¹¹⁷ HE 109/2005 vp, s. 39.

¹¹⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 353.

¹¹⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 354.

¹²⁰ Villa 2008a, s. 567. Osakkeenomistajat voivat OYL 1:9:n mukaisesti sopia toisin tai määrätä yhtiöjärjestyksessä toisin.

¹²¹ HE 109/2005, s. 39.

¹²² Ks. Villa 2008a, s. 569.

¹²³ HE 109/2005, s. 41.

¹²⁴ Ks. Mähönen – Villa 2006, s. 149

Vähemmistöosakkeiden lunastamista koskevat säännökset perustuvat tilanteeseen, jossa yhdellä osakkeenomistajalla on hyvin huomattava osuus yhtiön osakkeista ja äänivallasta. Tämä tilanne voi olla eturistiriitojen vuoksi vaikea sekä enemmistöosakkeenomistajan että vähemmistöosakkeenomistajan kannalta.¹²⁵ Siksi OYL 18 luvun säännösten tarkoituksena on osaltaan varmistaa, että vähemmistöosakkeenomistaja pääsee eroon omistuksestaan silloin, kun määräysvallan huomattava keskittyminen johtaa enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisen intressikonfliktin kärjistymiseen.¹²⁶

Toisaalta säännökset takaavat määrävälle osakkeenomistajalle mahdollisuuden saada yhtiö täydelliseen omistukseensa käyvästä hinnasta.¹²⁷ Mikäli enemmistöosakkeenomistajilla ei olisi vähemmistöosakkeenomistajaan kohdistuvaa ”ulosostomahdollisuutta”, jäljelle jäävillä pienomistajilla olisi mahdollisuus kiristää osakkeista käypää hintaa suurempi kauppahinta.¹²⁸

Vähemmistöosakkeiden lunastamista voidaan perustella myös niin sanotulla vangin ongelmalla: ilman vähemmistöosakkeiden lunastamismahdollisuutta osakkeenomistaja olisi tosiasiallisesti pakotettu osallistumaan pakolliseen tai vapaaehtoiseen julkiseen ostotarjoukseen, koska jäädessään menestyksellisen tarjouksen ulkopuolelle, hänellä ei olisi enää myöhemmin realistista mahdollisuutta saada osakkeistaan yhtä suurta vastiketta. OYL 18 luvun säännökset siis tarjoavat vähemmistöosakkeenomistajalle mahdollisuuden olla reagoimatta julkiseen ostotarjoukseen ilman yritysvaltauksen onnistumiseen liittyvää ”vangiksi jäämisen” riskiä.¹²⁹

Noudattamalla perusoikeusmyönteistä laintulkintaa, välimiesten on otettava yhdenvertaisuusperiaate huomioon lunastushinnan määrittämisessä. Yhdenvertaisuusperiaatetta voidaan pitää merkittävänä oikeusohjeena lunastushinnan määrittämisessä, ja sen loukkaamisen on katsottu muodostavan nimenomaisen perusteen poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta.¹³⁰

¹²⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 591.

¹²⁶ HE 27/1977, s. 107–108.

¹²⁷ af Schultén 2004 s. 556.

¹²⁸ Beyer – Båvestam 2008 s. 39–45. Ks. myös Pönkä 2012, s. 145.

¹²⁹ Kaisanlahti 1995, 166–167

¹³⁰ Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 536.

Tämän perusteella on luontevaa päätyä tulkintaan, jonka mukaan vähemmistöosakkeiden lunastusta ei voida pitää enemmistöosakkeenomistajien perusteettomana suosimisena, vaan lunastusoikeus on lähes välttämätön mekanismi kohdeyhtiön täyden omistuksen saavuttamiseksi julkisissa ostotarjouksissa. Tarjouksentekijälle on olennaista saavuttaa täydellinen omistusosuus kohdeyhtiöstä, sillä muutoin vähemmistö saattaisi estää tärkeiden liiketoimintapäätösten tekemisen, joka voisi lamaannuttaa yhtiön liiketoiminnan¹³¹. Ilman vähemmistöosakkeiden lunastusmekanismia, julkisten ostotarjousten määrä saattaisi merkittävästi vähentyä, jolla puolestaan voisi olla yleisiä vaikutuksia talouteen.

Näin ollen voidaan katsoa, että osakeyhtiön ensisijainen tarkoitus on taloudellisen tehokkuuden edistäminen, eikä esimerkiksi yhteiskunnallisen hyvinvoinnin tai sosiaalisen oikeudenmukaisuuden edistäminen. Heikomman osapuolen suojaaminen ei kuitenkaan ole vähemmistösuojan todellinen oikeuspoliittinen tavoite. Perusteita vähemmistösuojalle on siksi haettava taloudellisesta tehokkuudesta, jolloin vähemmistöosakkeenomistajan asemaa suojaavat normit näyttäytyvät tehokasta riskinjakoja palvelevana järjestelmänä. Tätä taustaa vasten myös osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate on mielletävä ensisijassa taloudellista tehokkuutta edistäväksi, ei heikompaa osapuolta suojaavaksi normiksi.¹³²

Yhteenvedona voidaan todeta, että vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajapositioiden määräytymiseen vaikuttavat useat tekijät ja vähemmistöosakkeenomistajan määritelmän kannalta on olennaista kysyä, kuka käyttää tosiasiallista määräysvaltaa yhtiössä. Yhdenvertaisuusperiaate on osa vähemmistönsuojajärjestelmää ja sen vuoksi se nähdään enemmistöperiaatteen vastineena. Yhdenvertaisuusperiaate yhtäältä täydentää vähemmistön suojaksi annettuja määräyksiä, mutta toisaalta OYL:n muut vähemmistösuojasäännökset voidaan nähdä yhdenvertaisuusperiaatteen täsmennyksinä. Sen tarkoituksena on luoda uskottava suojajärjestelmä sijoittajalle, joka ei saa määräysvaltaa yhtiössä.¹³³

¹³¹ Ks. High Level Group Report 2002, s. 60–61

¹³² Vahtera 2011, s. 97. Ks. myös Pönkä 2012, s. 104.

¹³³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 39. Julkisessa ostotarjouksessa yhdenvertaisuusperiaate toimii vähemmistöosakkeenomistajan suojana tarjouksentekijää vastaan.

2.3.2 Tasapuolisuusperiaate yhdenvertaisuusperiaatteen jatkumona

AML 11:7 §:n mukaan julkisessa ostotarjouksessa ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan.¹³⁴ Säännös perustuu ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan a alakohtaan, jonka mukaan kaikkia samanlajisten arvopaperien haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti. Periaatetta on pidetty niin perustuvanlaatuisena, että siitä on säädetty oma säännös, vaikka ostotarjousdirektiivi ei sitä edellytäkään.¹³⁵

Tasapuolisuusperiaate voidaan nähdä arvopaperimarkkinoilla yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen arvopaperimarkkinaoikeudellisena jatkumona, jolla varmistetaan oikeudenmukaisen ja luotettavan markkinatoiminnan edellytyksiä. Tasapuolisuusperiaate näyttäytyy julkisissa ostotarjouksissa hyvin konkreettisenä oikeusohjeena¹³⁶, jolla on tärkeä merkitys sijoittajansuojan toteutumisen kannalta.¹³⁷

Jo vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa välimieskäytännössä arvopaperimarkkinalain mukaisessa pakollisessa ostotarjouksessa käyvän hinnan määrittämisessä tasapuolisen kohtelun periaatteelle annettiin suuri merkitys. Perusteluna oli, että osakkeenomistajia ei katsottu voitavan asettaa eriarvoiseen asemaan sen mukaan, missä vaiheessa he osakkeistaan luopuvat. Yhdenvertaisuusperiaatteella perusteltiin kantaa, että ostotarjouksen hinnan tulisi olla käyvä hinta, jos valtaosa osakkeenomistajista sen hyväksyy, sillä muunlainen ratkaisu asettaisi perusteetta muut osakkeenomistajat parempaan asemaan.¹³⁸ Siten kyse on sijoittajien tasapuolisen vaatimuksen ja yhdenvertaisuuden liittämistä yhteen.¹³⁹

Yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate korostaa osakekohtaista eli osakkeiden tuottamien oikeuksien yhdenvertaista kohtelua. Vastaavasti tasapuolisen kohtelun vaatimus ja arvopaperimarkkinasääntelyn muista säännöksistä ilmenevä sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimuksen laveampi tulkinta saa erityistä vaikutusta arvopaperimarkkinoiden taustalla vaikuttavista tavoitteista, kuten sijoittajien luottamuksesta markkinoita kohtaan ja

¹³⁴ Säännös perustuu ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan a alakohtaan, jonka mukaan kaikkia kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti, minkä lisäksi myös muita arvopapereiden haltijoita on suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä.

¹³⁵ HE 6/2006, s. 33.

¹³⁶ Parkkonen – Knuts 2014, s. 471.

¹³⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 483.

¹³⁸ Mähönen – Villa 2006, s. 534

¹³⁹ Villa 2008a, s. 574.

markkinoiden toimivuudesta.¹⁴⁰ Siten arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kohteena voidaan katsoa olevan sijoittajien tasapuolisen kohtelun periaate. Toisaalta eräissä tilanteissa periaatteet voivat olla samankaltaisia ja niiden soveltaminen voi johtaa samanlaiseen lopputulokseen, mutta ne voivat tulla sovellettavaksi myös rinnakkain. Näin ollen yhdenvertainen kohtelu ei välttämättä aina tarkoita, että se olisi tasapuolista.¹⁴¹

Sillanpää on katsonut, että yhtiöoikeudellinen ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely ja niiden tavoitteet ovat niin lähellä toisiaan, että yhdenvertaisuutta ja tasapuolisuuden vaatimusta koskeva tulkinta eivät voi juuri poiketa toisistaan, ja onkin ainoastaan nimellinen kysymys, mitä nimitämme yhtiöoikeudeksi ja mitä arvopaperimarkkinaoikeudeksi.¹⁴² *Villa* on puolestaan katsonut, että tasapuolisuuden vaatimus eroaa yhdenvertaisuusperiaatteesta sen yksityiskohtaisuuden perusteella, sillä se koskee ensisijaisesti tietyn arvopaperin lajin omistajien keskinäistä suhdetta.¹⁴³

Timonen on vastaavasti katsonut, että osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate, joka rajoittuu yhtiön ja sen toimielinten päätöksentekoon, on luonteeltaan kaavamainen ja korostaa OYL 3 luvun 1 §:n 1 momentin mukaisesti osakkeiden yhtiössä tuottamia oikeuksia. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kohteena ei ole osakeyhtiölakiin perustuva osakekohtainen yhdenvertaisuus, vaan arvopaperimarkkinalain kannalta sijoittajien yhdenvertaisen kohtelu.¹⁴⁴

Näiden periaatteiden yhteensovittaminen on ollut esillä myös välimiesmenettelyssä. Välitysmenettelyssä on katsottu, että osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu korostaa arvopaperimarkkinalain mukaisen hinnan noudattamista myös osakeyhtiölain tarkoittamassa lunastusmenettelyssä. Osakeyhtiölaissa ei ole säädetty siitä, millainen oikeus tällaiseen vaihtotarjoukseen osallistumattomalla osakkeenomistajalla on verrattuna sellaiseen osakkeenomistajaan, joka on osallistunut vaihtotarjoukseen. Kysymys liittyy osakkeenomistajien/sijoittajien niin kutsuttuun taloudelliseen yhdenvertaisuuteen.

¹⁴⁰ Ks. HE 157/1988 vp, s. 1, 3 ja 51.

¹⁴¹ *Villa* 2008a, s. 580–581.

¹⁴² *Sillanpää* 1994, s. 114–115. Toisaalta *Sillanpään* näkemys perustuu vanhan arvopaperimarkkinalain aikaiseen näkemykseen, joten sille ei tule antaa liian suurta painoarvoa.

¹⁴³ *Villa* 2008, s. 580–582. Ks. myös *Sillanpää* 1994, s. 120 ja 199.

¹⁴⁴ *Timonen* 1997, s. 307–309.

Välimiesoikeuden mukaan lähtökohtaisesti osakkeenomistajia tulee kohdella sijoitusmarkkinoilla keskenään yhdenvertaisella tavalla, ja tällainen osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimus voidaan johtaa myös osakeyhtiölaista.¹⁴⁵

Yhdenvertaisuus on joka tapauksessa huomioitava arvopaperimarkkinoilla ja yrityskaupoissa eriarvoisen aseman kiellon sanamuotoa laajemmin muista säännöksistä ja niiden mahdollisista laventavista tulkinnoista johtuen.¹⁴⁶ Tältä osin tärkein yhdenvertaisuutta turvaava seikka voimassa olevassa laissa on vähemmistöosakkeenomistajien oikeus saada osakkeensa lunastettua käypään hintaan.¹⁴⁷

Keskeistä yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleislausekkeen sekä tasapuolisen kohtelun vaatimuksen välisessä suhteessa on hahmottaa yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuussäännön kohdentuminen yhtiön ja sen toimielinten päätöksentekoon. Yhtiöoikeudellisessa yhdenvertaisuusperiaatteessa korostuu osakekohtainen eli osakkeiden tuottamien oikeuksien välinen yhdenvertainen kohtelu. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tasapuolisen kohtelun vaatimus kohdistuu puolestaan sijoittajien tasapuoliseen kohteluun.¹⁴⁸

Tasapuolisen kohtelun vaatimus koskee ensisijaisesti saman arvopaperilajin omistajien keskinäistä suhdetta. Tästä seuraa, että julkisessa ostotarjouksessa ei saa tehdä erilaista tarjousta saman arvopaperilajin tietyille omistajalle. Vastaavasti eri arvopaperilajin omistajalle voidaan tehdä erilainen tarjous. Lisäksi huomionarvoista on, että vapaaehtoinen ostotarjous saadaan kohdistaa vain yhteen arvopaperilajiin.¹⁴⁹ Esimerkiksi eri osakelajeista tehdyn ostotarjouksen ehdot voidaan määrittää osakelajikohtaisesti. Kuitenkin ostotarjousten eri arvopaperilajien tulee olla keskenään oikeudenmukaisessa ja järkevässä suhteessa toisiinsa.¹⁵⁰ Järkevä ja oikeudenmukainen suhde joudutaan ratkaisemaan tapauskohtaisesti, eikä silloinkaan ole yksimielistä kantaa vastikkeiden suhteeseen.¹⁵¹

¹⁴⁵ Sonera Oyj 26.6.2003, s. 83.

¹⁴⁶ Turunen 2005, s. 94–97.

¹⁴⁷ Turunen 2005, s. 125.

¹⁴⁸ Mähönen – Villa 2020, s. 807. Periaatteet ovat hyvin yhteismitallisia, vaikka periaatteiden välillä on havaittavissa eroavaisuuksia. Ks. tarkemmin Villa 2008, s. 580–581.

¹⁴⁹ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 807.

¹⁵⁰ HE 6/2006, s. 33.

¹⁵¹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 487.

2.3.3 Taloustieteellinen tehokkuus kytköksissä yhtiöoikeudelliseen yhdenvertaisuuteen

Yhdenvertaisuuden merkitystä vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisessä voidaan tarkastella talusteoreettisesta näkökulmasta, sillä enemmistöosakkeenomistajan oikeutta lunastaa vähemmistön osakkeet perustellaan taloudellisella tehokkuudella.¹⁵² Toisaalta on huomattava, että taloudellinen tehokkuus tässä kontekstissa tarkoittaa sitä, että tehokkuutta mitataan kokonaisuutena; arvonnousun on toteuduttava kaikkien osakkeiden yhteenlaskettuna hyötynä, jotta se olisi tehokasta.¹⁵³ Siten omistuksen keskittyessä, voidaan taloudellisen tehokkuuden katsoa lisääntyvän yhteiskunnassa.¹⁵⁴

Taloustieteellisen tehokkuuden kytköstä yhtiöoikeudelliseen yhdenvertaisuusperiaatteeseen voidaan havainnollistaa kahdella tehokkuutta mittaavalla testillä: Kaldor–Hicks-testillä ja Pareto-testillä. Kaldor–Hicks-testin mukaan tehokkuus on perusteltua, vaikka toisen asemaa heikennetään, jos heikennys on pienempi kuin toiselle koituva hyöty. Siten hyötyjät voivat ikään kuin hypoteettisesti kompensoida häviäjien haitat¹⁵⁵, vaikka tosiasiallista kompensatiota ei käytännössä vaadita. Testin mukaan lainsäädännöllä tai muulla yhteiskunnan käytettävissä olevalla keinolla aikaansaatu muutos on perusteltu silloin, kun muutoksesta etua saatavien henkilöiden hyöty kokonaisuutena on suurempi kuin muille aiheutuva haitta yhteensä.¹⁵⁶

Pareto-testin mukaan kenenkään asemaa ei voida parantaa heikentämättä jonkin toisen asemaa.¹⁵⁷ Pareto-parannus vallitsee silloin, kun jonkin tahon asemaa voidaan parantaa heikentämättä toisen asemaa.¹⁵⁸ Näin ollen testi antaa kielteisen vastauksen automaattisesti kysymykseen tulisiko jokin muutos toteuttaa, sillä kukaan ei voisi olla muutosta vastaan.¹⁵⁹ Pareto-tehokkuuden kannattaminen on hyväksyttävää,¹⁶⁰ jos muutosta puoltavat kaikki, on se tarkoituksenmukaista eli tehokasta.¹⁶¹ Toisaalta kumpikaan testi ei ota kantaa siihen, mikä on

¹⁵² HE 27/1977, s. 108.

¹⁵³ Kaisanlahti 2002, s. 80. Ks. myös Carney 1980, s. 118, joka toteaa tehokkuuden toteutumisesta yrityskaupassa: ”– an efficient merger is one in which there is a gain for the aggregate of shareholders, when the gain and loss of each shareholder is measured individually.”

¹⁵⁴ Ks. Kaisanlahti 2002, s. 80.

¹⁵⁵ Feldman 1998, s. 417. Vrt. Friedman 1996, s. 222, joka pitää Kaldor–Hicks-testiä perusteettomana.

¹⁵⁶ Cooter – Ulen 2016, s. 42.

¹⁵⁷ Cooter – Ulen 2016, s. 28. Vastaavasti myös esim. Buchanan 1985, s. 4, Stephen 1988, s. 42, Feldman 1998, s. 6, ja Posner 1998, s. 14.

¹⁵⁸ Voidaan ajatella, että on kaksi kuluttajaa A ja B, ja kaksi hyödykettä televisio ja leipä, jotka on allokoitu heidän kesken. Allokaatio on tehokas, jos on mahdollista uudelleen allokoida hyödykkeet siten, että toisen asema paranee mutta toisen asema ei heikkene.

¹⁵⁹ Stephen 1988, s. 42.

¹⁶⁰ Posner 1998, s. 14.

¹⁶¹ Buchanan 1985, s. 13.

muutosta edeltävän tilanteen tarkoituksenmukaisuus. Ne ovat vain välineitä muutoksen arvioinnille.¹⁶²

Kaldor–Hicks-testi kuvastaa perinteistä taloudellisen tehokkuuden maksimointiin perustuvaa teesiä, jonka mukaan kaikki päätökset ovat hyväksyttäviä, kunhan ne lisäävät yhtiön arvoa.¹⁶³ Testin yhteensovittaminen yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa näyttäytyy ristiriitaiseksi; Kaldor–Hicks-testin mukaan ei olisi väliä mitä muille omistajille käy, kunhan yhden hyödyn arvo olisi suurempi kuin muiden omistajien tappiot.¹⁶⁴

Pareto-testin avulla taloudellisen tehokkuuden käsitettä voidaan perustella yhdenvertaisuuden kannalta. Pareto-testin mukaisesti omistajien tavoitteena on maksimoida paras mahdollinen arvonnousu ilman, että kukaan osakkaista, enemmistö- tai vähemmistöosakkeenomistaja kokee haittaa. Tämän yhteensovittaminen yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa edellyttää yhdenvertaisuutta osakkeiden keskinäisessä suhteessa; odotetun tuoton tulee olla yhtä suuri osaketta kohden.¹⁶⁵

Pareto-tehokkuus on vaihdannassa parempi, sillä vapaa ja reilu vaihdanta edellyttää molempien hyötymistä. Täydellisillä markkinoilla vapaa vaihdanta on aina pareto-tehokasta.¹⁶⁶ Toisaalta täydellisillä markkinoilla ei ole mahdollista kasvattaa pareto-tehokkuutta tai Kaldor-Hicks-tehokkuutta, jolloin näiden välillä ei ole merkitystä, koska täydellisillä markkinoilla ei aiheudu kustannuksia.¹⁶⁷ Tämän vuoksi molempia testejä voidaan pitää oikeudenmukaisuuden kannalta ongelmallisina.¹⁶⁸

Mikäli vähemmistöosakkeenomistajilla ei olisi velvoitetta luopua osakkeistaan, tulisi enemmistöosakkeenomistajan päästä sopuun kunkin piensijoittajan kanssa, jolloin he voisivat opportunistisesti pyrkiä maksimoimaan hintavaatimuksensa yli osakeomistuksen laskennallisen osuuden. Jos OYL 18:7:1 mukaista velvoitetta ei olisi, voisi tarjous jäädä toteutumatta, jolloin tehokkuuden vaikutus ei näkyisi kansantaloudessa. Tehokkuus ja

¹⁶² Kaisanlahti 2002, s. 82.

¹⁶³ Eastbrook – Fischel 1991, s. 23.

¹⁶⁴ Kaisanlahti 2002, s. 83.

¹⁶⁵ Kaisanlahti 2002, s. 83.

¹⁶⁶ Vahtera 2011, s. 44.

¹⁶⁷ Ks. Vahtera 2011, s. 43–44.

¹⁶⁸ Timonen 1997, s. 81.

osakkeiden yhdenvertaisuus toteutuu kohtelemalla kaikkia osakkaita samalla tavalla osakeomistuksen suhteessa, jolloin kullekin kuuluu yhtäläinen tuotto.¹⁶⁹

Toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuutta taloudellisessa mielessä on vastustettu ainakin *Eastbrookin* ja *Fischelin* toimesta. Heidän mukaansa osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu on taloudellisesti tehotonta, sillä se rajoittaa yrityksen määräysvaltamarkkinoiden tehokasta toimintaa. Osakkeenomistaja saa omistukselleen korkeamman tuoton, kun se myy määräysvallan tuottavan osake-erän pörssikurssia korkeammalla hinnalla.¹⁷⁰ Julkisissa ostotarjouksissa osakkeesta maksettava preemio on hyvin usein korkeampi kuin mitä osakekurssi on ostotarjouksen hetkellä. Toiseksi he perustelevat, että voiton suuruus ja olemassaolo ovat riippuvaisia osakkeenomistajien epäyhdenvertaisesta kohtelusta, sillä tarjouksentekijä on valmis maksamaan määräysvallan tuottamista osakkeista huomattavasti suuremman hinnan.¹⁷¹ Taloustieteellistä voiton maksimointia edustavan näkökannan mukaan yksinkertainen ja selvä periaate osakkeenomistajan voiton maksimoinnista uhrataan epäselvän ja epämääräisen yhdenvertaisen kohtelun takia.¹⁷²

Mikäli sovellettaisiin Kaldor-Hicks-testiä vähemmistöosakkeen lunastuksessa, tarkoittaisi se sitä, että vähemmistöosakkeenomistaja jäisi vaille suojaa, sillä merkitystä olisi ainoastaan kokonaishyödyn tavoittelussa. Pareto-testi soveltuu paremmin oikeudelliseen näkökantaan, jossa kenenkään asemaa ei saa heikentää. Käytännössä Pareto-tehokkuuden saavuttaminen on kuitenkin mahdotonta ilman kenenkään asemaa heikentämättä. Tämän perusteella vaikuttaa siltä, ettei kumpikaan taloustieteen tehokkuuden laji yksinään sovellu lunastushinnan määrittämiseen, vaan arvioinnissa on punnittava molempia tehokkuuden lajeja.

Toisen luvun perusteella voidaan todeta, että tehokkuus- ja oikeudenmukaisuusargumentteja ei voida asettaa vastakkain¹⁷³, koska epäluotettavat markkinat ovat epäoikeudenmukaisia ja tehotomia. Tällöin rationaaliset markkinaosapuolet eivät halua osallistua epäoikeudenmukaiseen toimintaan.¹⁷⁴

¹⁶⁹ Ks. Kaisanlahti 2002, s. 86.

¹⁷⁰ Eastbrook – Fischel 1982, s. 698.

¹⁷¹ Eastbrook – Fischel 1982, s. 698 ja 711–712.

¹⁷² Macey 1993, s. 99.

¹⁷³ Annola 2005, s. 109.

¹⁷⁴ Knuts 2011, s. 18–19.

3 LUNASTUSHINNAN MÄÄRÄYTYMINEN JULKISEN OSTOTARJOUKSEN SEURAUKSENA

3.1 Lunastusprosessi – julkisen ostotarjouksen viimeinen vaihe

Julkisen ostotarjous on oikeudellisesti pääosin arvopaperimarkkinaoikeudellisesti säännelty prosessi, jossa tarjouksentekijä ja kohdeyhtiö ovat yksityiskohtaisen erityissääntelyn velvoittamia.¹⁷⁵ Julkinen ostotarjous on myös yksi tehokkaimmista menetelmistä hankkia määräysvallan tuottavat osakkeet toisessa yhtiössä.¹⁷⁶ Vähemmistöosakkeen lunastus on puolestaan yleisesti viimeinen vaihe julkisessa ostotarjouksessa kohdeyhtiön ostoprosessissa.¹⁷⁷

Viime vuosikymmenen aikana julkiset ostotarjoukset ovat Suomessa olleet suuria yrityskauppoja, joilla ostaja¹⁷⁸ on tarjoutunut hankkimaan suomalaisen pörssiyhtiön kaikki osakkeet käteistarjouksella tai osakevaihdolla, jonka premio on merkittävästi ylittänyt pörssiyhtiön kaupankäyntihinnan pörssissä.¹⁷⁹ Vähemmistöosakkeenomistajat ovat puolestaan ratkaisevassa asemassa päättäessään joko myydä osakkeet ostotarjouksen yhteydessä tai hylätä tarjouksen.¹⁸⁰

Julkisten ostotarjousten taustalla vaikuttavaan kaupalliseen dynamiikkaan liittyy vahvasti taloudelliset motiivit, jotka ohjaavat yrityskauppatoimijoiden toimintaa. Tarjouksentekijän intressissä on kohdeyhtiön hankkiminen sellaisella kauppahinnalla, joka alittaa arvon, jonka kohdeyhtiö hallitsemalla olisi tuotettavissa tarjouksentekijälle. Ostaja arvioi kykenevänsä luomaan enemmän taloudellista lisäarvoa kohdeyhtiön omistajana kuin nykyiset osakkeenomistajat kykenevät vallitsevassa tilanteessa luomaan.¹⁸¹ Usein tarjouksentekijä uskoo saavuttavansa huomattavia synergiaetuja kohdeyhtiön hankkimisella. Toisaalta tarjouksentekijä voi olla kiinnostunut hankkimaan kohdeyhtiön tiettyä teknologiaa tai havaitsee kohdeyhtiössä hyödyntämätöntä potentiaalia, jonka uskoo saavuttavansa esimerkiksi uudella strategialla, rationalisoimalla kohdeyhtiön toimintaa tai vaihtamalla kohdeyhtiön johdon

¹⁷⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

¹⁷⁶ Sillanpää 1994, s. 81.

¹⁷⁷ Kaisanlahti 2007, s. 13.

¹⁷⁸ Kyseessä on hyvin usein ulkomainen ostaja.

¹⁷⁹ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

¹⁸⁰ Sillanpää 1994, s. 81–82.

¹⁸¹ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 467.

uudeksi. Kohdeyhtiön puolesta transaktioon ryhdytään siksi, että tarjouksentekijä on valmis maksamaan kohdeyhtiöstä hinnan, joka ylittää nykyisten omistajien näkemyksen yhtiön arvosta.¹⁸²

Julkisen ostotarjouksen päämääränä on hankkia määräysvalta ostettavasta kohdeyhtiöstä. Määräysvalta yleisesti syntyy, kun tarjouksentekijä saavuttaa yli 50 prosentin omistusosuuden, sillä useat OYL:n mukaiset päätökset syntyvät enemmistöpäätöksillä. Ostotarjousmarkkinoilla on tyypillistä, että määräysvallasta maksetaan preemio suhteessa ostotarjousta edeltävään kohdeyhtiön markkinahintaan nähden. Preemio maksetaan, koska ostaja saavuttaa määräysvallan kohdeyhtiössä ja saa integroimiseen liittyvät synergiaedut muut mahdolliset strategiset höydyt¹⁸³.

Saavuttaakseen täyden määräysvallan, tulee tarjouksentekijän lunastaa jäljellä olevat osakkeet lunastusmenettelyssä. Squeeze-outin ensisijaisena tarkoituksena on tarjota mekanismi enemmistölle, jolla he voivat saavuttaa täyden määräysvallan kohdeyhtiöstä. Toiseksi vähemmistöosakkeenomistajille on tarjottava riittävä suoja enemmistöosakkeenomistajien epäasianmukaista käytöstä vastaan.¹⁸⁴

Lunastusmenettelyssä arvioidaan abstraktin käyvän hinnan määrittämistä. Sen vuoksi tässä luvussa tarkastellaan ensin käyvän hinnan määräytymistä OYL 18:7.1:n yleissäännöksen nojalla, jonka jälkeen arvioidaan käyvän hinnan määräytymistä pakollisen ja vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen seurauksena.

OYL 18:7:n mukaisen lunastusmenettelyn jälkeen tarjouksentekijä on suomalaisessa markkinakäytännössä saavuttanut kohdeyhtiössä omistusosuuden, jonka nojalla tarjouksentekijä hallitsee kohdeyhtiötä täydellisesti, mikä myös mahdollistaa kohdeyhtiön poistamisen säännellyltä markkinalta.¹⁸⁵

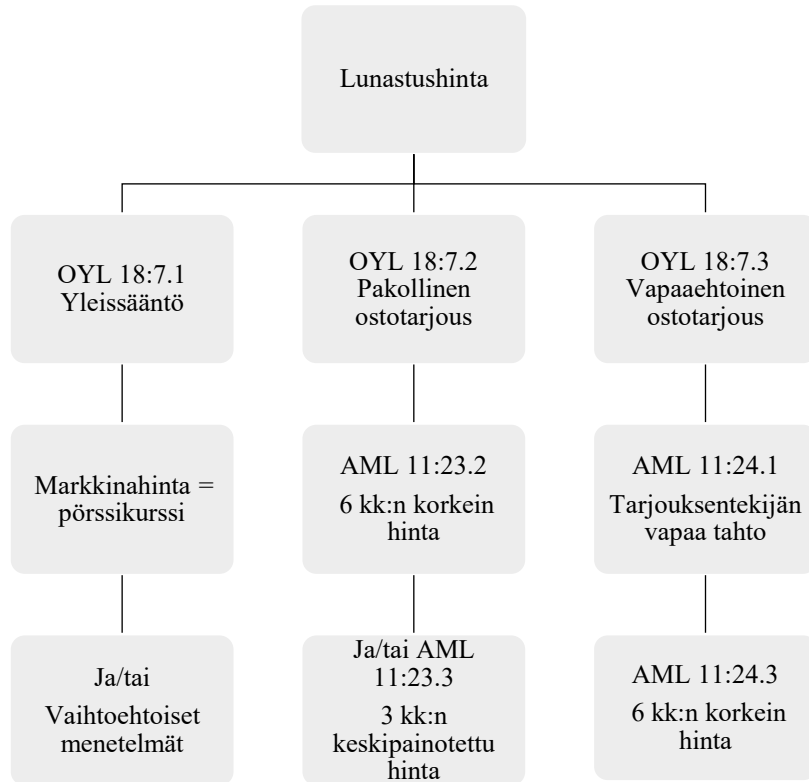
¹⁸² Parkkonen – Knuts 2014, s. 468.

¹⁸³ Villa – Mähönen 2020, s. 809.

¹⁸⁴ Van der Elst – Van de Steen 2009, s. 434.

¹⁸⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

Lunastushinnan määrittämistä voidaan hahmottaa Kuvion 1 mukaisesti. Lunastushinta ei kuitenkaan määräydy kaavamaisesti, vaan määrittämisessä on otettava useat tekijät huomioon, kuten jäljempänä esitetään ja kuten käytäntö osoittaa.



Kuvio 1. Lunastushinnan määrittäminen kaavamaisesti.

3.2 Käypä hinta OYL 18:7.1:n yleissäännön nojalla

3.2.1 Markkinahinta hinnanmäärityksen perustana

Lunastushinnan määrittämisessä yhdistyy osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain säännökset. Osakeyhtiölaki luo käyvän hinnan määrittämiselle yleissääntönä pohjan, jonka mukaan markkinahinta on etenkin pörssiyhtiöiden kohdalla osoitus käyvästä hinnasta. Mikäli lunastusvaatimusta on edeltänyt julkinen ostotarjous, määräytyy lunastushinta OYL 18:7.2:n ja 3:n momentin mukaisesti. Huomionarvoista on, että olettasäännökset perustuvat AML 11 luvun julkisessa ostotarjouksessa tarjottavaan vastikkeeseen, jolloin OYL:n ja AML:n säännökset yhdistyvät. Tämän vuoksi on tarpeen aluksi selvittää käyvän hinnan määrittämisen lähtökohdat. Markkinahinta toimii siten eräänlaisena vertailupohjana olettasäännöksille.

Lunastushinnan määrittäminen jätettiin VOYL:n esitöiden perusteella tarkoituksella avoimeksi. Tämä tarkoitti, että välimiesoikeudelle annettiin runsaasti harkintavaltaa määrittää osakkeen käypä hinta. Tarkoituksena oli, että välimieskäytännön myötä käyvän hinnan määrittämiselle syntyisi oikeudelliset raamit.¹⁸⁶ Kuitenkaan tällaista yhtenäistä käytäntöä ei ole muodostunut, vaan käypää hintaa joudutaan edelleen usein arvioimaan ja lunastushinta on määritettävä tapauskohtaisesti. Tämän vuoksi on perusteltua tarkastella käyvän hinnan määrittämistä uudelleen uusien seikkojen valossa.

Käyvän hinnan määrittämisessä ensisijaiseksi tavaksi välimieskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa on muodostunut osakkeen markkinahinta.¹⁸⁷ Näin on katsottu etenkin pörssiyritysten osalta, mutta myös muiden yritysten osalta, jos markkinahinnan voidaan katsoa luotettavasti muodostuneen.¹⁸⁸ Markkinahinnan on katsottu turvaavan yhtäältä lunastajan asemaa varmistamalla riittävän ennakoitavuuden ja toisaalta suojaavan vähemmistöosakkeenomistajien perusteltuja odotuksia.¹⁸⁹ Sen on katsottu olevan sellainen arvon mittari, joka perustuu kaikkien markkinaosapuolten käsitykseen käyvästä hinnasta eikä ainoastaan yksittäisen osakkeenomistajan käsitykseen. Lisäksi välimieskäytännössä on pidetty markkinahintaa neutraalina sekä ostajan että myyjän yhdenmukaista näkemystä tukevana arvon mittarina, joka osaltaan heijastaa osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua.¹⁹⁰

Pörssiyritysten markkinahintaa kuvastaa yleensä lunastusvaatimuksen esittämishetken pörssikurssi.¹⁹¹ Toisaalta esittämishetken pörssikurssin voidaan katsoa olevan kritiikille altis etenkin, jos osakkeen hinnanmuodostus ei ole ollut riittävän tehokasta ja likvidiä. Tämän vuoksi pörssiyritysten kohdalla osakkeen arvonmäärittämisessä huomio keskittyy yleensä siihen, voidaanko markkinahintaa pitää luotettavana osoituksena osakkeen todellisesta arvosta vai onko olemassa erityisiä perusteita sen tarkistamisella.¹⁹²

Osakkeiden markkinoiden alhainen likviditeetti voi alentaa osakkeen vähemmistöosuksiin perustuvien kauppajien markkinahintaa suhteessa osakkeiden todelliseen taloudelliseen

¹⁸⁶ HE 27/1977 vp, s. 116.

¹⁸⁷ Mähönen – Villa 2020, s. 871.

¹⁸⁸ HE 109/2005 vp, s. 173. Ks. myös KKO 1993:31, jossa katsottiin, että markkinahinta mukaan on osoitus käyvästä hinnasta.

¹⁸⁹ Vahtera 2011, s. 352.

¹⁹⁰ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 871. Ks. myös Sonera Oyj:n välitystuomio 26.6.2003.

¹⁹¹ Mähönen – Villa 2020, s. 871. Kuten jäljempänä huomataan ostotarjousvastikkeen määrittämisessä huomioidaan tarjousta edeltävä pörssikurssi, joka vaikuttaa lunastushinnan määrittämiseen.

¹⁹² Pönkä 2015, s. 660–661.

arvoon.¹⁹³ Välimieskäytännössä on katsottu, että 20 prosentin vuosivaihtoa voidaan pitää riittävän tehokkaana markkinahinnan muodostuksen kannalta¹⁹⁴, mutta toisaalta tämä väittäminen on jyrkästi torjuttu perustelemalla, ettei prosenttiluvulle ole oikeudellisia tai taloudellisia perusteita. Osakkeen vähäistä likviditeettiä on pidetty sellaisena liiketoiminnallisena riskinä, johon osakkeenomistajan tulee osata varautua ja kantaa vastuu likviditeettiriskistä, ellei osakkeen heikkoon likviditeettiin ole väärinkäytösten vuoksi vaikutettu.¹⁹⁵

Toisaalta on katsottu, että OYL 18 luvun mukainen lunastus itsessään luo likvidit markkinat osakkeelle, jolloin kyseisen osakkeen markkinahintaa alentavien seikkojen huomioiminen lunastushinnassa ei olisi perusteltua. Tämä olisi johdonmukaista myös määräysvallan vaikutuksen huomioimatta jättämisen kanssa sekä sen lähtökohdan kanssa, että lunastushinta vastaa kohtuullista ja täysimääräistä korvausta osakkeen todellisesta taloudellisesta arvosta.¹⁹⁶ Eräänlaisena *nyrkkisääntönä* lunastushinnan määrittämisessä onkin pidetty sitä seikkaa, ettei osakkeen arvoon voi vaikuttaa alentavasti se seikka, että kyseessä ovat vähemmistöosakkeet, ja että niillä ei ole ollut kauppaa-arvoa tai se on ollut pieni.¹⁹⁷

Kaisanlahden mukaan markkinahinta muodostuu aktiivisten sijoittajien kysynnän ja tarjonnan mukaan, jossa kaupankäynnin kohteena olevat yksittäisen yhtiön osakkeet ovat kauppatavarana aina homogeenisia eikä tällöin osakkeiden arvoon vaikuta se, onko kyse enemmistö- vai vähemmistöosakkeesta. Ne sijoittajat, jotka katsovat osakkeen olevan aliarvostettu ostavat osaketta, jonka myötä osakkeen nouseva kysyntä nostaa kurssitasoa. Vastaavasti sijoittajat, jotka katsovat osakkeen olevan ylihintainen, toimivat vastaisella tavalla. Tällöin kaupankäynnin pörssissä päätyttyä, markkinahinnan tulisi kertoa, että sen mukaisella hinnalla ei ole ainuttakaan aktiivista sijoittajaa, joka pitäisi osaketta yli- tai aliarvostettuna.¹⁹⁸ Markkinahinta muodostuu kaupankäyntiin osallistuvien äänestyksellä, jossa ostaja pitää kurssitasoa alihintaisena ja myyjä ylihintaisena. Tämän ”äänestyksen” seurauksena markkinahinta muodostuu kuvastamaan käypää arvoa.¹⁹⁹ Pörssikurssi kuvaa myös Pareto- tehokasta muutosta, jossa myyjä vapaaehtoisesti siirtää osakkeen ostajalle hyväksymällään

¹⁹³ Seppänen 2020, s. 209.

¹⁹⁴ Ks. esim. Kylpylääkasino Oyj, 17.10.2007.

¹⁹⁵ Vahtera 2011, s. 356–357.

¹⁹⁶ Seppänen 2020, s. 209.

¹⁹⁷ Mähönen – Villa 2020, s. 874.

¹⁹⁸ Ks. Kaisanlahti 2007, s. 33–34. Vrt. Timonen 2001, s. 357., jonka mukaan markkinahintaa on pidettävä lähtökohdaksi, josta on mahdollisuus poiketa. Ks. myös Sillanpää 1994, s. 292, joka katsoo, että pörssikurssia on pidettävä ainoastaan suuntaa antava, mikä voi monesta tekijästä katsottuna olla epänormaalina korkea tai alhainen.

¹⁹⁹ Ks. samansuuntaisesti Kaisanlahti 2007, s. 34.

kauppahinnalla.²⁰⁰ Tähän näkemykseen on yhtäältä helppo yhtyä. Näkemys perustuu taloustieteen perusolettamukseen, jossa kysyntä ja tarjonta muodostavat vapaasti markkinahinnan, mikä johtaa tasapainoon ja täydelliseen kilpailuun. Tällöin markkinat ovat täydellisen tehokkaat.

Toisaalta on huomattava, että vaikka osakkeen markkinat olisi informationaalisesti tehokkaat ja rationaaliset, ja osakkeen markkinahinta vastaisi lähtökohtaisesti sen todellista taloudellista arvoa rahoitusteorian mukaisesti, voi tästä huolimatta osakkeen markkinahinta erota todellista taloudellista pro rata -perusteisesta arvosta.²⁰¹ Esimerkiksi päivän pörssikurssia voidaan pitää kyseenalaisena, sillä perusteella että se perustuu usein satunnaisiin arvoihin eikä se välttämättä heijasta hinnanmäärityksellä haettavaa osakekohtaista arvoa.²⁰²

Lisäksi vaikka markkinat olisivat tehokkaat, on katsottu, että vähemmistöosakkeen lunastaminen alentaa markkinahintaa, jolloin lunastushinta voi olla alempi kuin sen todellinen arvo. Enemmistöosakkeenomistajan parempi tietämys johtaa siihen, että sijoittajat alentavat odotuksiaan osakkeen tuotosta, jos tarjouksentekijä ei toteuta lunastusta tietyllä kurssitasolla. Tämä johtaa pörssikurssin laskuun.²⁰³ Rajoittuneesta rationaalisuudesta johtuen markkinahinta ei välttämättä osoita käypää hintaa, jolloin enemmistöosakkeenomistaja kykenee ajoittamaan lunastuksen hetkeen, jolloin markkinahinta on alentunut.²⁰⁴ Tällöin määräysvaltaa käyttävä enemmistöosakkeenomistaja hyötyisi opportunistisesta käyttäytymisestä, minkä vuoksi markkinahintaa ei voida pitää käypänä arvona.²⁰⁵ Toisaalta todennäköisyys sille, että markkinahinta alittaa osakkeen ”todellisen” arvon, on yhtä suuri kuin sille, että markkinahinta on korkeampi kuin todellinen arvo. Tätä eroa ei voi hyödyntää kaupankäynnissä ainakaan pidempiaikaisesti.²⁰⁶

Edellä esitetty osoittaa, että osakkeelle on vaikea osoittaa yhtä oikeaa hintaa markkinahintaperusteisesti, joten realistinen tavoite on etsiä arvoa, joka ei tuota kummallekaan epäoikeutettua etua.²⁰⁷ Tämän vuoksi on tarkasteltava myös muita hinnanmääritysmenetelmiä, jotta osakkeen luotettava käypä hinta voidaan muodostaa.

²⁰⁰ Kaisanlahti 2002, s. 87.

²⁰¹ Seppänen 2020, s. 213.

²⁰² Mähönen – Villa 2020, s. 872. Ks. myös Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006, s. 20.

²⁰³ Ks. Bebchuck – Kahan 2000, s. 251–256.

²⁰⁴ Ks. Ventoruzzo 2010, s. 886.

²⁰⁵ Hamermesh – Wachter 2007, s. 1035.

²⁰⁶ Ks. Fama 1998, s. 304.

²⁰⁷ Pönkä 2015, s. 664.

3.2.2 Vaihtoehtoiset hinnanmääritysmenetelmät

Yrityksen arvoon kohdistuvat laskelmat saavat lunastushinnan määrittämisessä ratkaisevan roolin yleensä vain silloin, kun osakkeelle ei ole lainkaan osoitettavissa markkinahintaa tai kun markkinahintaa ilmentävä vaihto antaa ilmeisen epäluotettavan kuvan osakkeen käypästä arvosta.²⁰⁸ Tällöin tukeudutaan vaihtoehtoisii arvonmääritysmenetelmiin.

Vaihtoehtoisii hinnanmääritysmenetelmiin voitaisiin tukeutua jo markkinahinnan perusteella määritettävässä lunastushinnassa. Esimerkiksi osakkeen fundamentaalista arvonmäärittästä ja tuottoarvoa voitaisiin hyödyntää lunastusprosessin alussa. Tällöin markkinahinta toimisi lähtökohtana, ja muut arvonmääritysmenetelmät olisivat argumentaatiossa apuvälineenä. Näistä voisi muodostaa keskiarvon, jonka perusteella osakkeen käypää hintaa voitaisiin arvioida. Tällöin tulisi myös huomioida jo VOYL:n mukainen arviointi kaikista lunastushinnan määrittämiseen vaikuttavista seikoista, jotka saattavat vaikuttaa käypään hintaan. Tätä kokonaisarviointia saattaisi heikentää mahdolliset transaktiokustannukset, mutta se vahvistaisi sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan.

3.2.2.1 Substanssi- ja tuottoarvo

Vaihtoehtoisista hinnanmääritysmenetelmistä välimiesmenettelyssä käytetyimmät ovat substanssi- ja tuottoarvo.²⁰⁹ *Substanssiarvostuksessa* yrityksen omaisuudelle määritetään erillisarvot, jotka lasketaan yhteen ja omaisuudesta vähennetään yhtiön velat.²¹⁰ Substanssiarvolla on ollut aikaisemmassa välimieskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa vallitseva asema.²¹¹

Substanssiarvon käyttöä on oikeuskirjallisuudessa kritisoitu. Substanssiarvostuksen ongelmana on pidetty tiedon saantia varojen ja velkojen arvosta, sillä tilinpäätös ei anna luotettavaa kuvaa yksittäisen vara- ja velkaerien arvoista. Tämä kanta on myös omaksuttu tuoreemmassa välimieskäytännössä, jossa on katsottu, ettei taseesta suoraan laskettu osakekohtainen substanssiarvo anna luotettavaa arvoa, johon arvonmäärittäminen voitaisiin perustaa. Lisäksi

²⁰⁸ Pönkä 2015, s. 674.

²⁰⁹ Mähönen – Villa 2020, s. 875.

²¹⁰ Savolainen 2014, s. 47. Substanssiarvolla tarkoitetaan yksinkertaisesti yhtiön varojen ja velkojen erotusta.

²¹¹ Timonen 2001, s. 357.

substanssiarvon selvittäminen edellyttää vara- ja velkaerien markkina-arvon selvittämistä, jolloin käypä arvo voi olla alle tasesubstanssin.²¹²

Substanssiarvoa pidetään likvidaatioarvona, joka saadaan kun yhtiö puretaan ja sen netto-omaisuus jaetaan osakkeenomistajalle.²¹³ Siten se ei sovellu kuvaamaan toimivan yhtiön käypää arvoa.²¹⁴ Substanssiarvo onkin nähty noteerattomien yhtiöiden osalta kuvaamaan vähimmäishintaa, jota ei ilman erityistä syytä saa alittaa.²¹⁵ Tämän vuoksi substanssiarvon voidaan katsoa soveltuvan erityisen huonosti pörssi-yhtiöiden arvonmääritykseen, sillä lunastustarjouksen kohteena olevat yhtiöt koetaan potentiaalisiksi arvonluojiksi, minkä vuoksi niihin yleensä ostotarjous kohdistuu.

Tuottoarvolla tarkoitetaan yrityksen tulevien nettokassatulojen nykyarvoa. Sen määrä riippuu osapuolien näkemyksestä. Osapuolilla on eri näkemykset siitä, millaiset mahdollisuudet ja osaaminen tulojen aikaansaamiseksi ovat.²¹⁶ Osakkeen käypään hintaan vaikuttaa yhtiön tulevia voittoja koskeva odotusarvo, minkä takia lunastushinta on pääsääntöisesti määritettävä going concern -periaatteen mukaan.²¹⁷ Tämä tarkoittaa tuottoarvostuksen priorisointia suhteessa substanssiarvostukseen.²¹⁸ Näin ollen vähemmistöosakkeiden lunastushinnassa tuottoarvon on yleensä nähty antavan paremman arvon toimivan yhtiön osakkeen käyvästä arvosta kuin substanssiarvon.²¹⁹

Myös liiketaloustieteessä tuottoarvoa pidetään parhaana tapana määrittää toimivan yrityksen arvo, mikäli markkinahintaan ei pystytä tukeutumaan.²²⁰ Tuottoarvoon toisaalta liittyy epävarmuutta, joka on näkynyt ristiriitaisissa laskelmissa.²²¹ Yleensä tuottoarvoon tukeutuessa esitetään vaihteluväli lunastushinnalla. Vaihteluväliä ei kuitenkaan pidetä oikeudellisessa arvonmäärityksessä riittävänä arvona, vaikka liiketaloudellisissa arvonmäärityksissä

²¹² Mähönen – Villa 2020, s. 875–876.

²¹³ Blomqvist ym. 2001, s. 124 ja Bäck ym. 2009, s. 129 ja Pönkä 2015, s. 675.

²¹⁴ Ks. Savolainen 2016, s. 19.

²¹⁵ Timonen 2001, s. 357 ja 370, af Shultén 2004, s. 524 ja Kyläkallio ym. 2020, s. 233. Ks. myös Blomqvist ym. 2001, s. 124, jonka mukaan substanssiarvo osoittaa vähimmäishinnan, jolla myyjän kannattaa luopua omistuksestaan.

²¹⁶ Mähönen – Villa 2020, s. 875.

²¹⁷ Going concern -periaatteella tarkoitetaan yhtiötä, jonka toiminnan odotetaan jatkuvan.

²¹⁸ Pönkä 2015, s. 674.

²¹⁹ Mähönen – Villa 2020, s. 875–876 ja Kyläkallio ym. 2020, s. 232–233. Ruotsin osalta Ks. Bergström – Samuelsson 2009, s. 174 ja Nerep – Samuelsson 2009, s. 467.

²²⁰ Bäck ym 2009, s. 126.

²²¹ Savolainen 2014, s. 16

esimerkiksi yrityskaupan yhteydessä, tällainen tarkkuus riittää ja lopullinen kauppahinta määräytyy neuvottelujen tuloksena.²²²

Tietyissä arvonmäärittämissä tilanteissa tuottoarvo ei sovellu käytettäväksi. Tällaisesta tilanteesta on kyse, kun kohdeyhtiön liiketoiminta on tappiollista.²²³ Toisaalta tappiollista liiketoimintaa tekevään yhtiöön saattaa kohdistua merkittäviä tulevaisuudenodotuksia. Tällöin tuottoarvoa voidaan soveltaa, jos tulevaisuuden tuotot kyetään kohtuullisella varmuudella arvioida.²²⁴

3.2.2.2 Liiketaloudelliset arvonmäärittämenetelmät

Koska lunastushinnan määrittäminen perustuu liiketaloudellisiin määrittämenetelmiin, on hyödyllistä tarkastella yleisten taloustieteellisten arvonmäärittämenetelmien valossa OYL 18 luvun perusteella määräytyvää lunastushintaa. Arvonmäärittämissä arvon perustan määrittämisestä voidaan erottaa *markkina-arvo*, *kohtuullinen arvo*, *investointiarvo*, *synergia-arvo*, *realisointiarvo* ja *fundamentaalin arvo*. Tässä yhteydessä on tarpeellista käsitellä lyhyesti vain markkina-arvoa, kohtuullista arvoa ja fundamentaalista arvoa.²²⁵

Markkina-arvolla tarkoitetaan arvioitua rahamäärää, jolla omaisuuserän tai vastuun tulisi arvopäivänä vaihtaa omistajaa transaktioon halukkaiden ja toisistaan riippumattomien ostajan ja myyjän välillä. Lisäksi osapuolten on toimittava asiantuntevasti, harkitusti ja ilman pakkoa. Markkina-arvon määrittäminen heijastaa kohteen todennäköistä hintaa markkinaehtoisessa vaihdossa arvopäivänä. Kohteen arvossa ei huomioida osapuolikohtaisten tekijöiden vaikutusta, vaan kohteen arvoa arvioidaan hypoteettisen tai todellisen markkinaosapuolen näkökulmasta.²²⁶ Markkinaperusteisissa menetelmissä hyödynnetään vertailuyrityksistä laskettua arvostuskertoimia, jotka saadaan suhteuttamalla tilinpäätöseriä yritysarvoon tai osakekannan markkina-arvoon. Esimerkiksi osakekannan markkina-arvo suhteutettuna tulokseen on P/E-kerroin (price/earnings) ja kohdeyrityksen arvo saadaan kertomalla

²²² Ks. Hager 2007, s. 279 ja Savolainen 2014, s. 19–20.

²²³ Blomquist ym. 2001 s. 124 ja Bäck ym. 2009 s. 129.

²²⁴ Savolainen 2016, s. 16. Etenkin osa kasvuyhtiöistä pörssissä tekee tappiollista liiketoimintaa, mutta yhtiöihin saattaa kohdistua suuria tulevaisuudenodotuksia, ja sen vuoksi ne voivat olla myös julkisen ostotarjouksen kohteena olevia yhtiöitä.

²²⁵ Investointiarvolla tarkoitetaan omaisuuserän arvoa mahdollisen omistajalle yksittäisenä sijoituksena tai operatiivisena hyötynä ja realisointiarvolla summaa, joka realisoituisi, kun omaisuuserä myydään vähitellen. Ks. Seppänen 2020, s. 203. Investointiarvon ja realisointiarvon voidaan siksi katsoa huonosti soveltuvan lunastushinnan määrittämiseen.

²²⁶ Seppänen 2020, s. 203–204.

kohdeyrityksen tulos P/E-kertoimella.²²⁷ Markkinahinnan määrittämisessä voidaan siten käyttää aikaisempiin kauppoihin perustuvaa menetelmää (pörssikurssi) tai eri vertailumenetelmiä kuten P/E-kerrointa.

Arvonmäärittämisestä *kohtuullinen arvo* kuvastaa parhaiten OYL 18 luvun mukaista käyvän hinnan määrittämistä. Kohtuullinen arvo on arvioitu hinta, joka määräytyy omaisuususerän tai vastuun siirtämisellä, asiantuntevien ja transaktioon haluavien osapuolten välillä. Kohtuullinen arvo heijastaa kummankin osapuolen intressejä. Olennaista on, että arvo on kummankin osapuolen näkökulmasta kohtuullinen. Näin kumpikaan osapuolista ei ole transaktion jälkeen heikommassa tai paremmassa asemassa. Tästä huolimatta, jos jompikumpi osapuoli haluaa maksaa korkeampaa hintaa, edustaa kyseinen hinta kohtuullista arvoa.²²⁸ Kohtuullisen arvon voidaan katsoa soveltuvan hyvin OYL 18 luvun mukaiseen arvonmäärittämiseen, mutta toisaalta, edustaako tällöin osakkeen kohtuullinen arvo osakkeen todellista ”oikeaa” käypää arvoa.

Fundamentaalin arvo on erityisesti sijoitusanalyysissä käytetty arvonmäärittämistapa, kun tavoitteena on arvioida yhtiön osakkeen mahdollista ali- tai yliarvostusta markkinoilla. Todellinen arvo heijastaa kohteen kaikkia olennaisia ja merkittäviä arvoon vaikuttavia fundamentaalisia seikkoja. Taustalla vaikuttaa myös teoria markkinoiden tehokkuudesta ja rationaalisista markkinatoimijoista.²²⁹ Tällöin osakkeen hinta markkinoilla hakeutuu kohti sen todellista taloudellista arvoa, kun markkinaosapuolien näkemys todellisesta arvosta on sama.²³⁰ Rahoitusteorian mukaan yhtiön ja sen osakkeen todellinen tai teoreettinen arvo perustuu tulevaisuudessa saavutettaviin, odotettuihin kassavirtoihin, joihin vaikuttaa yhtiön kannattavuus ja kasvu, sekä yhtiön riskitaso, jota puolestaan mitataan sijoittajien tuottovaatimuksella (diskonttaus korko).²³¹

Taloustieteellisen arvonmäärittämisen kohtuullisen arvon ja OYL 18:1.1:n käyvän hinnan lähtökohdan tulee edustaa osakkeiden todellista taloudellista arvoa, josta vähemmistöosakkeenomistajat joutuvat luopumaan.²³² Osakkeiden todelliseen taloudelliseen arvoon voidaan myös tulkita viittaavan ajatukseen, että vähemmistöomistajan lunastuksen

²²⁷ Bäck ym. 2009, s. 127 ja Hitchner 2011, s. 259.

²²⁸ Seppänen 2020, s. 204–205.

²²⁹ Seppänen 2020, s. 204.

²³⁰ Ks. Pratt 2008, s. 44.

²³¹ Seppänen 2020, s. 204.

²³² Seppänen 2020, s. 208.

vuoksi menettämä arvo on korvattava täysimääräisesti. Kuten VOYL:n esitöiden perusteluissa todetaan, lunastushinnan tulisi olla niin korkea, että vähemmistöosakkeenomistajat voisivat sijoittaa tappiota pääomansa muualle.²³³

Taloustieteellisen arvonmäärityksen perusteella kohtuullisen arvon ei voida katsoa olevan riittävän korkea korvaus siitä, että vähemmistöosakkeenomistajat joutuvat luopumaan omistuksestaan. Sen vuoksi lunastushinnan määrittämisessä tulisi myös huomioida esimerkiksi eri vertailukaupat P/E-kertoimella ja hyödyntää fundamentaalista arvonmääritystä siinä määrin kuin siihen voi luottaa. Toisaalta vahva vähemmistönsuoja ja yhdenvertaisuusperiaate puoltaa kohtuullista arvoa.

On kuitenkin huomioitava, että talusteoreettisten mallien käytännön hyödyllisyys on ongelmallista, sillä ne eivät sisällä osakkeenomistajan riskipreferenssejä, jotka puolestaan näkyvät markkinahinnassa.²³⁴ Lunastushinnan määrittämisessä on huomioitava myös ajankohta, jonka perusteella lunastushinta on määritettävä.

3.2.3 Lunastushinnan määrittämisen ajankohta ja korko

Lunastushinta määräytyy välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan mukaan.²³⁵ Lunastusvaatimuksen esittämisellä lunastajalle siirtyy yhtiön osakkeiden mahdollinen arvonalenemisen riski kuin myös mahdollisuus hyötyä arvonnoususta.²³⁶ Välimiesmenettelyn vireilletulon jälkeen lunastaja voi kehittää yhtiötä ilman pelkoa siitä, että yhtiön arvon muutos vaikuttaisi lunastushintaan.²³⁷ Tätä on perusteltu sillä, ettei enemmistöosakkeenomistaja pystyisi vaikuttamaan vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden arvoon.²³⁸

Määräytymisen ajankohta on nimenomaisesti sidottu menettelyn aloittamisajankohtaan eikä lunastusedellytysten täyttymiseen. Lisäksi on huomioitava, että OYL:ssa ei ole säädetty siitä, milloin lunastusmenettely tulisi aloittaa. Siten aloittamisajankohdalla voi olla merkittävä vaikutus lunastushinnan määräytymisen kannalta.²³⁹ Tukea voidaan hakea ostotarjousdirektiivin 15 artiklan 4 kohdasta, jonka mukaan lunastusvaatimus on esitettävä

²³³ HE 27/977 vp, s. 108.

²³⁴ Vahtera 2011, s. 350.

²³⁵ Tätä pidetään ehdottomana lähtökohtana. Ks. KKO 2009:19.

²³⁶ Timonen 2001, s. 364. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinho 2018b, s. 622.

²³⁷ Kyläkallio ym. 2020, s. 230.

²³⁸ Ks. KKO 2009:19.

²³⁹ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 622.

kolmen kuukauden kuluessa ostotarjousmenettelyn päättymisestä. Tätä tulkintaa on myös pidetty välimieskäytännössä ohjenuorana.²⁴⁰

Ajankohdalla voidaan katsoa tarkoittavan välimiesmenettelyä edeltävää ajankohtaa, jonka pituus on ratkaistava tapauskohtaisesti.²⁴¹ Lähtökohtaisesti huomiota on kiinnitetty vain lähimenneisyyteen.²⁴² Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että lunastushintaa määritettäessä olisi kiinnitettävä pistemäisesti huomiota yksittäiseen hetkeen, kuten yhden päivän kurssinoteerauksiin, vaan arvioitaessa käypää hintaa, on otettava huomioon tarvittaessa vaatimusta edeltävä kurssikehitys ja siihen vaikuttavat olosuhteet.²⁴³

Kun lunastushinta määritetään lunastusmenettelyä edeltävän ajankohdan mukaan, osapuolet voivat myös tehokkaammin ennakoida mahdollisen riskin ja lunastaja voi arvioida tulevia kustannuksia. Vähemmistöosakkeenomistaja voi arvioida, haluaako hyväksyä tarjotun hinnan vai pyrkiä saamaan lunastusmenettelyssä korkeamman hinnan.²⁴⁴ Lunastushinnan määräytymisen ajankohtaa on pidetty ehdottomana sen vuoksi, ettei välimiesmenettelyn vireilletulon jälkeisiä seikkoja ole mahdollista ottaa huomioon lunastushinnan määrittämisessä.²⁴⁵

Lisäksi lunastushinnalle on maksettava OYL 18:7.1:n mukaan korkoa siitä lukien, kun kolme viikkoa on kulunut välimiesten määräämistä koskevan hakemuksen tekemisestä Keskuskauppakamarin lunastuslautakunnalle. Korkokanta määräytyy korkolain 12 §:n viitekoron mukaisesti.

²⁴⁰ Ks. välitystuomiot Kotipizza Group Oyj 15.10.2019, Ramirent Oyj 22.1.2020, Hoivatilat Oyj 1.7.2020 ja DNA Oyj 30.3.2021.

²⁴¹ Pönkä 2015, s. 646. Ruotsin osakeyhtiölaki puolestaan antaa välimiehille varsin vapaat kädet päättää ajankohdasta, johon osakkeen arvonmääritys perustetaan (SABL 22:2.3) Ks. Prop 2004/05:85, s. 454–455.

²⁴² Kyläkallio ym. 2020, s. 230. Etenkin julkisten osakeyhtiöiden osalta enintään 2–3 kuukauden mittaiseen ajanjaksoon. Huomionarvoista on se, että julkisen ostotarjouksen kohdalla lunastushinnan määrittäminen perustuu kuuteen edeltävään kuukauteen.

²⁴³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 622.

²⁴⁴ Mähönen – Villa 2020, s. 869.

²⁴⁵ Pönkä 2015, s. 648.

3.3 Lunastushinta pakollisessa ostotarjouksessa

3.3.1 Kuuden kuukauden perusteella maksettu korkein hinta

Lunastushinnan määrittäminen pakollisessa ostotarjouksessa perustuu ostotarjousdirektiivin 5 artiklaan, jonka mukaan käypänä hintana on pidettävä korkeinta hintaa, jonka tarjouksen tekijä tai yhdessä hänen kanssaan toimineet henkilöt ovat maksaneet tarjouksen kohteena olevasta yhtiöstä aikana, jonka jäsenvaltiot määrittelevät, ja joka on vähintään kuusi ja enintään 12 kuukautta. Ajankohdaksi Suomessa ja Ruotsissa on omaksuttu kuuden kuukauden aikaväli, kun Iso-Britanniassa käytetään 12 kuukauden perusteella määritettävää tarjousvastiketta.²⁴⁶

Ostotarjousdirektiivin edellyttämät vaatimukset on täytetty OYL 18:7.2:n säännöksellä. Säännöksen mukaan, kun lunastamista on edeltänyt AML 11:9:n mukainen pakollinen ostotarjous, käypänä hintana pidetään pakollisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei ole muuta erityistä syytä. Tästä seuraa, että AML 11:23.2:n mukaan käypää hintaa määritettäessä lähtökohtana on pidettävä korkeinta tarjousvelvollisen tai tähän AML 11:5:ssä tarkoitettussa suhteessa olevan tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa hintaa. Tästä olettamasta voidaan poiketa vain erityisestä syystä.

Pakollisessa ostotarjouksessa tarjotaan vastikkeena aina rahaa.²⁴⁷ Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjousvastike voidaan AML 11:24.1:n mukaan maksaa rahan sijasta arvopapereina tai raha- ja arvopaperivastikkeen yhdistelmänä. Pakolliseen ostotarjoukseen liittyvän käteismaksuvaatimuksen takia määräysvaltaa kohdeyhtiössä pyritään yleensä ensisijassa hankkimaan juuri vapaaehtoisella ostotarjouksella.²⁴⁸

Alun perin käypänä lunastushintana pakollisessa ostotarjouksessa pidettiin VAML 6:2.1:n mukaan lunastusvelvollisuuden syntymistä edeltävän kahden kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä osakkeista maksettujen hintojen keskiarvoa.²⁴⁹ Tätä kuitenkin pidettiin

²⁴⁶ Study on Minority Shareholders Protection 2018, s. 52. Ks. myös Ruotsin ostotarjouskoodi: Takeover Rules For Nasdaq Stockholm and Nordic Growth Market.

²⁴⁷ Fiva MOK 9/2013, s. 34. Rahavastikkeen vaihtoehtona voidaan tarjota arvopaperivastiketta tai arvopaperi- ja rahavastikkeen yhdistelmää. Belgiassa myös vaaditaan aina pakollisen ostotarjouksen yhteydessä rahavastiketta. Ks. Hopt 2014, s. 184. Tutkielman rajauksen vuoksi käsitellään ainoastaan käteisvastikkeena toteutettuja julkisia ostotarjouksia.

²⁴⁸ HE 6/2006 vp, s. 46.

²⁴⁹ Ks. HE 157/1988 vp, s. 53–54.

ongelmallisena, minkä vuoksi vuoden 1993 (740/1993) arvopaperimarkkinalakimuutoksessa lunastusvastikkeen arvonmääritykseen otettiin uusi säännös. Uuden säännöksen mukaan käypää hintaa määritettäessä oli otettava huomioon lunastusvelvollisuuden syntymistä edeltävän 12 kuukauden aikana arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärällä painotettu keskiarvo ja lunastusvelvollisen tai muun VAML 6:6.1:n 2–3 kohdassa tarkoitettun mahdollisesti maksama keskiarvoa korkeampi hinta ja erityiset olosuhteet.²⁵⁰ Tämän jälkeen lunastussääntely on muutettu vastaamaan ostotarjousdirektiivin säännöksiä.²⁵¹

Ostotarjousdirektiivin implementoinnissa katsottiin pitkän ajanjakson korostavan vähemmistöosakkeenomistajien suojaamiseen liittyviä näkökohtia, sillä tarjouksentekijän olisi vaikeampi kiertää tarjoushinnan määräytymistä koskevia säännöksiä. Toisaalta pitkän ajanjakson katsottiin lisäävän tarvetta poiketa käyvän hinnan määräytymisestä, sillä kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla olevat muutokset olisivat todennäköisempiä. Tämän vuoksi päädyttiin kansallisesti kuuden kuukauden malliin.²⁵²

Kuuden kuukauden mallia on perusteltu jo vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa välimieskäytännössä. Perusteluna oli, ettei osakkeenomistajia katsottu voitavan asettaa eriarvoiseen asemaan sen perusteella, missä vaiheessa he osakkeistaan luopuvat. Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti ostotarjouksen hinta tulisi hyväksyä käyväksi hinnaksi, jos suurin osa osakkeenomistajista on hyväksynyt sen. Muussa tapauksessa toiset osakkeenomistajat olisivat paremmassa asemassa.²⁵³ Myös High Level Groupin mukaan yhdenvertaisuusperiaate puoltaa näkemystä, että tarjouksentekijän maksama hinta osakkeista tiettyinä ajankohtana on osoitus käyvästä tarjousvastikkeesta.²⁵⁴

Yhdenvertaisuusperiaatteen ohella pakollisessa ostotarjouksessa on kiinnitettävä huomiota tasapuolisen kohtelun vaatimukseen. Koska pakollisessa ostotarjouksessa tarjousvastike määritetään osakelajikohtaisesti, tulee tasapuolisen kohtelun vaatimuksen mukaan vastikkeiden olla keskenään järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa. Kun pörssiyhtiön eri osakesarjat ovat julkisen kaupankäynnin kohteena pörssissä, osakesarjojen pörssikurssien mukaan arvioidaan järkevän ja oikeudenmukaisen kohtelun suhdetta. Toisaalta voi olla kyse tilanteesta,

²⁵⁰ HE 318/1992 vp, s. 38–39.

²⁵¹ Ks. HE 6/2006 vp, s. 46–48.

²⁵² HE 6/2006 vp, s. 47.

²⁵³ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 880. Ks. myös välitystuomio Plandent Oyj 31.1.2006, s. 22–23.

²⁵⁴ High Level Group Report 2002, s. 49.

jossa toinen arvopaperilaji ei ole kaupankäynnin kohteena. Tällöin on otettava huomioon eri arvopaperien tuottamat oikeudet, kuten osinko-oikeus tai hallinnoimisoikeudet.²⁵⁵

Kuuden kuukauden korkeimman hintamallin voidaan katsoa perustuvan ”*equal opportunities*”-argumenttiin, joka juontaa Englannin pakollista ostotarjoustusta koskevasta koodistosta.²⁵⁶ Mallin mukaisen hinnanmäärityksen katsotaan saattavan vähemmistöosakkeenomistajat osalliseksi preemiosta, jonka enemmistöosakkeenomistajat ovat maksaneet määräysvallasta.²⁵⁷ Toisaalta se takaa myös tarjouksentekijälle varmuuden siitä, ettei hänen tarvitse maksaa suurempaa korvausta, kuin mitä hän on kuuden kuukauden aikana maksanut.²⁵⁸

Tämä lähestymistapa on aiheuttanut paljon keskustelua oikeuskirjallisuudessa. Keskustelu on saanut aikanaan alkunsa siitä, kuuluuko kontrollipremio yrityksen kaikille osakkeenomistajille vai määrävälle osakkeenomistajalle.²⁵⁹ Lisäksi kuuden kuukauden aikasäännön noudattamisen on katsottu saattavan johtaa myös siihen, että kohdeyhtiön osakkeista tarjotaan markkina-arvoon suhteutettuna negatiivista preemiota.²⁶⁰

Arviointia on myös käyty siitä, tuleeko tarjousvelvollisuuden synnyttävä kauppa ottaa huomioon käyvän hinnan määrittämisessä.²⁶¹ Lähtökohtaisesti lainvalmistelutöissä on katsottu, että tarjousvelvollisuuden synnyttämä kauppa on otettava huomioon käyvän hinnan määrittämisessä.²⁶² Toisaalta enemmistöosakkeenomistaja on saattanut pitää omistussuutensa kohdeyhtiöstä pitkään lunastusrajan alapuolella eikä osakkeilla ole käyty kauppaa tänä aikana. Kun lunastusrajan ylittävä toteuttamiskauppa tapahtuu, on arvioitava, onko kauppa toteutettu markkinaehtoisesti, vai onko lunastaja tarkoituksellisesti odottanut ja pitkittänyt lunastusprosessin aloittamista.²⁶³

²⁵⁵ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 828. Ks. myös HE 6/2006 vp, s. 47 ja Fiva MOK 9/2013, s. 30.

²⁵⁶ Ks. The City Code on Takeovers and Mergers, Rule 9.5, s. F16.

²⁵⁷ Davies 2008, s. 730–731.

²⁵⁸ Ks. Jennings 2005, s. 43–47.

²⁵⁹ Berle – Means 1932. Preemion kuulumista kaikille osakkeenomistajille on perusteltu oikeuskirjallisuudessa. Ks. esim. Rimali 2007, s. 248–249 ja siinä mainitut lähteet. Vrt. Timonen 1997, s. 308–309, joka on kritisoinut määräysvaltapreemiota.

²⁶⁰ Pönkä 2015, s. 567. Ks. myös Inission Ab:n 23.12.2014 tekemä ostotarjous koskien Incap Oyj:n arvopapereita ja Tremoko Oy Ab:n 2.3.2015 tekemä ostotarjous Ixonos Oyj:n arvopapereista. Ks. esiterekisteri.

²⁶¹ Mähönen – Villa 2020, s. 827.

²⁶² Ks. HE 6/2006 vp, s. 46.

²⁶³ Ks. Silaskivi 2004, s. 1050.

Vaikka tarjousvelvollisuuden synnyttämää kauppaa ei syntyisi, on katsottu, että ostotarjouksessa tarjotulle hinnalle tulisi antaa merkitystä. Edellytyksenä on, että ostotarjoushinta on kohtuullinen ja tasapuolinen.²⁶⁴ Tämä johtuu siitä, ettei säännös edellytä, että pakollisella ostotarjouksella 90 prosentin vähemmistölunastusraja ylitettäisiin, vaan raja on mahdollista saavuttaa pakollisen ostotarjouksen jälkeen esimerkiksi yksityisin kaupoin toteutetuilla lisähankinnoilla.²⁶⁵

Euroopan tasolla ei ole yhtä vallitsevaa menetelmää pakollisen ostotarjouksen käyvän hinnan määrittämiseksi vähemmistöosakkeiden lunastustilanteessa. Hinnanmääritysmenettelyt liittyvät yleensä yhtiön markkinahinnan laskemiseen viimeisen 12 kuukauden aikana ennen ostotarjousta ja viimeisten kuuden kuukauden aikana (esim. korkein tai keskimääräinen hinta, jonka tarjouksentekijä on osakkeista maksanut viimeisen kuuden kuukauden aikana) tai kolmen kuukauden aikana (keskimääräinen ostohinta). Huolimatta jaksojen kestoeroista, hinnanmääritys hyvin usein liittyy läheisesti taustalla olevan ostotarjouksen hintaan. Joissakin jäsenvaltioissa käytetään useita edellä mainittujen menetelmien yhdistelmää.²⁶⁶

Eri ajanjaksoihin perustuvassa lunastushinnan määrittämisessä on myös kansainvälisesti havaittu ongelmakohtia. Tulkintaa aiheuttavina kohtina on pidetty esimerkiksi sitä, voidaanko osakekurssin historiallista yhteyttä pitää luotettavana, sillä se luo mahdollisia strategisia keinoja ajoittaa tarjousvastikkeen säännönmukainen hinnoittelu. Tällöin arvioitavana on, meneekö yksissä tuumin toimineiden henkilöiden aikaisempien ja myöhempien ostojen huomioon ottaminen liian pitkälle, ja mikä merkitys on annettava ostotarjouksen alkuperäisen tarjoushinnan jälkeiselle kurssinousulle ja muille tekijöille.²⁶⁷

Voidaan katsoa, että kuuden kuukauden korkeimman hinnan malli korostaa tarjouksentekijän omien ratkaisujen merkitystä selvästi enemmän kuin markkinahintaan perustuva laskentatapa.²⁶⁸ Lunastushinnan määrittäminen perustuen tarjouksentekijän tekemään korkeimpaan hintaan tarkoittaa eräänlaista poikkeamista osakkeen ”oikean” hinnan eli

²⁶⁴ High Level Group Report 2002, s. 65.

²⁶⁵ Kisanlahti 2007, s. 17.

²⁶⁶ Study on Minority Shareholders Protection 2018, s. 51. Esimerkiksi Iso-Britanniassa ja Ranskassa lunastushinta määritetään ostotarjousta edeltävän keskimääräisen/korkeimman markkinahinnan perusteella ostotarjousta edeltävän 12 kuukauden aikana. Espanjassa käypä hinta määritetään puolestaan kolmen kuukauden perusteella. Mm. Portugalissa ja Itävallassa käyvän hinnan määrittämisessä otetaan huomioon useampi ajanjakso.

²⁶⁷ Ks. Hopt 2014, s. 183.

²⁶⁸ Ks. Kisanlahti 2003, s. 42.

markkinahinnan mallista. Tämä korostaa vähemmistösuojan merkittävää painoarvoa pakollista ostotarjousta koskevassa sääntelyssä.²⁶⁹ Toisaalta korkeimman hinnan malli takaa vähemmistöosakkeenomistajalle parhaan lunastushinnan kaikissa tapauksissa ja antaa tarjousvelvolliselle mahdollisimman suuren varmuuden lunastushinnan määrästä.²⁷⁰

Kuuden kuukauden malli korostaa lunastajan toimia huomattavasti, mikä avaa keinoja suunnitella ostotarjous ajankohtaan, jossa tarjoushinta on mahdollisimman alhainen. Toisaalta merkitystä vähentää se, että on käytännössä hyvin vaikeaa ennustaa, miten osakekurssi tulee kehittymään. Mahdollisuus hyödyntää kohdeyhtiön alhaista osakekurssia tapahtuu käytännössä markkinahäiriöiden yhteydessä, joista on katsottu voivan poiketa erityisestä syystä. Tällöin mahdollisuus hyödyntää kohdeyhtiön alhaista osakekurssia on käytännössä epätodennäköistä. Malliin ei liity varsinaisia tulkintaongelmia, mutta voidaan arvioida, kuvaako se riittävän tarkasti osakkeen käypää arvoa lunastustilanteessa. Mikäli tarjousvelvollinen ei ole hankkinut kohdeyhtiön osakkeita kuuden edeltävän kuukauden aikana, joudutaan lunastushinta määrittämään kolmen kuukauden kaupankäyntimäärän painotetulla keskiarvolla.

3.3.2 Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettu keskiarvo

Ostotarjousdirektiivissä ei ole huomioitu tilannetta, jossa tarjousvelvollinen ei ole hankkinut kohdeyhtiön osakkeita tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana. Kansallisesti tähän seikkaan kuitenkin kiinnitettiin huomiota²⁷¹ ja direktiivin liikkumavaran puitteissa saatettiin voimaan säännös, jonka perusteella tarjousvastike määritetään kohdeyhtiön kolmen kuukauden kaupankäyntimäärän painotetulla hinnalla.²⁷²

Kolmen kuukauden sääntö tulee sovellettavaksi AML 11:23.3:n mukaan, jos tarjousvelvollinen tai tähän AML 11:5:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva ei ole tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkinut tarjouksen kohteena olevia arvopapereita. Säännöstä sovelletaan myös, jos tarjousvelvollisuus on syntynyt yksissä tuumin.²⁷³ Tällaisessa tilanteessa käypä hinta määritetään tarjousvelvollisuuden edeltävän kolmen kuukauden aikana säännellyn markkinan kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista

²⁶⁹ Pönkä 2015, s. 569.

²⁷⁰ Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005, s. 27.

²⁷¹ Ks. Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005, s. 27.

²⁷² Ks. HE 6/2006 vp, s. 48.

²⁷³ Fiva MOK 9/2013, s. 33.

maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa, josta voidaan poiketa erityisestä syystä.

Sääntöä on esitöissä perusteltu sillä, että VAML:n mukainen voimassa ollut 12 kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskihinta ei heijastanut kohdeyhtiön vallitsevaa markkina-arvoa riittävän hyvin. Etenkin positiivisen kurssikehityksen seurauksena 12 kuukauden keskihinta saattoi olla vallitsevaa markkina-arvoa huomattavasti alhaisempi ja vastaavasti negatiivisen kurssikehityksen kohdalla markkina-arvoa huomattavasti korkeampi.²⁷⁴ Tarkasteluajanjakson pituuteen vaikuttaa myös osakkeen likviditeetti. Mitä likvidimpi eli suurempi osakkeen vaihtuvuus on, sitä lyhyempi tarkasteluajanjakso voi olla kyseessä.²⁷⁵

Toisaalta huomioitiin, että lyhyen keskihinnan määräytymisjakso voi johtaa kohtuuttomiin hintoihin etenkin markkinahäiriöiden yhteydessä. Esimerkiksi kohdeyhtiön antama kuluva kvartaalia koskeva tulosvaroitusta saattaa aiheuttaa lyhytaikaisia negatiivisia vaikutuksia osakekurssiin, vaikka tulosvaroituksella ei olisi vaikutuksia kohdeyhtiön arvoon pidemmällä aikavälillä.²⁷⁶ Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettuun keskihintaan päädyttiin kuitenkin, vaikka aiheellisesti huomioitiin lyhytaikaisen määräytymisjakson mahdolliset epäkohdat.

Kolmen kuukauden sääntöä sovelletaan käytännössä harvoin. Yleensä sitä sovelletaan, kun tarjousvelvollisuus syntyy välillisen omistusmuutoksen johdosta.²⁷⁷ Vastaava tilanne voi syntyä myös silloin, kun osakkeenomistaja aloittaa yksissä tuumin toimimisen toisen osakkeenomistajan kanssa.²⁷⁸ Tätä kantaa voidaan pitää oikeana, sillä viimeisen kymmenen vuoden aikana pakollisia ostotarjouksia on ollut yhteensä kymmenen. Näissä yleisin hinnanmäärittäytystapa on ollut kuuden kuukauden malli. Lisäksi on huomioitu kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettu keskihinta, päätöskurssi sekä eräissä tapauksissa VAML:n mukainen 12 kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettu keskihinta.²⁷⁹

²⁷⁴ HE 6/2006 vp, s. 48.

²⁷⁵ Kisanlahti 2003, s. 42–43. Toisaalta Kisanlahti toteaa, ettei tarkasteluajanjakson pituudesta ole olemassa mitään absoluuttista oikeaa sääntöä.

²⁷⁶ HE 6/2006 vp, s. 48.

²⁷⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 371.

²⁷⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 524.

²⁷⁹ Esimerkiksi Coronaria Oy:n 4.9.2019 tekemä pakollinen ostotarjous Silmäasema Oyj:stä perustui kuuden kuukauden korkeimpaan hintaan, kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettuun keskikurssiin ja edeltävään pörssikurssiin. Ks. myös Telenor Finland Holding Oy:n tarjousasiakirja 28.8.2019 DNA Oyj:stä. Ks. esiterekisteri.

Voidaan päätyä tulkintaan, jonka mukaan kuuden kuukauden malli on osoittautunut hyväksi tavaksi määrittää lunastushinta pakollisissa ostotarjouksissa. Kolmen kuukauden malli tulee säännösperusteisesti harvoin sovellettavaksi, vaikka se tarjousvastikkeen määrittelyssä huomioidaan. Näin ollen markkinahintaperusteinen hinnanmääritys tulee huomioiduksi.

3.4 Lunastushinta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa

3.4.1 Kuuden kuukauden perusteella maksettu korkein hinta

Vapaaehtoisia ostotarjouksia voidaan pitää lunastushinnan määrittämisen kannalta tärkeinä, sillä viimeaikaiset ostotarjoukset ovat pääasiassa olleet vapaaehtoisia julkisia ostotarjouksia.²⁸⁰ Ostotarjousdirektiivissä ei kuitenkaan säännellä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjottavasta vastikkeesta. Vaikka suoranaista säännöstä ei ole, on katsottu, että pakollista ostotarjousta koskeva säännös voidaan ulottaa myös koskemaan vapaaehtoisessa ostotarjouksessa noudatettavaa menettelyä.²⁸¹

Lunastushinnan määrittäminen vapaaehtoisessa ostotarjouksessa perustuu ensisijassa osakeyhtiöoikeudelliseen sääntelyyn, joka johtaa arvopaperimarkkinalain sääntöihin. Sen vuoksi OYL 18:7.3:n mukaan, kun lunastusvelvollisuus on syntynyt AML 11 luvun mukaisessa vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa ja lunastaja on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista, on käypänä hintana pidettävä ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei ole muuta erityistä syytä.

Lähtökohtaisesti tarjousvastike voidaan maksaa rahana, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä. Tarjouksentekijä voi myös vapaasti päättää vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjottavasta vastikkeesta. Sen sijaan, jos vapaaehtoinen ostotarjous kohdistuu kaikkiin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemiin osakkeisiin ja niihin oikeuttaviin arvopapereihin²⁸², pidetään lähtökohtana tarjousvastiketta määritettäessä korkeinta tarjouksentekijän tai tähän AML 11:5:ssä tarkoitettussa suhteessa olevan ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana osakkeista maksamaa hintaa, josta voidaan erityisestä syystä poiketa.²⁸³

²⁸⁰ Ks. esiterekisteri.

²⁸¹ High Level Group Report 2002, s. 45 ja HE 6/2006, s. 49.

²⁸² Osakkeisiin oikeuttavilla arvopapereilla tarkoitetaan optiotodistuksia ja vaihtovelkakirjoja. Ks. Kisanlahti 2007, s. 14.

²⁸³ Säännöksessä määrätyn korkeamman tarjouksen voi vapaasti tehdä eli se ei edellytä erityistä syytä, vaan tarjouksentekijän halukkuuden tällaisen tekemiseen. Ks. Kisanlahti 2007, s. 14. Usein onnistuneessa

Tällä tarkoitetaan, että lunastusoikeus ja -velvollisuus on syntynyt AML 11 luvun vapaaehtoisen ostotarjouksen seurauksena. Kyseessä on tilanne, jossa OYL:n mukaiset lunastusedellytykset eivät ole olleet olemassa ennen vapaaehtoista ostotarjousta, vaan vapaaehtoisen ostotarjouksen seurauksena syntyneet osakekaupat ovat johtaneet OYL:n mukaisten lunastusrajojen ylittymiseen.²⁸⁴

Jos lunastaja on saanut vapaaehtoisen ostotarjouksen perusteella haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista, pidetään tarjottua hintaa sen jälkeisessä OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä käypänä hintana. Taustalla vallitsee ajatus, jonka mukaan tarjouksen kohteena olevan enemmistön hyväksyessä tarjottu hinta, on perusteltua olettaa, että tarjottu hinta kuvastaa riittäväällä tavalla osakkeiden käypää hintaa.²⁸⁵ Enemmistöllä on myös suurempi riski menettää enemmän ja vastaavasti suurempi mahdollisuus hyötyä paremmasta tietoisuudestaan. Enemmistöllä on suurin panos, joten heidän voidaan katsoa olevan paremmin tietoinen ”oikeasta” hinnasta.²⁸⁶

Käyvän hinnan määrittäminen AML 11:24:3:n nojalla ei ole kuitenkaan ongelmatonta. Säännöksen soveltaminen edellyttää, että OYL:n 18:1:n mukainen lunastusraja ylitetään julkisella ostotarjouksella.²⁸⁷ Toiseksi lunastajan on saatava julkisella ostotarjouksella yli 90 prosenttia kaikista tarjouksen kohteena olleista osakkeista, jotta lunastushinta voidaan perustaa suoraan tarjousvastikkeeseen.²⁸⁸ Näin ollen tarjouksentekijän ennen tarjousta hallussa olevia kohdeyhtiötä koskevia osakkeita ei oteta huomioon arvioitaessa kuuluuko hänelle vähintään 90 prosenttia tarjouksen kohteena olevista osakkeista.²⁸⁹ Lunastajan osuus lasketaan tarjouksen kohteena olevista osakkeista eikä yhtiön koko osakekannasta, toisin kuin ensimmäisessä kohdassa. Näin ollen lunastajan aikaisempaa omistusta ei oteta huomioon.²⁹⁰

vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettava premio on noin 20–30 prosenttia tarjousta edeltävää pörssikurssia suurempi. Ks. Seppänen 2020, s. 214.

²⁸⁴ Mähönen – Villa 2020, s. 830–831.

²⁸⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 626–627.

²⁸⁶ Ks. Enriques ym. 2014, s. 100–101.

²⁸⁷ Vrt. OYL 18:7.2, jonka soveltamisedellytykseksi ei ole asetettu lunastusrajan ylittymistä pakollisen ostotarjouksen seurauksena. Mikäli lunastusraja ylittyy vasta tarjousajan päätyttyä, joudutaan toteuttamiskaupassa maksetun vastikkeen suhdetta pakollisessa ostotarjouksessa tarjottuun vastikkeeseen arvioimaan sen mukaan, onko olemassa OYL 18:7.2:ssa tarkoitettuja erityisiä syitä poiketa tarjousvastikkeesta. Ks. Pönkä 2015, s. 685.

²⁸⁸ Ks. Ilmonen 2016, s. 306, jonka mukaan jäykät vähemmistösuojamekanismit saattavat estää tarpeellisia yritysjärjestelyjä ja siten *squeeze-out* -rajan tulisi olla alhaisempi.

²⁸⁹ Kaisanlahti 2007, s. 15. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 627. Vrt. Ruotsin osakeyhtiölakiin, jonka mukaan vapaaehtoinen julkinen ostotarjous tulee kohdistaa kohdeyhtiön kaikkiin osakkeisiin, jotta lunastushinta olisi mahdollista perustaa automaattisesti tarjousvastikkeeseen. Ks. SABL 21:3.4.

²⁹⁰ Kaisanlahti 2007, s. 16.

Esimerkiksi, jos lunastajalla on ollut 90 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista, jotka kukin tuottavat yhden äänen, ja lunastaja tekee tarjouksen loppuista osakkeista, voi yksikin kauppa synnyttää lunastusrajojen ylittymisen. Lunastajan tulee kuitenkin saada tarjouksen perusteella haltuunsa yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista, jolloin hänen osuutensa yhtiön osakkeista tulee nousta 99 prosenttiin.²⁹¹

Merkitystä ei myöskään anneta osakkeiden tuottamille äänille. Tätä Kaisanlahti on havainnollistanut esimerkin avulla: tilanne, jossa ostotarjouksen tekijällä on ennen tarjousta 51 kappaletta kohdeyhtiön kaikista 100 osakkeesta. Tällöin tarjouksen kohteena ovat loput 49 osaketta. Jos näistä 45 osakkeenomistajaa hyväksyy tarjouksen, määrätään välimiesmenettelyssä lopuille 4 osakkeenomistajalle käyväksi hinnaksi myös ostotarjouksen mukainen vastike.²⁹² Jos puolestaan ostotarjouksen kohdeyhtiöllä on käytössä useampi osakelaji, ja vapaaehtoinen ostotarjous kohdistetaan kaikkiin osakelajeihin, tulee tarjouksen saavuttaa yli 90 prosentin raja kaikissa osakelajeissa OYL 18:7.3:n mukaisesti.²⁹³ Tällä tavoin noudatetaan AML:n tasapuolisen kohtelun periaatetta.

Kuten pakollisessa ostotarjouksessa myös vapaaehtoisessa ostotarjouksessa kuuden kuukauden säännös suojaa vähemmistöosakkeenomistajia, sillä muutoin he jäisivät vaille minimihintasuojaa. OYL 18:7.3:sta seuraa, että käyvän hinnan määrittäminen perustetaan edeltävässä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjottuun vastikkeeseen. Tämä turvaa vähemmistöosakkeenomistajalle ”katumisoikeuden”: vähemmistöosakkeenomistajalla on mahdollisuus saada vähemmistölunastuksessa käypänä hintana vähintään se vastike, jonka lunastaja on tarjonnut ostotarjouksessa, vaikka hän katsoisi tarjousvastikkeen olevan liian vähäinen ja jättäytyisi tarjouksen ulkopuolelle odottamaan parempaa tarjousta.²⁹⁴

Käytännössä kuuden kuukauden korkein malli soveltuu huonosti vapaaehtoiisiin ostotarjouksiin. Säännöstä on sovellettu vain kerran viimeisen 15 vapaaehtoisen ostotarjouksen aikana.²⁹⁵ Vapaaehtoinen ostotarjous kohdistuu pääsääntöisesti kohdeyhtiön kaikkiin osakkeisiin ja niihin oikeuttaviin arvopapereihin. Tästä seuraa, että lähes aina päädytään

²⁹¹ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 627.

²⁹² Kaisanlahti 2007, s. 17.

²⁹³ Kaisanlahti 2007, s. 29.

²⁹⁴ Ks. Kaisanlahti 2007, s. 15.

²⁹⁵ SPX Flow Technology Germany GmbH:n 14.12.2020 tekemä vapaaehtoinen ostotarjous Plc Uutechnic Group Oyj:stä on ollut ainoa vapaaehtoinen ostotarjous, jossa hinnanmäärittäminen on perustunut kuuden kuukauden malliin. Ks. esiterekisteri.

lähtökohtaisesti soveltamaan AML 11:23.3:n kuuden kuukauden sääntöä.²⁹⁶ Säännöksellä ei ole käytännöllistä arvoa, koska on hyvin epätodennäköistä, että tarjouksentekijä olisi hankkinut kohdeyhtiön osakkeita kuuden edeltävän kuukauden aikana. Tarjouksentekijä tulee usein kohdeyhtiön osakkeenomistajien ulkopuolelta. Tämän vuoksi olisi aihetta tarkastella uudelleen kuuden kuukauden mallin soveltuvuutta ostotarjousmarkkinoilla. Seuraavaksi käsitellään muita hinnanmäärittämenetelmiä, joita sovelletaan vapaaehtoisten ostotarjousten hinnanmäärittämisessä.

3.4.2 Muut hinnanmäärittämenetelmät

Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjousvastike saattaa muodostua myös rajoitetun tarjouksen johdosta tai tarjouksen epäonnistuessa markkinahintaan perustuvan yleissäännöksen nojalla. Viimeaikainen ostotarjousmarkkinakäytäntö osoittaa, että tarjousvastikkeen määrittelyssä ja siten myöhemmässä lunastushinnan määrittämisessä otetaan huomioon useita eri tekijöitä, jotta luotettava käypä hinta voidaan muodostaa.

Vapaaehtoisen ostotarjouksentekijän rajoitettu tarjous saattaa synnyttää pakollisen ostotarjouksen. Tällöin lunastushinta määritetään rajoitetun ostotarjouksen mukaan myöhemmin. Tämä johtuu siitä, että kuuden kuukauden suoja vapaaehtoisessa ostotarjouksessa koskee vain kaikista lopuista kohdeyhtiön osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista tehtyä tarjousta. Jos tarjouksen kohteena on esimerkiksi 20 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista, ei säännös rajoita tarjouksentekijän päätösvaltaa tarjoushinnasta. Tarjouksentekijä voi tällöin ilman erityistä syytä alittaa korkeimman hinnan, jolla hän tai hänen etupiiriinsä kuuluva on viimeisen kuuden kuukauden aikana hankkinut osakkeita. Tämä koskee myös tarjousta, jonka ulkopuolelle on rajattu kohdeyhtiön osakkeisiin oikeuttavat arvopaperit. Toisaalta, jos tällainen rajoitettu tarjous ylittää pakollisen ostotarjouksen 30 tai 50 prosentin rajan, syntyy rajoitetun tarjouksen tekijälle velvollisuus tehdä AML:n pakollinen ostotarjous, jossa tarjousvastikkeena pidetään tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden korkeinta hintaa.²⁹⁷

Sijoittajan harkitessa tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä, hän luonnollisesti kiinnittää huomiota vallitsevaan pörssikurssitasoon. Jos sijoittaja pitää kurssin ylittävää preemiota

²⁹⁶ Viimeiset 15 vapaaehtoista ostotarjousta on kohdistunut kaikkiin osakkeisiin ja niihin oikeuttaviin arvopapereihin. Ks. esiterekisteri.

²⁹⁷ Kaisanlahti 2007, s. 15.

riittämättömänä, hän voi hylätä tarjouksen. Mikäli valtaosa tarjouksen kohteena olevista osakkeista edustavista vähemmistöosakkaista menettelee näin, ei tarjouksella saada 90 prosentin osuutta.²⁹⁸ Tällöin ollaan tilanteessa, jossa OYL 18:7.3:n soveltamisedellytykset eivät täyty, ja osakkeen lunastushinta joudutaan määrittämään pykälän ensimmäisen momentin mukaisesti. Tällä tarkoitetaan ”epäonnistunutta” vapaaehtoista tarjousta, jolla ei saavuteta 90 prosentin rajaa. Tällöin osakkeen käypänä lunastushintana pidetään markkinahintaa, joka määräytyy edellä esitetyn 3.2.1 kohdan mukaisesti.

Viimeaikainen ostotarjousmarkkinakäytäntö osoittaa, että tarjousvastikkeen hinnanmääritys perustuu kolmeen tapaan: osakkeen päätöskurssiin julkistusta välittömästi edeltävänä kaupankäyntipäivänä, kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettuun keskihintaan sekä osakkeen kahdentoista kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettuun keskihintaan.²⁹⁹ Lisäksi tarjousvastikkeen hinnoittelu on perustunut kuuden- ja yhdeksän kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettuun keskihintaan.³⁰⁰ Käytäntö osoittaa, että eri aikaväleille perustuva kaupankäyntimäärän painotettu keskihinta ja edeltävä pörssikurssi ovat osoitus käyvästä hinnasta. Tätä voidaan pitää hyvänä markkinakäytäntönä, sillä käypä hinta ei tällöin perustu yksinään tarjouksentekijän hankintoihin, vaan myös markkinahintaan, jonka markkinoille osallistuvat markkinaosapuolet muodostuvat kysynnän ja tarjonnan mukaan.

Tällä hetkellä kuuden kuukauden malli vapaaehtoisissa ostotarjouksissa vaikuttaa tarpeettomalta. Muutos toisaalta vaatisi EU-tasoista sääntelyä, sillä jäsenvaltioiden on tullut implementoida ostotarjousdirektiivin mukainen 6–12 kuukauden malli kansalliseen lainsäädäntöön. Tulkinta on keskittynyt siihen, voidaanko ostotarjouksessa tarjottu hinta hyväksyä sellaisenaan osakkeen lunastushinnaksi, vai onko olemassa erityisiä syitä poiketa siitä.³⁰¹

²⁹⁸ Ks. samansuuntaisesti Kaisanlahti 2002, s. 71.

²⁹⁹ Ks. esimerkiksi Mascot Bidco Oy:n tarjousasiakirja 19.12.2018, Spa Holdings 3 Oy:n tarjousasiakirja 21.10.2020 ja PPG Industries, Inc., tarjousasiakirja 14.1.2021. Ks. esiterekisteri.

³⁰⁰ Ks. esimerkiksi Aureit Holding Oy:n tarjousasiakirja 8.11.2019 ja SPX Flow Technology Germany GmbH tarjousasiakirja 14.12.2020. Ks. esiterekisteri.

³⁰¹ Pönkä 2015, s. 690.

4 ERITYISET SYYT POIKETA OSTOTARJOUSSHINNASTA

4.1 Yleisesti erityisistä syistä

Julkisessa ostotarjouksessa tarjottu vastike muodostaa vahvan perustan vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämiselle sekä vapaaehtoisessa että pakollisessa ostotarjouksessa.³⁰² Lähtökohtana on, että ostotarjouksen laaja hyväksyntä osoittaa käyvän hinnan olevan vähemmistöosakkeenomistajan kannalta riittävän korkea. Lisäksi yhdenvertaisuusperiaatteesta ja tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta seuraa, ettei menettelyyn osallistuvia vähemmistöosakkeenomistajia tulisi kohdella eri tavoin kuin merkittävää osaa osakkeenomistajista, jotka ovat hyväksyneet ostotarjouksen vain vähän ennen lunastusmenettelyn alkua.³⁰³

AML:n mukaan noudatettava hinta ei kuitenkaan automaattisesti tule noudatettavaksi OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä, jos poikkeamiseen on erityinen syy.³⁰⁴ Mikäli välimiesoikeus katsoo, että on olemassa erityisiä syitä poiketa, määritetään tällöin hinta OYL 18:7.1:n mukaan.³⁰⁵ Suomessa lunastushintaolettamasta on hyvin harvoin poikettu³⁰⁶ toisin kuin Ruotsissa, jossa etenkin pakollisten ostotarjousten kohdalla poiketaan lunastushinnasta hyvin usein.³⁰⁷ Tutkielmassa käsitellään rajausten vuoksi erityisistä syistä vain poikkeamia, jotka ovat oikeuskirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä saaneet merkitystä, ja jotka siten voivat tulla kyseeseen.³⁰⁸

Sekä pakollista että vapaaehtoista ostotarjousvastiketta koskevilla AML:n säännöillä on tarkoitus välttää arviointi lunastusmenettelyssä mahdollisesti suoritettavalla korkeammalla

³⁰² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 628. Lunastushinnan määrittämisestä julkisten ostotarjouksen kohdalla on tietyvästi poikettu kaksi kertaa. Ks. Birka Line 27.1.2009, jossa vapaaehtoisen ostotarjouksen hyväksymiseen liittyntä erityistä etuutta pidettiin erityisenä syynä poiketa. Ks. myös Saicomp 2.3.2012, jossa pakollisessa ostotarjouksessa poikettiin olettamahinnasta, koska ostotarjous- lunastusmenettelyn välillä oli kulunut kolme vuotta.

³⁰³ Ks. välitystuomio Kotipizza Group Oyj 15.10.2019, s. 27.

³⁰⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 625. Pääsäännön mukaisesta ostotarjousvastikkeesta voidaan poiketa erityisestä syystä, jos ostotarjousdirektiiviin 3 artiklan mukaisia yleisiä periaatteita noudatetaan. HE 6/2006 vp, s. 47.

³⁰⁵ Pönkä 2015, s. 693. Tämä tarkoittaa lunastushinnan määrittämistä markkinahintaan perustuen, jolloin saatetaan ottaa huomioon muut hinnannäyritysmenettelmät, kuten substanssi- ja tuottoarvo. Ks. 3 luku.

³⁰⁶ Ks. Pönkä 2015, s. 573.

³⁰⁷ Stattin 2007, s. 877. Vrt. Pönkä 2015, s. 692, jonka mukaan Ruotsissa poikkeaminen on vielä harvinaisempaa ja viittaa Sjöbergin tutkimuksiin 2002-2006 välisenä aikana. Ks. Sjöberg 2007, s. 373–376 ja 446. Ks. myös Aktiemarksnämnden ratkaisut, jotka osoittavat poikkeamisen olevan usein käsillä.

³⁰⁸ Tämä siksi, että erityisiä syitä on yleisesti tutkittu enemmän. Osingonjakoon perustuvaa erityistä syytä ei ole tutkittu juuri ollenkaan, minkä vuoksi sitä käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 5.

hinnalla ja toisaalta keventää lunastusprosessia siten, ettei lunastushintaa koskevaa keskustelua tarvitsisi käydä, ellei kyseessä ole erityiset syyt.³⁰⁹ Toisaalta jo ostotarjousdirektiiviä valmistellut High Level Group piti mahdollisuutta poiketa ostotarjousvastikkeesta tärkeänä.³¹⁰

Erityisestä syystä voidaan poiketa sekä ylös että alaspäin. Ostotarjoushinnasta voidaan poiketa esimerkiksi kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla tapahtuneiden olennaisten muutosten johdosta. Lisäksi yhdestä arvopaperilajista maksettu vastike voi korottaa tai alentaa toisesta maksettavaa vastiketta.³¹¹ Yhtiökohtaisia muutoksia voivat esimerkiksi olla kohdeyhtiön ylimääräinen osingonjako, merkittävän liiketoiminnan myynti tai yhtiön tuotto-odotusten olennainen ja äkillinen muuttuminen. Markkinoita koskeva muutos voi olla markkinashokki ja sen vaikutus markkinatunnelmiin.³¹²

Erityisten syiden olemassaoloa arvioi usein Finanssivalvonta käsitellessään ostotarjouksen tarjousasiakirjaa. Finanssivalvonta arvioi tarjousasiakirjan käsittelyssä täyttääkö tarjottu vastike AML:n mukaiset vaatimukset ja ottaa huomioon korotus- ja alennustekijät. Finanssivalvonnan mukaan tarjousvastikkeen korotus tulisi seuraavissa tapauksissa kyseeseen: jos kohdeyhtiön toisesta arvopaperilajista maksettu tai tarjottu korkeampi vastike ei ole järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisesta arvopaperilajista maksettavaan vastikkeeseen; jos ostotarjoukseen läheisesti liittyvässä tai edeltäneessä sopimuksessa tai muussa järjestelyssä on sovittu erityisistä etuuksista joillekin tietyille kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille sekä; jos tarjousvelvollinen tai hänen kanssaan yksissä tuumin toiminut henkilö on hankkinut merkittävän määrän kohdeyhtiön osakkeita yksittäiseltä osakkeenomistajalta tarjousvelvollisuutta edeltävältä kuuden ja 12 kuukauden välisenä aikana tarjousvastiketta korkeampaan hintaan. Lisäksi on kiinnitettävä huomiota markkinahintaan: jos kohdeyhtiön markkinahinta on merkittävästi korkeampi kuin käyvän hinnan mukainen hinta tarjousvelvollisuuden syntyhetkellä, on tarjousvastiketta mahdollisesti korotettava.³¹³

Arvioitaessa Fivan korotusperusteita, korostuu tasapuolisen kohtelun periaate konkreettisesti ensimmäisen kolmen korotusperusteen kohdalla. Neljännen korotusperusteen voidaan katsoa koskevan tilannetta, jossa tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden

³⁰⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 626.

³¹⁰ High Level Group Report 2002, s. 65.

³¹¹ HE 6/2006 vp, s. 47.

³¹² Parkkonen – Knuts 2014, s. 524.

³¹³ Fiva MOK 9/2013, s. 33.

aikana tarjousvelvollinen ei ole hankkinut lainkaan kohdeyhtiön osakkeita. Tällöin hinnan tulee perustua lunastushinnan määrittämisessä mahdollisimman hyvin kohdeyhtiön arvopapereiden markkinahintaan.³¹⁴

Ostotarjousvastikkeen alentaviksi tekijöiksi Fiva on katsonut: yksittäisten hankintojen suuruuden, aikaisempien arvopaperihankintojen ajankohdan sekä maksetun vastikkeen suhteen osakkeen markkinahintaan hankintahetkellä. Myös kohdeyhtiön hallituksen antamalle kannalle tarjousvastikkeen vähimmäismäärästä on annettu merkitystä. Lisäksi huomiota on kiinnitettävä tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana hankittujen osakkeiden kokonaismäärään, ja jos osakkeita on hankittu ostotarjouksen tekijältä korkeampaan hintaan³¹⁵

Pakollisten ostotarjousten kohdalla Fiva harvoin katsoo olevan erityisiä syitä toisin kuin vapaaehtoisten ostotarjousten kohdalla. Tämä osaltaan selittyy sillä, että tarjouksentekijät käyvät useita epävirallisia keskusteluita ostotarjouksesta ennen ostotarjouksen julkistamista.³¹⁶

Lisäksi on erotettavissa kolme kriteeriä, joita lainsäätäjä pitää merkityksellisenä arvioitaessa erityisten syiden olemassaoloa: ostotarjouksen kattavuus, ostotarjouksen hyväksyneiden osuus ja ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika.³¹⁷ Näitä kriteerejä käsitellään tarkemmin seuraavaksi.

4.2 Ostotarjouksen kattavuus

Ostotarjouksen kattavuudella tarkoitetaan sitä, kuinka suuri osa kohdeyhtiön kaikista *osakkeista* tai tietyistä arvopaperilajista on ollut tarjouksen kohteena. Yleisesti, mitä pienempi osuus on ollut tarjouksen kohteena, sitä tarkemmin on arvioitava erityisen syyn olemassaoloa.³¹⁸

Ostotarjouksen kattavuus koskee pääasiassa vapaaehtoisia ostotarjouksia.³¹⁹ Vapaaehtoista ostotarjousta koskeva OYL 18:7.3 säännös ei edellytä, että ostotarjous tulisi kohdistaa kaikkiin

³¹⁴ Ks. Häyrynen – Kajala 2013, s. 372.

³¹⁵ Fiva MOK 9/2013, s. 34.

³¹⁶ Pönkä 2015, s. 574.

³¹⁷ Kaisanlahti 2007, s. 19–20.

³¹⁸ Ks. Kaisanlahti 2007, s. 19. Tarjouksen kohteena ovat osakkeet eivät osakkeenomistajat. Muutoin poikettaisiin osake- ja ääni periaatteesta ja korostettaisiin vähemmistön asemaa.

³¹⁹ HE 109/2005 vp, s. 174. Vrt. Pakollisiin ostotarjouksiin, joiden tulee aina kohdistua kohdeyhtiön kaikkiin osakkeisiin.

osakkeisiin. Riittävää on, että tarjouksentekijä on saanut tarjouksen perusteella *kohteena olevista* osakkeista yli 90 prosenttia, minkä lisäksi OYL 18:1.1:n mukaisen lunastusrajan on ylityttävä. Sen sijaan OYL 18:7.3:ssa tai sen perusteluissa ei mainita siitä, että lunastushinta olisi perustettavissa vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksetun vastikkeen arvoon vain, jos tarjous on kohdistunut *kaikkiin kohdeyhtiön osakkeisiin*.³²⁰ Näin ollen tarjouksen tekijällä on mahdollisuus vapaasti valita, kuinka suurelle osalle arvopapereista hän kohdistaa tarjouksensa.

Vaikka rajoitettu tarjous täyttäisi tasapuolisuusvaatimuksen, on määrällistä rajoittamista pidettävä vahvana erityisenä syynä poiketa OYL 18:7.3 olettamasaännöksestä. Tarjouksen rajoittaminen saattaa johtaa siihen, että tarjouksen ulkopuolelle jääneille osakkeille ei ole tarjoutunut mahdollisuutta vaikuttaa siihen, pitävätkö niiden omistajat tarjousvastiketta riittävänä. Tarjouksentekijällä voi olla esimerkiksi 89 prosentin omistusosuus, jolloin hän kohdistaa tarjouksen 1,1 prosenttiin kohdeyhtiön osakkeista. Tällöin 9,9 prosenttia jäisi ulkopuolelle eikä heillä olisi mahdollisuutta vaikuttaa asiaan.³²¹

Myös Ruotsissa korkein oikeus on arvioinut erityisen syyn olemassaoloa rajoitetussa tarjouksessa. Tapauksessa NJA 2011, s. 932, oli kyse ulkomaisten osakkeenomistajien rajaamisesta ostotarjouksen ulkopuolelle sillä perusteella, että heidän kansallinen lainsäädäntö kielsi ostotarjousten tekemisen. Ratkaisussa katsottiin, ettei tällainen rajaaminen voi olla peruste olla soveltamatta SABL 22:2:4 a:n mukaista erityistä syytä poiketa tarjousvastikkeen hinnasta.³²²

Edellä mainitun perusteella AML 11:24.3:n tuoma suoja on pakottava vain, kun tarjouksen kohteena ovat kaikki kohdeyhtiön loput osakkeet. Siten rajoitetussa ostotarjouksessa hinta on vapaasti määritettävissä, eikä sen tarvitse vastata edes tarjouksen julkistamishetken pörssiturssia. Erityisen syyn soveltamisen kynnyks onkin rajoitetussa ostotarjouksessa matala, sillä tarjouksen kohteena olevilta osakkailta puuttuu vähimmäishintasäännöksen tuoma suoja.³²³ Toisaalta vapaaehtoiset ostotarjoukset kohdistuvat lähes poikkeuksetta kohdeyhtiön

³²⁰ Pönkä 2015, s. 694.

³²¹ Kaisanlahti 2007, s. 26–29.

³²² Ks. Stattin 2012, s. 493–494. Ostotarjouksen kohteena oli 18 prosenttia ulkomaisia osakkeenomistajia, jotka rajattiin ostotarjouksen ulkopuolelle.

³²³ Kaisanlahti 2007, s. 28. Vrt. Englanti, jossa ei edellytetä rajoittamattoman ostotarjouksen osalta tarjoushinnan perustamista markkinahintaan Ks. Dignam – Allen 2000, s. 278.

kaikkiin liikkeeseen laskemiin osakkeisiin ja niihin oikeuttaviin arvopapereihin, joten rajauksen tuoma problematiikka on käytännössä hyvin harvoin esillä.³²⁴

Rajoitus voi kohdistua myös tiettyyn osake- ja arvopaperilajiin.³²⁵ Tällöin 90 prosentin hyväksyntä tulee saavuttaa jokaisessa lajissa erikseen sen lisäksi, että 90 prosentin omistus- ja ääniosuus ylittyy.³²⁶ Tällöin vastikkeiden tulee olla järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisiinsa tasapuolisen kohtelun vaatimuksen mukaisesti. Huomiota on kiinnitettävä arvopapereiden osakekursseihin sekä siihen, kuinka likvidejä eri arvopaperit ovat.³²⁷

Ostotarjouksen kattavuus erityisenä syynä poiketa lunastushinnan määrittämisestä tulee harvoin sovellettavaksi, sillä ostotarjoukset pääsääntöisesti kohdistuvat myös vapaaehtoisissa ostotarjouksissa kaikkiin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemiin osakkeisiin. Toisaalta, jos rajoittaminen tapahtuu, voidaan katsoa erityisen syyn olevan kyseessä. Tarjouksen kattavuuden ohella erityinen syy saattaa tulla arvioitavaksi, kun arvioidaan tarjouksen kohteena olevien osakkeiden hyväksyneiden osuutta ja vaikutusta lunastusrajan ylittymiseen.

4.3 Ostotarjouksen hyväksyneiden osuus

Merkitystä on myös sillä, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olevista osakkeenomistajista on hyväksynyt AML:n mukaisen tarjouksen. Nimittäin OYL 18:7.3 tulee sovellettavaksi vain, jos lunastusta edeltävän vapaaehtoisen ostotarjouksen hyväksyvillä sijoittajilla on vähintään 90 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista.³²⁸

On katsottu, että mitä suurempi osa osakkeenomistajista on pitänyt AML:n mukaista hintaa hyväksyttävänä, sitä suurempi merkitys tulisi antaa tälle hinnalle osoituksena OYL:n mukaisesta käyvästä hinnasta.³²⁹ Merkitystä voi olla myös sillä, ovatko tarjouksen hyväksyneet

³²⁴ Esimerkiksi viimeiset kymmenen vapaaehtoista ostotarjousta ovat kohdistuneet kohdeyhtiön kaikkiin liikkeeseen laskemiin osakkeisiin ja niihin oikeuttaviin arvopapereihin. Ks. esiterekisteri.

³²⁵ Tällaisia ostotarjouksia tapahtuu erittäin harvoin. Ks. esiterekisteri.

³²⁶ Kaisanlahti 2007, s. 29.

³²⁷ Pönkä 2015, s. 696.

³²⁸ Mm. Ilmonen 2016, s. 331., on kritisoinut kynnyksen asettamista näin korkealle, sillä korkea raja saattaa olla esteenä ostotarjousten onnistumiselle. Ks. myös Spa Holdings Oy:n ostotarjous Ahlström-Munksjön Oyj:n osakkeista, jossa lunastusrajan ylityksessä käytettiin epämääräisiä keinoja hyväksi.

³²⁹ HE 109/2005 vp, s. 174.

osakkeenomistajat riippumattomia tarjouksentekijästä.³³⁰ Jos tarjouksen hyväksyneistä enemmistö ei ole riippumattomia, voi tarjousvastikkeen tarkistamiselle olla erityinen syy.³³¹

Mikäli 90 prosentin omistusrajaa ei saavuteta tarjouksen kohteena olevasta yhtiöstä, katsotaan ostotarjouksen epäonnistuneen. Lähtökohtaisesti tällaisessa tilanteessa vähemmistöosakkeen lunastushinta määritetään OYL 18:7.1:n markkinahinnan mukaisesti. Tällöin nousee esille kysymys, mikä merkitys on annettava vapaaehtoisessa ostotarjouksessa olleelle tarjousvastikkeelle.

Arviointia voidaan lähestyä vertailemalla ostotarjouksen mukaista vastiketta markkinahintaan. Julkisessa ostotarjouksessa otetaan huomioon kaikkien tarjouksen kohteena olevien osakkaiden näkökannat heidän omistusten mukaisessa suhteessa. Markkinahinta puolestaan määräytyy kysynnän ja tarjonnan lain mukaan, kahden osapuolen välillä ilman muita osapuolia. Tämän perusteella julkisessa ostotarjouksessa muodostunutta hintaa voitaisiin perustella paremmaksi välineeksi vastakkaisten kantojen huomioimiseen, sillä markkinahintaan ei vaikuta kaupanteon ulkopuolelle jäävien osakkaiden mielipide, riippumatta heidän omistussuhteista.³³²

Kaisanlahti on katsonut, että tällaisessa tapauksessa olisi annettava merkitystä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjotulle hinnalle, jos tarjouksella saavutetaan kuitenkin yli 50 prosentin raja.³³³ Myös Airaksinen ym. katsovat, että vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjousvastikkeella voi olla merkittävää vaikutusta lunastushinnan määrittämisessä, vaikka 90 prosentin hyväksyntää ei saavuteta.³³⁴

Se, annetaanko tarjousvastikkeelle merkitystä, on tapauskohtaista. Mikäli ostotarjous jää lähelle 90 prosentin rajaa, voidaan katsoa olevan perustellumpaa ottaa huomioon ostotarjousvastike kuin, jos ostotarjous ylittää niukasti 50 prosentin rajan.

³³⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 628.

³³¹ Pönkä 2015, s. 693.

³³² Ks. Kaisanlahti 2007, s. 34.

³³³ Kaisanlahti 2007, s. 34–35. Ks. myös Timonen 2001, s. 363.

³³⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 628.

4.4 Kulunut aika

Ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välillä kuluneeseen aikaan on erityisesti kiinnitettävä huomioita arvioitaessa erityisiä syitä poiketa tarjousvastikkeesta. Mitä pidempi aika näiden välillä on kulunut, sitä vähemmän merkitystä voidaan antaa AML:n mukaiselle hinnalla käyvästä hinnasta.³³⁵

Osakeyhtiölakiin ei implementoitu ostotarjousdirektiivin 15 artiklan 4 kohdan mukaista aikaa, jonka mukaan lunastusmenettely on aloitettava kolmen kuukauden kuluessa tarjouksen hyväksymisajan päättymisestä. Tästä huolimatta ostotarjousdirektiivin mukainen aika on otettu huomioon ja sitä on pidetty vertailutekijänä lunastusmenettelyissä.³³⁶ Ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika ei muodosta erityistä syytä, jos menettelyiden välillä aikaa on kulunut 1-2 viikkoa.³³⁷ Sen sijaan on selvää, että erityisenä syynä voidaan pitää vähäistä pidempää aikaa, joka on kulunut ostotarjouksen päättymisestä lunastusmenettelyn aloittamiseen.³³⁸ Myös, jos vähemmistöosakkeenomistaja ei pitkän ajan kuluessa vaadi OYL:n mukaista lunastusta, määritetään lunastushinta myöhemmän lunastusvaatimuksen ajankohdan käyvän hinnan mukaan.³³⁹

Ostotarjouskoodin 13 suosituksen mukaan, tarjouksentekijän tulee jo julkista ostotarjousta koskevassa tarjousasiakirjassa ilmoittaa mahdollisesta aikomuksesta lunastaa vähemmistöosakkeenomistajat OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä. Mikäli tarjouksentekijä on näin ilmoittanut, tulee tarjouksentekijän vaatia lunastusta ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun yhdeksän kymmenesosaa kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä on saatu haltuun.³⁴⁰ Tätä suositusta voidaan tulkita niin, että mikäli ostotarjous- ja lunastusmenettely ei muodosta luontevaa jatkumoa, on välimiesoikeuden selvitettävä, miksi lunastusvaatimusta ei ole esitetty viivytyksettä ja mitä osakkeen arvolle on tapahtunut ja miksi. Samalla tulisi huomioida osakkeenomistajien taloudellinen yhdenvertaisuus, jonka mukaan tarjousvastikkeesta ei tulisi lunastushinnan määrittämisessä

³³⁵ HE 109/2005 vp, s. 174.

³³⁶ HE 109/2005 vp, s. 174. Ks. myös välitystuomiot Hoivatilat Oyj 1.7.2020, s. 39 ja Ramirent 22.1.2020, s. 67.

³³⁷ Ks. välitystuomiot Stonesoft Oyj 17.12.2013, Oral Hammaslääkärit Oyj 18.12.2014 ja Rautaruukki Oyj 22.12.2014, Kotipizza Group 19.10.2019 ja Hoivatilat Oyj 1.7.2020. Vrt. Ruotsi, jossa menettelyiden välinen aika on tyypillisesti muutama kuukausi. Ks. Sjöberg 2007, s. 429.

³³⁸ Kaisanlahti 2007, s. 37.

³³⁹ Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 538. Ks. myös Kairinen 2001, s. 34.

³⁴⁰ Ostotarjouskoodi 2014, s. 42.

poiketa, ellei ole painavia perusteita.³⁴¹ Toisaalta tällaista indikaatiota voidaan tulkita siten, että se laimentaa erityisen syyn perustetta.³⁴²

Välimieskäytännössä on katsottu, että ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välisellä ajalla on olennainen merkitys erityisen syyn arvioinnissa. OYL:n mukaista olettasäännöstä on pidettävä osoituksena käyvästä lunastushinnasta, jos ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika on lyhyt.³⁴³ Ruotsin välimieskäytännössä on puolestaan suhtauduttu ristiriitaisesti menettelyjen välillä kuluneeseen aikaan. Yhtäältä vuoden mittaista väliaikaa ei ole pidetty syynä poiketa lunastushinnan määrittämiseen perustuvasta tarjousvastikkeeseen olettamasta³⁴⁴, mutta toisaalta on katsottu, että kuuden kuukauden väliaika voi muodostaa erityisen syyn poiketa lunastushinnan määrittämisestä.³⁴⁵

Pelkästään kulunutta aikaa ei voida pitää perusteena poiketa lunastushinnan määrittämisestä, vaan asiaa arvioitaessa on otettava huomioon niin kohdeyhtiössä kuin arvopaperimarkkinoilla tapahtuneet muutokset. Mikäli esimerkiksi kohdeyhtiön osakekurssi on kehittynyt huomattavasti tarjousajan jälkeisenä aikana, on se otettava huomioon lunastushintaa korottavana tekijänä. Myös markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset, kuten viime aikoina tapahtuneet spekulatiiviset yritykset nostaa osakekurssien hintaa tulisi ottaa huomioon.³⁴⁶ Näin ollen, mikäli ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välillä on kulunut vähäistä pidempi aika, on selvitettävä onko osakkeen arvolle tapahtunut jotain ja miksi. Jos osakekurssi poikkeaa merkittävästi lunastusmenettelyä edeltävästä kurssista saattaa erityinen syy tulla kyseeseen.

Yhteenvedon voidaan todeta, että tarjousvastikkeesta poikkeaminen ei tule kyseeseen, jos ostotarjous on oikein hinnoiteltu ja sen myötä saavuttanut riittävän hyväksynnän osakkeenomistajien keskuudessa, ja jos tarjousajan ja lunastusmenettelyn välinen aika ei ole ollut vähäistä pidempi.³⁴⁷ Toisaalta Euroopan komissio on katsonut, että pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä on tehty niin runsaasti erilaisia kansallisia poikkeuksia, että herää

³⁴¹ Pönkä 2015, s. 700.

³⁴² Ks. Kaisanlahti 2007, s. 38.

³⁴³ Ks. välitystuomio DNA Oyj 30.3.2020.

³⁴⁴ Sjöberg 2007, s. 429–430.

³⁴⁵ Nrep – Samuelsson 2009, s. 473.

³⁴⁶ Tällä viitataan Wallstreetbets-huumaan, jossa piensijoittajat keskustelupalstoilla pyrkivät nostattamaan eri osakkeiden kurssia perustuen spekulatiivisiin seikkoihin.

³⁴⁷ Pönkä 2015, s. 701. Ks. myös välitystuomio Tekla Oyj 27.2.2012

kysymys, suojeleeko sääntö riittävästi vähemmistöosakkaita tilanteissa, joissa määräysvalta yhtiössä vaihtuu.³⁴⁸

4.5 Muut tekijät

4.5.1 Tarjousaikana ja sen jälkeen tehdyt hankinnat

Mikäli julkisen ostotarjouksen tekijä tai siihen AML 11:5:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva hankkii vapaaehtoisen ostotarjouksen julkistamisen tai tarjousvelvollisuuden syntymisen jälkeen ja ennen tarjousajan päättymistä kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, tulee tarjouksentekijän muuttaa tarjoustaan vastaamaan tätä paremmin ehdoin tapahtunutta hankintaa. Tämä AML 11:25.1:n perustuva säännös tarkoittaa tarjouksentekijän korotusvelvollisuutta. Säännös perustuu tasapuolisen kohtelun periaatteen noudattamiseen, ja koskee kaikkia kohdeyhtiön arvopapereiden hankintoja riippumatta, sisältyykö arvopaperit ostotarjoukseen tai riippumatta niiden lajista. Eri arvopaperilajeista on maksettava vastike, joka on järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa.³⁴⁹

Jos julkisen ostotarjouksen tekijä tai tähän AML 11:5:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva hankkii yhdeksän kuukauden kuluessa tarjousajan päättymisestä kohdeyhtiön arvopapereita ostotarjousehtoja paremmin ehdoin, tulee hänen hyvittää erotus. Tätä puolestaan kutsutaan hyvitysvelvollisuudeksi.³⁵⁰

Näillä säännöksillä tarkoitetaan sitä, että mikäli ostotarjousvastikkeen määrästä poiketaan edellä kuvatulla tavalla, on se otettava huomioon vähemmistöosakkeiden lunastuksessa. Tämä saattaa johtaa erityiseen syyhyn poiketa vähemmistöosakkeen lunastamisesta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa.³⁵¹ Toisaalta merkitystä ei ole annettu vapaaehtoisen ostotarjouksen aikana osakkeilla käydyille kaupoille, tai ennen lunastusmenettelyn vireilletuloa ja vireilletulon jälkeiselle ajalle, jolloin kauppaa oli käyty ostotarjouksen mukaista vastiketta korkeammalla hinnalla.³⁵²

³⁴⁸ COM (2012) 347 final, s. 7.

³⁴⁹ HE 6/2006, s. 49.

³⁵⁰ HE 6/2006 vp, s. 49–50.

³⁵¹ Ks. Pönkä 2015, s. 698.

³⁵² Ks. välitystuomiot asiassa Tekla Oyj, 27.2.2012, Oktmetic Oyj, 30.1.2017 ja Amer Sports Oyj, 31.10.2019.

4.5.2 Markkinahinnasta poikkeaminen

Markkinahinnasta saatetaan joutua poikkeamaan tilanteessa, jossa käypää hintaa ei voida luotettavasti arvioida toteutuneiden kauppojen perusteella.³⁵³ Tällöin keskeisin perusta poiketa pörssiosakkeen markkinahinnasta on lunastajan tai muun tahon väärä vaikuttaminen osakkeen arvoon.³⁵⁴ Väärinkäytös voi ilmetä sekä arvopaperimarkkinaoikeudellisena että osakeyhtiöoikeudellisena loukkauksena.³⁵⁵

Ensinnäkin voi olla kyse tilanteesta, jossa on ”kamppailtu” yhtiöoikeudellisesti merkittävän rajan saavuttamiseksi tai menettämiseksi merkittävästi ”marginaaliosakkeista”. Tämä tilanne viittaa määräävän osakkeenomistajan pyrkimykseen saavuttaa lunastukseen oikeuttavan yhdeksän kymmenesosan enemmistön.³⁵⁶ Toisaalta voi olla kyse tilanteesta, jossa ostajalla on monopoliasema, jolloin vaihtoehtoisia ostajaehdokkaita ei ole, ja siten markkinahintaa ei pystytä luotettavasti muodostamaan.³⁵⁷ Pörssiyhtiöissä keskeisin syy poikkeamiseen on manipuloivat toimet. Tällaisia toimia voivat olla poikkeuksellinen ja ristiriitainen markkinatiedottaminen tai lunastustarjouksessa viivyttely.³⁵⁸ Käypänä hintana pidetään hintaa, joka olisi ilman vaikutusvallan väärinkäyttöä.³⁵⁹ Seuraavassa luvussa tarkastellaan omana erityisenä syynä osingonjaon merkitystä lunastushinnan määrittämisessä ja sitä, miten osingonjako on otettava huomioon.

³⁵³ Mähönen – Villa 2020, s. 873.

³⁵⁴ Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 536, Vahtera 2011, s. 353 ja Pönkä 2015, s. 670.

³⁵⁵ Vahtera 2011, s. 353.

³⁵⁶ Kyläkallio ym. 2020, s. 210.

³⁵⁷ Tämä on hyvin epätavallinen tilanne, ja tulee kyseeseen lähinnä yksityisten yhtiöiden kohdalla.

³⁵⁸ Mähönen – Villa 2020, s. 874.

³⁵⁹ Vahtera 2011, s. 353–354.

5 OSINGONJAON MERKITYS LUNASTUSHINNAN MÄÄRITTÄMISESSÄ

5.1 Siirtyminen osingonmaksutiheyden kasvattamiseen

Suomessa osingonjaosta päätetään tavallisesti kerran tilikaudessa ja osinko maksetaan yhtenä eränä. Pörssiyhtiöt ovat kuitenkin vähitellen alkaneet omaksua osingonjakopolitiikkaa, jonka mukaan osingosta päätetään useammin kuin kerran ja osinko maksetaan useammassa erässä.³⁶⁰ Osa pörssiyhtiöistä on myös siirtynyt kvartaaliosingon pariin, eli osinkoa jaetaan neljännesvuosittain.³⁶¹ Tämä tarkoittaa siirtymistä kansainväliseen käytäntöön, jossa osingonjako toteutetaan useassa erässä saman tilikauden aikana. Kuten hallituksen esityksessä ja oikeuskirjallisuudessa on todettu, osingonjako voi muodostaa erityisen syyn poiketa vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisestä julkisen ostotarjouksen jälkeen.³⁶²

Kysymys osingon vaikutuksesta on siis yhä useammin esillä julkisten ostotarjousten yhteydessä. Tämä on johtanut siihen, että yhtiökokous on saattanut jo päättää tai valtuuttaa hallituksen päättämään osingosta, joka kohdistuu julkisen ostotarjousmenettelyn ja lunastusmenettelyn väliseen aikaan³⁶³. Tällöin on tarkasteltava, miten osinkoa tulisi arvioida ostotarjouksen jälkeisessä vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisessä. Aihetta ei ole kuitenkaan tarkemmin suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa käsitelty, johtuen osittain siitä, että ilmiö on uusi suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla.³⁶⁴

Osingonjaon vaikutuksen lunastushintaan tällaisessa tilanteessa voidaan katsoa rakentuvan osakeyhtiöoikeudellisen päätöksentekoon ja siihen, kohdellaanko osinkoa velkana vai varojenjakona. Tällaisessa tilanteessa on huomioitava OYL:n varojenjakosäännökset, joita käsittelen soveltuvien osin tutkielman rajausten puitteissa. Huomataan myös, että osinkoa koskevassa päätöksenteossa kohdeyhtiön on arvioitava yhtiön maksukyky, joka vaikuttaa siihen, voidaanko osinkoa ja mahdollista jälkimmäistä osinkoerää jakaa.

³⁶⁰ Ks. esim. Kauppalehti, osinkokalenteri.

³⁶¹ Tällä hetkellä Citycon Oyj ja Verkkokauppa.com Oyj jakavat osinkoa kvartaaleittain. Ruotsissa Cibus Nordic Real Estate AB on ensimmäinen ruotsalainen pörssiyhtiö, joka on siirtynyt jakamaan osinkoa useammassa erässä.

³⁶² HE 6/2006 vp, s. 47. Ks. myös Parkkonen – Knuts 2014, s. 524

³⁶³ Ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välinen aika vaihtelee 1–3 kuukauteen.

³⁶⁴ Osingonjaon vaikutusta on käsitelty ratkaisussa KKO 2009:19, jossa osingosta päätettiin lunastusmenettelyn aikana. Koska lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeisiä tapahtumia ei huomioida lunastushinnassa, ei tapaus sovellu muutoin kuin soveltuvien osin tarkasteltavaan aiheeseen.

Perinteisesti suomalaiset pörssiyhtiöt ovat jakaneet osingon kerran tilikauden aikana.³⁶⁵ Lainsäädännöllisesti estettä ei kuitenkaan ole sille, että osinkoa jaettaisiin useamman kerran tilikauden aikana. Syynä osingonmaksusta pidättäytymiseen voidaan siten pitää traditionaalista perinnettä. Lisäksi yhtenä syynä on pidetty liian suuria transaktiokustannuksia.³⁶⁶

Millerin ja *Modiglianin* mukaan osingonmaksutiheydelle ei tule antaa merkitystä osakkeen arvostuksessa. Heidän mukaansa osingon vaikutus on irrelevantti tekijä osakkeen arvostuksessa täydellisillä markkinoilla. Osakkeenomistajat eivät arvosta osingonmaksua korkeammalle kuin pääomaan kasvattamista.³⁶⁷ Toisaalta *Millerin* ja *Modiglianin* mallinnukselle ei tule antaa liian suurta merkitystä enää. Uusimpien tutkimusten perusteella näyttää siltä, että osingonmaksutiheyden kasvattamisella ja osakkeen arvostuksen välillä on olemassa vahva korrelaatio. Lisäksi on katsottu, että yhtiön antama tiedote markkinoille osingonmaksukertojen lisäämisestä korreloi yhtiön tuottojen kanssa ja vähentämisilmoitus puolestaan laskee tuottoja.³⁶⁸ Tiheämpi tuotonmaksufrekvenssi vaikuttaa korkeampaan efektiiviseen vuosituottoon. Tällöin, mitä useammin osinkoa maksaa, sitä korkeampi tuotto on.³⁶⁹

Tiheämmän osingonmaksun lisäämistä on perusteltu myös paremman kassavirran hallinnan perusteella. Tällöin kassavirran hallinta tehostuu, kun isoja osinkoeräiä ei tarvitse maksaa kerralla, vaan tasaisesti vuoden aikana. Aiemmin osa suomalaisista pörssiyhtiöistä on joutunut rahoittamaan osingonmaksun vieraalla pääomalla, mikä on lisännyt rahoituskuluja.³⁷⁰

Tutkielman viides luku rakentuu siten, että ensin tarkastellaan OYL:n mukaista osingonjakoa, jossa on otettava huomioon varojenjakosäännökset ja maksukyky. Näiden pohjalle rakentuu kohdeyhtiön päätöksenteko, jonka valossa tulkitaan tarkemmin osingon mahdollista vaikutusta lunastushinnan määrittämiseen. Lopuksi arvioidaan osingon vaikutusta osakkeenomistajan arvon kannalta ja tekijöitä, joiden perusteella osinkoa on arvioitava lunastushinnan määrittämisessä.

³⁶⁵ Ks. Arvopaperi 31.12.2020.

³⁶⁶ Ferris ym. 2010, s. 158.

³⁶⁷ Miller – Modigliani 1961, s. 412–415.

³⁶⁸ Ferris ym. 2010, s. 167–168. Ks. myös Knüpfer – Puttonen 2018, s. 18–19, joiden mukaan mitä useammin ja luotettavammin yhtiö kertoo tuloskehityksestään, sitä turvallisemmin mielin sijoittaja voi yhtiön osakkeita omistaa.

³⁶⁹ Knüpfer – Puttonen 2018, s. 81–82.

³⁷⁰ Taloustaito 25.2.2019.

5.2 OYL:n mukainen varojenjakko yleisesti

5.2.1 Varojenjaossa noudatettavat säännökset

Lähtökohtaisesti Suomen osakeyhtiöoikeudessa on katsottu, että osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille OYL 1:5 periaatteen mukaisesti.³⁷¹ Yhtiön toiminnan aikana tämä tarkoitus toteutuu pääsääntöisesti voitonjaolla eli jakamalla osakkeenomistajille osinkoa.³⁷² Voiton jakaminen ei ole kuitenkaan vapaata, vaan sitä rajoittaa varojenjakoa koskevat säännökset.³⁷³

Varojenjakoa on yhtiön varojen luovuttaminen yhtiön ulkopuolelle ilman vastiketta tai ilman liiketaloudellista perustetta.³⁷⁴ Osakeyhtiön varojenjaosta säädetään OYL 13 luvussa. Yhtiön varoja voidaan laillisesti jakaa osakkeenomistajille vain OYL 13:1:n mukaan voitonjaosta (osinko) ja varojen jakamisesta vapaan oman pääoman rahastosta. Tämän lisäksi varoja voidaan jakaa osakepääoman alentamisella, omien osakkeiden hankkimisella ja lunastamisella sekä purettaessa ja poistaessa yhtiö rekisteristä. Muu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää yhtiön velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjakoa. Tutkielmassa käsitellään ainoastaan ensimmäisen kohdan voitonjakoon (osinkoon) perustuvaa varojenjakoa tutkielman rajausten vuoksi.

Varojenjakorajoituksille on erotettavissa neljä funktiota: velkojien suojausfunktio, osakkeenomistajien suojaamisfunktio, laskentajärjestelmän järjestämisfunktio ja yleisen edun suojaamisfunktio.³⁷⁵ Näistä merkittävin ja vanhin funktio on velkojien suojausfunktio, jonka mukaan yhtiössä on säilytettävä minimimäärä varoja velkojien vaatimusten vuoksi. Tämä voidaan turvata vähimmäisosakepääomaan liittyvillä säännöksillä.³⁷⁶ Lisäksi varojenjaon on perustuttava OYL 13:3:n mukaan viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen. Tilinpäätöksen ei toisaalta tarvitse perustua edelliseen tilikauteen.³⁷⁷ Varojenjaossa on otettava huomioon tilinpäätöksen laatimisen jälkeen yhtiön taloudellisessa asemassa tapahtuneet olennaiset muutokset OYL 13:3:n mukaisesti. Tämä korostaa johdon huolellisuusvelvoitetta varmistua

³⁷¹ Mähönen – Villa 2020, s. 411. Paljon keskustelua on herännyt myös siitä, tulisiko voiton tuottamisen tarkoitus pitää yhtiön toiminnan tarkoituksena.

³⁷² Kyläkallio ym. 2020, s. 1076.

³⁷³ Kyläkallio ym. 2020, s. 1076.

³⁷⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 13.

³⁷⁵ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 413–428.

³⁷⁶ Mähönen – Villa 2020, s. 413. Tämä viittaa OYL 1:3 pääoman pysyvyys periaatteeseen. Tutkielmassa käsitellään ainoastaan velkojien suojausfunktioita varojenjaon yhteydessä. Muita funktioita käsitellään ainoastaan soveltuvin osin.

³⁷⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 51.

siitä, että jaettava määrä ehdotettaessa tai jakoa täytäntöönpannassa yhtiö säilyy maksukykyisenä varojenjaon jälkeenkin. Tällä tarkoitetaan maksukykytestiä, jonka yhtiön on otettava huomioon varoja jaettaessa.³⁷⁸ Lisäksi varojenjaossa on huomioitava yhdenvertaisuusperiaate, minkä vuoksi osakkeenomistajien on saatava samanarvoinen omaisuus varojenjaossa osakeomistusten mukaisesti.³⁷⁹

Tutkielmassa käsitellään varojenjako ainoastaan julkisten yhtiöiden osalta. Tutkielman rajausten vuoksi jäljempänä käsitellään tarkemmin ainoastaan yhtiön maksukykyä ja päätöksentekoa päätettäessä voitonjako.

5.2.2 Osinko voitonjakona

Voiton tuottaminen osakkeenomistajille hahmotetaan osakkeenomistajien residuaaliaseman kautta. Osakkeenomistajien korvaus sijoittamastaan panoksesta eli osingon suuruus riippuu yhtiön menestyksestä. Tällöin, mitä enemmän yhtiö tuottaa voittoa, sitä enemmän osakkeenomistajat saavat tuottoa sijoitukselleen ja vastaavasti kantavat residuaaliriskin siitä, ettei yhtiö tuota voittoa.³⁸⁰ Siten oikeus residuaalituottoon tulee olla osakkeenomistajalla eikä muilla sidosryhmillä, ja siksi osakkeenomistajalla on residuaaliriskin kantajana valta päättää yhtiön asioista.³⁸¹

Yhtiön toiminnan tarkoituksena voidaan katsoa tarkoittavan yksinkertaistettuna osakkeen arvon kasvattamista tai voiton jakamista osakkeenomistajille. Tämä taloustieteelliseen voiton maksimointiin perustuva näkemys on helposti liitettävissä pörssi-yhtiön oikeudelliseen sääntelyyn, jossa voiton tuottamisen tarkoitus näyttäytyy selkeimmin.³⁸² Jos yhtiö ei tavoittele voiton maksimointia, voivat ulkopuoliset tahot pyrkiä saamaan yhtiön määräysvallan ja vaihtamaan johdon voittoa maksivoimaan johtoon³⁸³, kuten julkisissa ostotarjouksissa usein tapahtuu.

Konkreettisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille tapahtuu osakeyhtiölain säännöksiä noudattaen. Tästä seuraa, että OYL 13:5:n mukaan, jollei yhtiön maksukykyistä muuta johdu,

³⁷⁸ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 462–462.

³⁷⁹ HE 109/2005 vp, s. 39.

³⁸⁰ Vahtera 2011, s. 142.

³⁸¹ Easterbrook – Fischel 1991, s. 67–68.

³⁸² Vahtera 2011, s. 141.

³⁸³ Vahtera 2011, s. 142.

yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat sekä määrä, joka on kehitysmenona merkitty taseeseen kirjanpitolain mukaisesti.³⁸⁴ Tällä tarkoitetaan sitä, että osakkeenomistajat voivat jakaa vapaan oman pääoman ilman velkojien suostumusta, jos yhtiö ei ole maksukyvytön eikä jaon seurauksena tule maksukyvyttömäksi.³⁸⁵

Vapaalla omalla pääomalla tarkoitetaan yhtiön voittovaroja, joita ovat viimeisimmän tilikauden voitto, aikaisempien tilikausien voitto sekä kesken tilikauden oleva voitto, jos tilinpäätös on laadittu kesken tilikauden. Lisäksi vapaata omaa pääomaa on yhtiöjärjestyksen määräyksen tai yhtiökokouksen päätöksellä päätetyt vapaaehtoiset rahasto sekä SVOP-rahasto.³⁸⁶ Sidottua omaa pääomaa ovat OYL 8:1:n mukaan kirjanpitolain mukainen arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto.

Osingonjaosta päätetään ensisijaisesti yhtiökokouksessa OYL 5:26:n mukaisella enemmistö päätöksellä. Tällöin päätökseksi muodostuu ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä.³⁸⁷ Osingonjakopäätös perustuu pääsääntöisesti hallituksen tekemään ehdotukseen. Tästä ehdotuksesta yhtiökokous ei saa jakaa hallituksen ehdottamaa määrää enempää tai vähempää.³⁸⁸

Yhtiökokous voi myös valtuuttaa OYL 13:6:n mukaisesti hallituksen päättämään osingonjaosta vapaan oman pääoman rahastosta yhtiökokouksen valtuuttaman enimmäismäärän rajoissa. Tämä valtuutus on voimassa seuraavan varsinaisen yhtiökokouksen alkuun asti. Yhtiökokouksen tulee maininta valtuutus päätöksessä jaettavan osingon enimmäismäärä sekä mistä varoista jako tehdään. Hallituksen jakopäätös voi koskea valtuutusta pienempää määrää, jos hallitus näin harkitsee. Hallituksen päätöksessä on myös noudatettava samoja säännöksiä koskien tilintarkastettua tilinpäätöstä, tasetestiä ja maksukykyä.³⁸⁹

³⁸⁴ Valtioneuvoston (VN) selvityksessä esitetään, että 13:5 lisättäisiin viimeiseksi virkkeeksi ”Jaossa on otettava huomioon tilinpäätöksen laatimisen jälkeen yhtiön taloudellisessa asemassa tapahtuneet olennaiset muutokset”. VN 2020:37, s. 105.

³⁸⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 64.

³⁸⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 64. Huomionarvoista on, että tilikauden tai aikaisempien tilikausien tappio vähentää jakokelpoisia varoja.

³⁸⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 67–68.

³⁸⁸ Mähönen – Villa 2020, s. 487. Poikkeuksen muodostaa kuitenkin OYL 13:7:n mukainen vähemmistöosinko, jota vähemmistöosakkeenomistajat, jotka omistavat vähintään yhden kymmenesosan kaikista osakkeista vaatia.

³⁸⁹ HE 109/2005 vp, s. 128. Ks. myös Mähönen – Villa 2020, s. 504.

Hallituksen valtuutusta käytetään erityisesti silloin, kun OYL 13:2:n maksukykytesti estää osingonjaon yhtiökokouksen päätöksentekohetkellä, jolloin jakopäätöstä siirretään siihen saakka, kunnes yhtiön rahoitustilanteen voidaan katsoa parantuneen.³⁹⁰ Antamalla hallitukselle valtuus päättää osingon jakamisesta, mahdollistetaan osingonjako useamman kerran yhden tilikauden aikana.³⁹¹

Oikeus osinkoon syntyy osingonjakopäätöksen myötä. Tällöin pelkkä tilinpäätöksen vahvistamispäätös ei riitä osingonjaon toteuttamiseen, vaan yhtiön on nimenomaisesti tehtävä päätös osingosta. Osingonjakopäätös synnyttää yhtiön osakkeenomistajalle velkojan oikeuden maksettavaan osinkoon. Päätöksen perusteella velkojan asemassa oleva osakkeenomistaja ei voi kuitenkaan periä velkaa, sillä velka ei vielä eräänny samalla, kun osingon maksusta on päätetty.³⁹² Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että jaettavaa osinkoa vastaava määrä kirjataan vapaasta omasta pääomasta lyhytaikaiseksi velaksi, joka on lähtökohtaisesti samassa asemassa kuin yhtiön muutkin velat. Yleensä yhtiökokous ilmoittaa osingon maksuhetken tai valtuuttaa hallituksen etenkin jälkimmäisen erän osalta päättämään maksuajankohdan.³⁹³ Mikäli yhtiökokous ei ilmoita varojen maksuajankohtaa, katsotaan varat yleensä maksettavaksi välittömästi päätöksen jälkeen.³⁹⁴

Pörssiyhtiöiden kohdalla on lisäksi huomioitava osingon maksupäivä ja täsmäytyspäivä. OYL 3:14 c.2:n mukaan arvo-osuusjärjestelmään kuuluvaan osakkeeseen perustuva oikeus saada suoritus yhtiöstä varoja jaettaessa, oikeus saada osakkeita tai muu vastaava oikeus on sillä, jolle osake kuuluu varojenjako- tai osakeantipäätöksessä taikka muussa päätöksessä määrättyä täsmäytyspäivänä. Myös osakkeiden lunastamista koskevassa päätöksessä voidaan määrätä täsmäytyspäivästä. Pörssiyhtiöiden on määrättävä täsmäytyspäivän lisäksi tuotonmaksun maksupäiväksi kolmas täsmäytyspäivän jälkeinen Target-päivä.³⁹⁵

Yleensä osinko päätetään tietyksi rahamääräksi osaketta kohti³⁹⁶, vaikka toisin voidaan päättää yhtiökokouksen päätöksellä tai mainita yhtiöjärjestyksessä toisin. Tätä tapaa käytetään etenkin

³⁹⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 74.

³⁹¹ HE 109/2005 vp, s. 128.

³⁹² Kyläkallio ym. 2020, s. 1085–1086. Vrt. KILA 1542/1998, kirjanpitolautakunnan mukaan osingonjakovelka syntyy, kun osingosta on päätetty yhtiökokouksessa vahvistetun tilinpäätöksen perusteella.

³⁹³ Tämä on yleinen käytäntö markkinoilla. Ks. esim. Citycon Oyj 22.3.2021.

³⁹⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 72.

³⁹⁵ Ks. Euroclear Finland säännöt 2019, kohta 4.6.4., s. 42.

³⁹⁶ Kyläkallio ym. 2020, s. 1084.

yhtiöiden kohdalla silloin, kun ehdotuksen tekemisen ja osingon jakamisen välisenä aikana osakkeiden määrä saattaa muuttua. Lisäksi yhtiöissä, joissa omistuspohja on laaja, on helpompi ymmärtää jaettava määrä, kun se ilmoitetaan osakekohtaisena.³⁹⁷ Tämän voidaan katsoa kohdentuvan pörssiyhtiöihin, joiden osakkeet ovat likvidiä ja joiden omistuspohja on usein hyvin laaja.

5.2.3 Osingonjaossa huomioitava maksukyky

Yhtiön maksukyky vaikuttaa ratkaisevasti siihen, voidaanko osinkoa maksaa. Näin ollen osingonjaosta päätettäessä on arvioitava yhtiön maksukykyä. OYL 13:2:n mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden.

Taustalla vaikuttaa OYL:n periaate osakkeenomistajien saatavien viimesijaisuudesta suhteessa velkojiin. Periaate ei toteudu, mikäli yhtiö kykenisi jakamaan varoja itselleen aiheuttaen yhtiön maksukyvyttömyyden ja mahdollisen konkurssin, jolloin velkojat jäisivät ilman saatavia. Säännöksellä pyritään varmistamaan velkojien suojaaminen ja yhtiön säilyminen going concern -tilassa.³⁹⁸

Maksukykyisyydestä sovelletaan varojenjako koskevien säännösten lisäksi, mikä tekee varojenjako koskevan testin kaksiosaiseksi: ensin selvitetään, onko varojenjako mahdollista osingonjakoa koskevan 13:5:n tasetestin mukaan ja toiseksi, onko maksukykyisyydestin perusteella vähennettävä jaettavaa määrää.³⁹⁹ Maksukykyisyydestin tarkoituksena on estää osakkeenomistajien opportunistinen käyttäytyminen velkojien kustannuksella. Velkojien intressissä on, että yhtiön toiminta jatkuu, ja etteivät osakkeenomistajat omalla toiminnallaan vaaranna sitä.⁴⁰⁰ Toiminnan jatkuvuutta ja maksukykyä arvioitaessa korostuu tulevaisuutta koskevat kassavirtaennusteet, erityisesti liikeloudellisessa tarkastelussa vakiintuneet tunnusluvut ja erilaiset rahoitusta koskevat laskelmat.⁴⁰¹

Maksukyvyyn arviointi kuuluu varojenjaosta päättävälle elimille, eli yleensä yhtiökokoukselle tai hallitukselle silloin, kun yhtiökokous valtuuttaa hallituksen päättämään osingon jakamisesta

³⁹⁷ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 70.

³⁹⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 41.

³⁹⁹ HE 109/2005 vp, s. 126.

⁴⁰⁰ Mähönen – Villa 2020, s. 463.

⁴⁰¹ Blummé – Kaarenoja – Suontausta 2007, s. 174.

tai varojenjaosta vapaan pääoman rahastosta. Kuitenkin hallituksen rooli korostuu maksukyvyttömyyden arvioinnissa, sillä yleensä hallitus tekee ehdotuksen yhtiökokoukselle varojenjaosta ja myös vastaa jakopäätöksen täytäntöönpanosta.⁴⁰²

Osingonjakoa täytäntöönpantaessa maksukyvyn arviointi kuuluu hallituksen huolellisuusvelvollisuuden piiriin. Tästä seuraa se, ettei hallitus saa ehdottaa tai hyväksyä yhtiön osingonjakoa, jos se tietää tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai että jako aiheuttaa maksukyvyttömyyden. Sama koskee myös osakkeenomistajia.⁴⁰³

Maksukyvyn arviointihetkellä on merkittävä vaikutus siihen, voidaanko osinkoa jakaa ja miten se vaikuttaa lunastushinnan määrittämiseen. On katsottu, että arviointi tehdään päätöksentekohetkellä tai mahdollisimman lähellä sitä, eikä vasta varojen maksuhetkellä. Siten kun yhtiö on päättänyt osingon jakamisesta, osinko kirjataan lyhytaikaiseksi velaksi. Tällöin ei ole merkitystä sillä, mitä jakopäätöksen ja maksun aikavälillä tapahtuu, koska osinkovelka on maksettava⁴⁰⁴.

Tilanteessa, jossa maksukyvyn arviointihetkestä on kulunut aikaa, on arviointi hankalampaa. Esimerkiksi tilanteessa, jossa osinko ei ole nostettavissa välittömästi päätöksen jälkeen, vaan osinko eräännyy yhtiökokouksen tai hallituksen päätöksellä maksettavaksi myöhemmin.⁴⁰⁵ Tällainen tilanne on juuri kyseessä, kun päätetään jälkimmäisistä osinkoeristä. Airaksinen ym. katsoo, että maksukykyisyydesti tehdään jakopäätöksen yhteydessä eikä enää saatavan eräännyessä maksettavaksi.⁴⁰⁶ Näin ollen yhtiön johdon tulee varmistua siitä, että yhtiö säilyy jaettavaa määrää ehdotettaessa ja osingonjakoa täytäntöönpantaessa vielä maksukykyisenä varojenjaon jälkeenkin.

Mähönen ja Villa ovat puolestaan päätyneet tulkintaan, jonka mukaan osinkoa tulisi kohdella aina varojen jakamisena eikä osingon yhtiöoikeudellinen luonne voi siten olla tavallinen velan maksaminen, jos varojenjakoa loukkaa maksukykyä. Näin ollen maksukykyttesti tulisi tehdä aina

⁴⁰² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 45. Hallituksella voidaan katsoa olevan paremmat mahdollisuudet arvioida yhtiön maksukykyä kuin yhtiökokouksella.

⁴⁰³ Kyläkallio ym. 2020, s. 1089. K. samansuuntaisesti Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 46.

⁴⁰⁴ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 46–47. Näin myös Kyläkallio ym. 2020, s. 1090. On huomattava, että tämän oletettaman voidaan katsoa perustuvan yhden osinkoerän maksamiseen.

⁴⁰⁵ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 47.

⁴⁰⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 47. Vrt. Mähönen – Villa 2020, s. 477, joiden mukaan arviointi on tehtävä päätettäessä ja maksettaessa.

osingosta päätettäessä ja osingon maksuhetkellä.⁴⁰⁷ Osingonjaon päätöksentekotavat vaikuttavat siihen, milloin maksukykytesti on tehtävä. Näitä päätöksentekotapoja tarkastellaan seuraavaksi.

5.3 Osingonjaon päätöksentekotavat pörssiyhtiöissä

Kuten edellä on esitetty, yhtiöt tavallisesti jakavat osinkoa kerran tilikauden aikana. Estettä ei kuitenkaan ole sille, että osinkoa päätetään jakaa useammassa erässä tai että osingon jakamisesta päätetään useamman kerran saman tilikauden aikana.⁴⁰⁸ Keväällä 2021 suomalaisista pörssiyhtiöistä noin 30 yhtiötä siirtyi jakamaan osinkoa useammassa kuin yhdessä erässä.⁴⁰⁹ Se miten osinkoa tulisi kohdella lunastushinnan määrittämisessä riippuu osaksi siitä, miten kohdeyhtiö päättää osingosta. Tämän vuoksi on syytä aluksi esittää tavat, joilla suomalaiset pörssiyhtiöt toteuttavat osingonjakopolitiikkaa useamman erän kohdalla.

Pääsääntöisesti osingonjaosta päätetään yhtiökokouksessa OYL 5:26:n mukaisella enemmistöllä. Tavanomaisesti päätös syntyy varsinaisessa yhtiökokouksessa, jossa on OYL:n mukaan käsiteltävä taseen osoittaman voiton käyttämisestä. Estettä ei kuitenkaan ole sille, että päätös tehdään ylimääräisessä yhtiökokouksessa. Siten päätöksiä voidaan tehdä useampi vuoden aikana.⁴¹⁰

Esimerkiksi Nokian Renkaat Oyj:n yhtiökokous päätti osingonjaosta kahdessa erässä 31.3.2021 pidetyssä varsinaisessa yhtiökokouksessa seuraavasti:

”Yhtiökokous päätti, että tilikaudelta 1.1.–31.12.2020 maksetaan osinkoa 1,20 euroa osakkeelta. Osinko maksetaan kahdessa erässä seuraavasti: ensimmäinen erä 0,60 euroa osakkeelta maksetaan 15.4.2021 osakkeenomistajille, jotka ovat osingonmaksun täsmäytyspäivänä 1.4.2021 merkittynä Euroclear Finland Oy:n ylläpitämään Yhtiön osakasluetteloon, ja toinen erä 0,60 euroa osakkeelta maksetaan joulukuussa 2021 osakkeenomistajille, jotka ovat osingonmaksun täsmäytyspäivänä rekisteröitynä Euroclear Finland Oy:n ylläpitämään Yhtiön osakasluetteloon. Hallitus päättää 2.11.2021 pidettäväksi suunnitellussa kokouksessaan osingonmaksun toisen erän täsmäytyspäivän ja maksupäivän. Toisen erän suunniteltu täsmäytyspäivä on 4.11.2021 ja

⁴⁰⁷ Mähönen – Villa 2020, s. 477.

⁴⁰⁸ Kyläkallio 2020 ym. 1084.

⁴⁰⁹ Ks. Kauppalehti, osinkokalenteri.

⁴¹⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 67.

osingon maksupäivä viimeistään 9.12.2021. Yhtiö julkistaa hallituksen päättämän toisen erän täsmäytyspäivän ja maksupäivän erikseen.”⁴¹¹

Esimerkin mukaisessa päätöksessä osakkeenomistajan tulee omistaa osakkeet täsmäytyspäivänä. Tämä käytännössä tarkoittaa sitä, että osakkeenomistajan tulee omistaa osakkeet päätöspäivänä 2.11.2021, sillä Euroclearin säännöt edellyttävät kaksi selvityspäivää rekisteritapahtuman selvittämiseksi.⁴¹² Päätöksestä käy ilmi hallituksen ehdotus, johon yhtiökokous on sidottu. Jos hallitus ei tee ehdotusta varojenjaosta, voi osingonjako estyä kokonaan, ellei osakkeenomistajat vaadi OYL 13:9:n mukaista vähemmistöosinkoa.⁴¹³ Mahdollisuutta vaatia vähemmistöosinkoa ei kuitenkaan lähtökohtaisesti lunastusmenettelyssä ole, koska tarjouksentekijä on saavuttanut yli 90 prosentin omistusosuuden kohdeyhtiön osakkeista.

Toinen keino päättää osingonjaosta on valtuuttaa hallitus päättämään. Pörssiyhtiöissä hallituksen valtuutuksen käyttäminen on katsottu mahdollistavan usean osinkoerän maksamisen saman tilikauden aikana.⁴¹⁴ Esimerkiksi Citycon Oyj:n varsinainen yhtiökokous päätti hallituksen ehdotuksen mukaisesti, että osinkoa ei jaeta varsinaisen yhtiökokouksen päätöksen perusteella, vaan hallitus valtuutettiin päättämään kvartaaliosingosta seuraavasti:

”Merkittiin, että hallitus oli ehdottanut yhtiökokoukselle, että 31.12.2020 päättyneeltä tilikaudelta vahvistettavan taseen perusteella ei jaeta osinkoa varsinaisen yhtiökokouksen päätöksellä ja lisäksi, että hallitus valtuutetaan päättämään harkintansa mukaan osingonjaosta ja varojen jakamisesta sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta seuraavasti: Valtuutuksen perusteella jaettavan osingon määrä on yhteensä enintään 0,05 euroa osakkeelta ja osakkeenomistajille sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta jaettavan pääoman palautuksen määrä on yhteensä enintään 0,45 euroa osakkeelta. Yhtiön tällä hetkellä liikkeeseen laskemien osakkeiden kokonaismäärän perusteella valtuutus tarkoittaisi osinkona enintään 8 899 926,25 euroa ja pääoman palautuksena enintään 80 099 336,25 euroa. Valtuutus olisi voimassa seuraavan varsinaisen yhtiökokouksen alkuun asti.

⁴¹¹ Nokian Renkaat Oyj 31.3.2021.

⁴¹² Euroclear Finland Säännöt 2019, 5.2.18, s. 48.

⁴¹³ Kyläkallio ym. 2020, s. 1095. Tällaisessa tilanteessa hallitus yleensä antaa suostumuksensa. Toisaalta suostumusta ei saa antaa, jos maksukyky vaarantuu. Ks. KKO 1997:103.

⁴¹⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 75.

Ellei hallitus perustellusta syystä päättä toisin, valtuutuksen perusteella jaetaan osinkoa ja/tai pääoman palautusta neljä kertaa valtuutuksen voimassaoloaikana. Hallitus tekee erilliset päätökset kustakin osingonmaksusta ja/tai pääoman palautuksesta siten, että osinkojen ja/tai pääoman palautusten alustavat täsmäytys- ja maksupäivät ovat alla mainitut. Citycon julkistaa tällaiset päätökset erikseen.”⁴¹⁵

Kun hallitus päättää valtuutuksen nojalla osingosta, tehdään arviointi yhtiön maksukykyvystä ja vapaan oman pääoman määrästä vasta jakopäätöksen tekohetkellä, eli kun hallitus päättää osingonjaosta. Tässä korostuu maksukykyiseen arviointihetki, sillä yhtiökokouksen antama valtuutus on vain valtuutus eikä päätös.⁴¹⁶

Kolmas keino toteuttaa osingonjako useassa erässä on edellä kuvattujen yhdistelmä. Tällä tarkoitetaan sitä, että yhtiökokous päättää ensin osingonjaosta yhdessä erässä ja sen lisäksi valtuuttaa hallituksen päättämään jälkimmäisestä erästä myöhemmin. Tätä tapaa on käyttänyt noin 10 yhtiötä vuoden 2021 aikana⁴¹⁷. Esimerkiksi Terveystalo Oyj:n varsinaisessa yhtiökokouksessa yhtiökokous päätti ensimmäisen erän 0,13 euroa osakkeelta ja hallitus valtuutettiin päättämään toisen erän osalta:

”Yhtiökokous päätti hallituksen ehdotuksen mukaisesti, että 31.12.2020 päättyneeltä tilikaudelta vahvistetun taseen perusteella jaetaan osinkoa 0,13 euroa osakkeelta (eli nykyisellä osakemäärällä yhteensä noin 16,5 miljoonaa euroa). Osinko maksetaan osakkeenomistajalle, joka on osingonmaksun täsmäytyspäivänä 29.3.2021 merkittynä Euroclear Finland Oy:n pitämään yhtiön osakasluetteloon. Osinko maksetaan 7.4.2021.

Lisäksi hallitus valtuutettiin päättämään harkintansa mukaan osingonjaosta seuraavasti: Valtuutuksen perusteella jaettavan osingon määrä on enintään 0,13 euroa osakkeelta. Valtuutus on voimassa seuraavan varsinaisen yhtiökokouksen alkuun asti. Ellei hallitus perustellusta syystä päättä toisin, valtuutuksen perusteella jaetaan osinkoa yhden kerran valtuutuksen voimassaoloaikana. Näin meneteltäessä hallitus tekee erillisen päätöksen osingonjaosta siten, että osinko maksettaisiin alustavasti marraskuun 2021 loppuun mennessä. Yhtiö julkistaa tällaisen päätöksen erikseen ja vahvistaa samassa yhteydessä lopulliset täsmäytys- ja maksupäivät. Hallituksen päätöksen perusteella jaettava osinko maksetaan osakkeenomistajalle, joka on

⁴¹⁵ Citycon Oyj 22.3.2021

⁴¹⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 74.

⁴¹⁷ Ks. Kauppalehti, osinkokalenteri.

osingonmaksun täsmäytyspäivänä merkittynä Euroclear Finland Oy:n pitämään yhtiön osakasluetteloon.⁴¹⁸

Edellä esitetyn perusteella huomataan, että on kolme keinoa, jolla pörssiyhtiöt toteuttavat osingonjakoa useamman osinkoerän kohdalla: yhtiökokouksen päätöksellä, hallituksen päätöksellä valtuutuksen nojalla sekä yhtiökokouksen ja hallituksen yhdistelmänä. Seuraavassa luvussa kulminoituu kaikki edellä kuvatut varojenjakoa koskevat tekijät, jotka vaikuttavat siihen, miten osinkoa tulisi kohdella ostotarjouksen jälkeisessä lunastusmenettelyssä ja lunastushinnan määrittämisessä. Luvussa tarkastellaan osingonjaon vaikutukset päätöksentekomekanismien mukaisesti.

5.4 Päätöksentekotavan vaikutus lunastushintaan

5.4.1 Yhtiökokous

Yhtiökokouspäätöksen perusteella jaettava osinko näyttää olevan käytetyin tapa päättää pörssiyhtiöissä osingon jälkimmäisistä eristä.⁴¹⁹ Ensin on syytä käsitellä tilanne, jossa yhtiökokous on päättänyt osingonjaosta, joka ajoittuu julkisen ostotarjouksen tarjousajan jälkeiseen aikaan. Tällöin nousee esille, mikä merkitys on annettava jo päätetylle osingolle ostotarjousta seuraavassa lunastusmenettelyn lunastushinnassa.

Osingon vaikutuksen lunastushinnan määräytymiseen voidaan nähdä rakentuvan lopulta yhtiöoikeudelliseen päätöksentekoon, ja siihen kohdellaanko osinkoa velkana vai puhtaasti yhtiöoikeudellisena varojenjakona. Lisäksi yhdenvertaisuusperiaate ja tasapuolisen kohtelun vaatimus vaikuttaa merkittävästi siihen, miten osinkoa tulee kohdella. Päätöksenteossa yhtiön on noudatettava OYL:n varojenjakosäännöksiä ja arvioitava yhtiön maksukyvyyn kannalta voidaanko osingonjako toteuttaa.

Ennen maksukykyisyyden arviointia yhtiön on arvioitava, tuleeko osinkoa kohdella yhtiön velkana osakkeenomistajille vai pidetäänkö osinkoa puhtaasti yhtiöoikeudellisena varojenjakona. Jos osinkoa kohdellaan taseessa olevana yhtiön velkana, kuten Airaksinen ym. katsoo, ei maksukykyä koskevaa arviointia tehdä enää osingonmaksuhetkellä, sillä maksukykyisyysarviointi on tehty aikaisemmin päätöksentekohetkellä. Tällöin päädyttäisiin

⁴¹⁸ Terveystalo Oyj 25.3.2021

⁴¹⁹ Pörssiyhtiöistä näin teki noin 20 yhtiötä vuonna 2021. Ks. Kauppalehti osinkokalenteri.

tulkintaan, jonka mukaan päätöksen myötä syntyvää osingonmaksua on kohdeltava velkana, jossa osakkeenomistajalle on syntynyt velvoiteoikeudellinen saaminen. Kyseessä on yhtiöoikeudellinen saaminen, jossa osakkeenomistaja on velkoja ja yhtiö velallinen ja tällöin velan määränä on jaettavaksi päätetty osinko.⁴²⁰

Tämän perusteella yhtiökokous on jo suorittanut maksukykyä koskevan arvioinnin tehdessään päätöstä myöhemmin maksettavista jälkimmäisistä osinkoeristä. Tämän tulkinnan perusteella yhtiön ei tulisi enää jälkimmäisten osinkoerien kohdalla arvioida yhtiön maksukykyä, vaan jo päätetty osinkovelka olisi maksettava osakkeenomistajille, joilla on osinkoa koskeva saaminen.

Mikäli päädytään kohtelemaan osinkoa Mähösen ja Villan tavoin puhtaasti varojenjakona, ei osingon yhtiöoikeudellinen luonne voi olla tavallinen velan maksaminen etenkin, jos varojenjakko loukkaa yhtiön maksukykyä. Tätä kantaa tukee myös maksusaantijärjestyksen tarkoitus, joka turvaa muiden sijoittajien asemaa osakkeenomistajien opportunistiselta käyttäytymiseltä. Jos osinko katsottaisiin tavalliseksi velaksi, kohdeltaisiin osakkeenomistajia ”samanarvoisina” yhtiön muiden velkojien kanssa eikä tällöin maksusaantijärjestyksellä olisi merkitystä.⁴²¹ Tämän perusteella maksukykytesti tulisi tehdä aina osingosta päätettäessä ja aina osingon maksuhetkellä. Näin ollen maksukykyä koskeva arviointi tulisi jälkimmäisen osinkoerän kohdalla tehdä vielä silloin, kun jälkimmäinen osinkoerä maksetaan eli jopa puolen vuoden kuluttua osingonjakopäätöksestä.

Mikäli yhtiökokouksen päätöksen perusteella jaettava osinko katsotaan yhtiön velaksi, on osinko jaettava. Jos osingonjako kohdistuu ostotarjouksen jälkeiseen aikaan, olisi mahdollista, että vähemmistöosakkeenomistajat saisivat kaksinkertaisen tuoton suhteessa tarjouksen hyväksyneisiin osakkeenomistajiin, mikä olisi vastoin yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti lunastusmenettelyyn osallistuvia ei tule kohdella eri tavoin kuin niitä, jotka ovat tarjouksen hyväksyneet eikä merkitystä tule antaa sille, missä vaiheessa osakkeenomistajat osakkeistaan luopuvat. Muutoin osakkeenomistajien ei kannattaisi hyväksyä ostotarjousta.⁴²²

⁴²⁰ Ks. Villa 2008b, s. 808.

⁴²¹ Mähönen – Villa 2020, s. 412.

⁴²² Ks. Ramirent Oyj 22.1.2020, s. 60 ja 70–71.

Mielestäni tällöin olisi perusteltua vähentää osinkoa vastaava määrä lunastushinnasta. Näin myös on katsottu välimieskäytännössä⁴²³. Merkitystä ei olisi edes vähemmistöosakkeenomistajien vähemmistösingolla, sillä osinko on joka tapauksessa maksettava. Toisaalta vähemmistöosakkeenomistajat eivät voi muutenkaan vaatia vähemmistöosinkoa, sillä lunastaja on ylittänyt yli 90 prosentin omistusosuuden lunastusmenettelyn käynnistyttyä.

Toiseksi saatettaisiin päätyä tilanteeseen, jossa tarjouksentekijä eli lunastaja hyötyisi yhtiökokouksen päätetystä osingosta, sillä yhtiön taseeseen kirjattu osinkovelka on maksettava osakkeenomistajille, joille yhtiö on osingon määrää vastaavan summan velkaa. Tässä vaiheessa ostotarjouksen hyväksyneiden osalta tarjouksentekijä on saavuttanut 90 prosentin omistusosuuden, jolloin tarjouksentekijä on oikeutettu osinkoon, mikäli on täsmäytyspäivänä osakkeenomistaja. Tällöin tarjouksentekijä kykenisi ”rahoittamaan” omaa ostotarjousta jakamalla ennen ostotarjousta päätetyn osingon, jolloin tarjouksentekijän maksama summa kohdeyhtiön osakkeista olisi todellisuudessa pienempi⁴²⁴.

Toisaalta, jos päädytään samankaltaiseen tulkintaan, jossa osingonjakamista pidetään aina varojenjakona eikä velkana, tulee maksukykyä koskeva arviointi tehdä aina osingosta päätettäessä ja maksettaessa. Tämän perusteella kohdeyhtiön olisi arvioitava jälkimmäisen osinkoerän kohdalla uudelleen osingonjakoa ja pidättäydyttävä siitä, mikäli maksukyky olisi huonontunut siten, ettei osinkoa voitaisi varojenjakosäännösten puitteissa jakaa. Se merkitsisi myös sitä, että yhtiökokouksen päätöksestä olisi poikettava. Osinko olisi edelleen mahdollista maksaa, mutta tällöin yhtiön tulisi arvioida päätöstä uusien seikkojen valossa.

On myös huomioitava, että markkinoille on muodostunut perusteltu odotus yhtiökokouksen päätöksen myötä maksettavasta osakkeesta. Tällöin sijoittajille on muodostunut perusteltu odotus siitä, että yhtiö aikoo maksaa tietyn suuruisen osingon, joka on heijastunut tehokkailla markkinoilla arvopaperin hintaan. Mikäli yhtiö pidättäytyy maksamasta osinkoa, heijastuu se myös arvopaperin hintaan laskien huomattavasti osakekurssia. Toisaalta, jos päätös pidättäytyä

⁴²³ Yhtiökokouksen päätös on tarjouksentekijän vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella ja se on markkinahinnassa hinnoiteltu. Tämän vuoksi tarjousvastiketta alennetaan, jos osinko irtoaa. Tällöin tarjottu hinta on taloudellisessa mielessä sama riippumatta siitä, milloin ostotarjous toteutetaan tai osake myydään, Ks. Ramirent 22.1.2020, s. 59–60.

⁴²⁴ Ks. KKO 2009:19.

osingon maksamisesta ajoittuu välimiesmenettelyn vireilletulon jälkeiseen aikaan, ei osakekurssin muutosta tule huomioida.

Edellä esitetyn perusteella voidaan päätyä tulkintaan, jonka mukaan yhtiökokouksen päätöksellä syntynyttä osinkoa olisi käsiteltävä varojenjakosäännösten nojalla. Yhtiön olisi uudelleen arvioitava maksukykyä ja pidättäytyä osingonjaosta. Tämä johtaa tulkintaan, jonka perusteella ostotarjousvastikkeessa olisi huomioitava yhtiökokouksen tekemä päätös tulevien osinkoerien maksusta. Tätä tulkintaa tosin rajoittaa se seikka, että ostotarjousvastike ei lähtökohtaisesti määräydy tulevaisuutta koskevien odotusten perusteella, vaan kaavamaisesti. Toisaalta, kuten jo VOYL:ssa ja OYL:n esitöissä on todettu, tulee lunastushinnan määrittämisessä ottaa huomioon kaikki asiaan vaikuttavat yksittäisseikat⁴²⁵.

5.4.2 Hallituksen päätös valtuutuksen nojalla

Kuten edellä on tuotu esille, toinen keino päättää jälkimmäisistä osinkoeristä on valtuuttaa hallitus yhtiökokouksen päätöksellä päättämään osingonjaosta. Tämän on katsottu mahdollistavan pörssiyhtiön osingonjaon useammassa erässä saman tilikauden aikana.⁴²⁶

Kun hallitus valtuutetaan tekemään osingonjakoa koskeva päätös, suoritetaan maksukykyä koskeva arviointi vasta silloin, kun osingosta päätetään. Näin ollen yhtiökokous ei suorita maksukykyyn arviointia silloin, kun tehdään päätös hallituksen valtuutuksesta, vaan maksukykyyn arviointi siirtyy ajankohtaan, jolloin varsinainen päätös osingonjaosta tapahtuu.⁴²⁷ Tällöin osinkoa kohdellaan varojenjakona eikä kyseessä ole osinkovelka, sillä osingosta ei ole tehty päätöstä vielä. Vasta hallituksen päätöksen myötä osakkeenomistajalle syntyy saaminen osinkoon.

Hallituksen tulee arvioida osingonmaksukykyä uudelleen, jos ostotarjous kohdistuu yhtiöön, jonka hallitus on valtuutettu päättämään jälkimmäisistä osinkoeristä, jotka ajoittuvat ostotarjousajan jälkeiseen aikaan. Markkinoilla on vakiintunut käytäntö, jonka mukaan tarjouksentekijä esittää osinkoa tai muuta varojenjakoa koskevan varauman

⁴²⁵ HE 109/2005 vp, s. 173.

⁴²⁶ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 75.

⁴²⁷ Esimerkiksi Citycon Oyj:n varsinainen yhtiökokous pidettiin 24.3.2021, jossa valtuutettiin hallitus päättämään jälkimmäisestä osingonjaosta myöhemmin mainittuna ajankohtana. Näin ollen hallituksen tulee arvioida yhtiön maksukykyä lokakuussa uudelleen ja tehdä sen perusteella päätös maksettavasta osingosta.

tarjousvastikkeeseen ja lunastushintaan, mikäli kohdeyhtiö päättää jakaa osinkoa tai toteuttaa muun varojenjaon. Tällöin tarjousvastiketta alennettaisiin vastaavalla määrällä. On kuitenkin huomioitava, että tämä varauma koskee tarjousaikana tapahtuvaa osingonjakoa eikä vaikuta tarjouksen jälkeiseen aikaan. Siitä huolimatta samaa analogiaa voidaan soveltaa tarjouksen jälkeiseen osingonjakoon.⁴²⁸

Mikäli hallitus päättää jakaa osinkoa ennen lunastusmenettelyn alkua, tulisi jaettava osinko vähentää tarjousvastikkeeseen perustuvasta lunastushinnasta. Tätä voidaan myös perustella yhdenvertaisuuden näkökulmasta, sillä vähemmistöosakkeenomistajat saisivat kaksinkertaisen tuoton myös hallituksen valtuutusta käyttämällä. Perusteltua olisi jättää osinko jakamatta. Osinkovelkaa ei ole muodostunut eikä markkinoille ole muodostunut odotusta, että osingonjakoa koskeva valtuutus käytettäisiin. Markkinahinta ei sisältäisi yhtä vahvaa olettaa osingon määrästä. Myöskään lunastajana oleva tarjouksentekijä ei hyötyisi mahdollisesti jaettavasti osingosta. On perusteltua, että tässä tilanteessa tarjousvastike ei sisällä osinkoon kohdistuvaa odotusta, vaan tarjousvastike määritetään kaavamaisesti.

Hallituksen valtuutuksen käyttäminen osoittautuu käyttökelpoisemmaksi tavaksi päättää jälkimmäisistä osinkoeristä. Hallituksen valtuuttaminen ei näy vielä markkinakäytännössä merkittävästi. Toisaalta hallituksen valtuutusta ei lähtökohtaisesti rajoita muut kuin varojenjakoa koskevat säännökset ja maksukykytesti. On siis lopulta hallituksen harkinnassa, miten osingonjako toteutetaan.

5.4.3 Yhtiökokouksen ja hallituksen päätös

Yhä useampi pörssiyhtiö käyttää yhtiökokouksen ja hallituksen valtuutuksen yhdistelmää keinona päättää useamman osinkoerän maksamisesta. Tällöin lunastushinnan määrittämisessä on otettava huomioon mitä edellä on käsitelty molempien tapojen osalta. Kyseessä on siis tilanne, jossa yhtiökokous on päättänyt ensimmäisen erän ja/tai jälkimmäisen erän osalta sekä valtuuttanut hallituksen päättämään muista jälkimmäisistä osinkoeristä, mitkä kohdistuvat ostotarjous- ja lunastusmenettelyn väliseen aikaan.

⁴²⁸ Esimerkiksi Ramirent Oyj:n välitystuomiossa katsottiin, että osinkoa koskevan varauman perusteella osakkeenomistajat ovat olleet tietoisia lunastushinnan alentamisesta vastaavalla määrällä. Ks. Ramirent Oyj 22.1.2020, s. 75.

Mikäli yhtiökokous on päättänyt osingon ensimmäisestä erästä ja päätös kohdistuu aikaan ennen tarjousmenettelyn alkua, ei tule osinkoa huomioida ollenkaan, koska sillä ei ole vaikutusta ostotarjousprosessiin. Jos osinko kohdistuu tarjousaikaan, on osinko maksettava ellei varojenjaosta ja maksukyvyistä muuta johdu. Tällöin voidaan esittää tarjousasiakirjassa osinkoa koskeva varauma, jolloin tarjousvastiketta alennetaan vastaavalla määrällä tai osinko huomioidaan tarjousvastikkeessa. Kun osinko kohdistuu tarjousajan jälkeiseen menettelyyn, olisi osinko huomioitava jo tarjousvastikkeen määrässä ja pidättäytyttävä osingonjaosta yhdenvertaisuuden ja tasapuolisen kohtelun vuoksi.

Hallituksen valtuutuksen nojalla päätettävä osinko on yksinkertaisemmin ratkaistavissa, koska vasta osinkoa koskeva päätös synnyttää osinkovelan. Yksinkertaisinta olisi, jos hallitus pidättäytyy osingonmaksusta kokonaan. Tätä puoltaa yhdenvertaisuusvaatimus osana oikeudenmukaisuutta. Toisaalta tällä ratkaisulla ei saavuteta kaikkein tehokkainta ratkaisua. Tehokkuutta puoltaisi ratkaisu, jossa osinko maksetaan, sillä siitä saatava kokonaishyöty olisi suurempi kuin siitä koituva haitta.

Kuten on todettu, hallituksen valtuutusta käytetään yleisesti sen vuoksi, että on mahdollista jakaa osinkoa useammassa erässä. Käytäntö kuitenkin osoittaa, että pörssiyritysten yleisin tapa päättää on edelleen yhtiökokouksen päätös. Tämä kuitenkin rajoittaa osingon käyttämistä yhtä vapaasti kuin hallituksen valtuutuksen tapahtuva osingonjako. Näin ollen pörssiyritysten kannalta hallituksen valtuuttaminen päättämään jälkimmäisistä osinkoeristä olisi lunastushinnan määrittämisen kannalta selkein ratkaisu.

6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa tarkasteltiin pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytymistä julkisen ostotarjouksen seurauksena. Tarkastelun kohteena oli, mitä käyvällä hinnalla tarkoitetaan ja miten lunastuksessa käypä hinta määritetään. Tarkastelun kohteena olivat myös erityiset syyt, joiden perusteella lunastushinnan määrittämisestä voidaan poiketa. Lisäksi tutkielmassa tarkasteltiin osingonjaon vaikutusta lunastushinnan määrittämiseen.

Tutkielmassa havaittiin, että lunastushinnan määrittämisen taustalla ja perustana vaikuttaa yhtäältä taloustieteellinen pyrkimys tehokkuuden maksimoimiseen ja toisaalta omaisuudensuojasta ja yhdenvertaisuudesta kumpuava vahva vähemmistönsuoja. Tutkielman läpikantavina teemoina on siten ollut taloustieteellisen tehokkuuden ja oikeudellisen oikeudenmukaisuuden välinen ristipaine. Kuten tutkielmassa havaittiin, ei tehokkuutta ja oikeudenmukaisuutta tule kuitenkaan asettaa vastakkain. Tehokkuus on osa vaihtoehtojen punnintaa, kun pyritään oikeudenmukaisuuteen.

Tehokkuuden taustalla katsottiin vaikuttavan rationaalinen toimija, joka pyrkii toiminnassaan maksimoimaan kaiken. Rationaalisen toiminnan katsottiin johtavan täydellisen tehokkaisuuden markkinoihin, jossa virheille ei ole sijaa. Markkinat eivät ole kuitenkaan täydellisen tehokkaat, sillä toimijat ovat rajoittuneesti rationaalisia toimijoita, jolloin hinnoitteluvirheitä markkinoilla tapahtuu. Muutoin tarvetta lunastusmenettelyihin ei olisi, koska markkinahinta olisi aina oikea. Tästä huolimatta vähemmistöosakkeenomistajalla havaittiin olevan oikeus riitauttaa lunastushintaa koskeva erimielisyys, vaikka markkinat olisivat tehokkaat, sillä omaisuuden pakkolunastamisesta on maksettava täysi korvaus.

Vähemmistöosakkeiden lunastamisen katsottiin myös merkitsevän perusoikeuksiin puuttumista, jolloin vähemmistöosakkeenomistajalla tulee olla oikeus saada täysi korvaus omaisuuden pakkolunastamisesta. Tutkielmassa toisaalta havaittiin, että omaisuuden lunastaminen on sijoittajan hyvin ennakoitavissa oleva riski, johon tulee osata varautua. Tämän ei katsottu kuitenkaan merkitsevän sitä, että lunastaminen olisi yhtään perusteltavampaa ja sen vuoksi vähemmistöosakkeenomistajalla tulee olla oikeus täyteen korvaukseen. Tästä voidaan johtaa tulkinta, että markkinahintaa ei voida pitää ainoana osoituksena täydestä korvauksesta lunastushinnan määrittämisessä.

Yhdenvertaisuusperiaatteen katsottiin vaikuttavan vahvasti enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä. Yhdenvertaisuusperiaate nähdään osana vähemmistösuojajärjestelmää ja yhtiöoikeudellisen enemmistöperiaatteen vastineena. Se nähdään vähemmistösuojan täydentävänä periaatteena, mutta toisaalta myös OYL:n muut vähemmistösuojasäännökset nähdään yhdenvertaisuusperiaatteen täsmennyksinä. Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on toimia suojajärjestelmänä sijoittajalle, joka ei saa määräysvaltaa yhtiössä. Tasapuolisuusperiaatteen havaittiin vaikuttavan yhdenvertaisuusperiaatteen ohella. Sen katsottiin turvaavaan sijoittajan asemaa, kun yhdenvertaisuusperiaate katsottiin koskevan turvaavan osakkeiden tuottamia oikeuksia. Periaatteiden katsottiin kuitenkin olevan hyvin yhteismitallisia, minkä vuoksi molemmat turvaavat vähemmistöosakkeenomistajan asemaa lunastushinnan määrittämisessä enemmistöosakkeenomistajan määräysvaltaa vastaan.

Tämän vahvan vähemmistösuojasäännösten tasapainottamiseksi lunastushinnan määrittämistä tutkittiin myös taloudellisen tehokkuuden kannalta. Kaldor-Hicks-tehokkuuden kanta puolsi ratkaisua, jossa merkitystä on ainoastaan taloudellisen kokonaishyödyn tavoittelussa. Tällöin katsottiin, että merkitystä ei olisi vähemmistöosakkeen suojalla, jos ostotarjouksesta saavutettavat hyödyt olisivat suuremmat kuin vähemmistöosakkeenomistajalle koituvat haitat. Pareto-tehokkuuden havaittiin soveltuvan paremmin oikeudelliseen kontekstiin, sillä Pareto-testi ei salli kenenkään aseman heikentymistä parantamatta toisen asemaa. Toisaalta todettiin, että sellainen ratkaisu ei ole mahdollista, jossa kenenkään asema ei heikkenisi. Voidaankin katsoa, että lunastushinnan määrittämisen taustalla vaikuttavia tehokkuus- ja oikeudenmukaisuusargumentteja ei tulisi asettaa vastakkain, koska lunastushinnan määrittämistä on punnittava molemmat näkökulmat huomioiden.

Tutkielman ensimmäisenä tutkimuskysymyksenä oli, miten pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinta määritetään julkisen ostotarjouksen seurauksena. Tutkielmassa havaittiin, että lunastushinnan määrittämisessä OYL 18:7.1:n mukaista käypää hintaa kuvastaa markkinahinta, joka on myös asetettava lunastushinnan määrittämisessä lähtökohdaksi. Markkinahinta toimii ikään kuin yläkäsitteenä ja ohjenuorana, joka on pidettävä mielessä lunastushintaa määritettäessä. Pörssiyhtiön markkinahintana on pidettävä yhtiön pörssikurssia. Pörssikurssia voidaan pitää ”oikeana” käypänä hintana, sillä se muodostuu kysynnän ja tarjonnan lain mukaan tehokkailla markkinoilla markkinaosapuolten kaupankäynnissä, mikä on osoitus osapuolten kannasta oikeasta markkinahinnasta. Toisaalta rajoittuneesta rationaalisuudesta

johtuen pörssikurssia ei voida yksiselitteisesti pitää osoituksena käyvästä hinnasta. Tämän johdosta markkinahinnan määrittelyssä voidaan tukeutua vaihtoehtoisin hinnanmääritysmenetelmiin, kuten substanssi- ja tuottoarvoihin.

Tutkielmassa todettiin, että substanssiarvostus soveltuu huonosti lunastushinnan määrittämiseen pörssiyhtiöiden kohdalla, sillä se perustuu yhtiön likvidaatioarvostukseen. Tuottoarvo nähtiin parempana menetelmänä, jota toisaalta heikentää se, että arvostus tapahtuu epävarmuuden vallitessa. Lisäksi tutkielmassa tukeuduttiin liiketaloudellisiin arvonmääritysmenetelmiin, joista markkina-arvo, kohtuullinen arvo ja fundamentaalinen arvo todettiin hyödyllisiksi. Etenkin markkina-arvoon perustuvia vertailukauppoja P/E-kertoimella tulisi hyödyntää lunastushinnan määrittämisessä. Fundamentaalin arvo todettiin hyödylliseksi, koska se huomioi tulevaisuuteen kohdistuvat odotukset kuten osingon.

Julkisen ostotarjouksen seurauksena lunastushinnan määrittämisen havaittiin perustuvan lähtökohtaisesti OYL 18:7.2:n ja 3:n kaavamaisiin säännöksiin. Säännösten perusteella pakollisessa ja vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjottua vastiketta on pidettävä käypänä hintana. AML:n säännösten mukaan pakollisessa ostotarjouksessa vastikkeena on pidettävää tarjousvelvollisen maksamaa korkeinta hintaa kohdeyhtiön osakkeista kuuden kuukauden edeltävältä ajalta tai vaihtoehtoisesti kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettua keskihintaa. Tutkielmassa todettiin, että pakollisten ostotarjousten kohdalla kuuden kuukauden malli korostaa tarjouksentekijän omien ratkaisujen merkitystä enemmän kuin markkinahintaan perustuva laskentatapa. Tämän katsottiin tarkoittavan poikkeamista osakkeen ”oikean” hinnan eli markkinahinnan mallista. Lisäksi kuuden kuukauden mallin katsottiin antavan merkittävää painoarvoa vähemmistölle, mutta toisaalta sen havaittiin myös takaavan tarjouksentekijälle ennakoitavuutta lunastushinnan määrästä. Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärään perustuvan toissijaisen laskentamallin katsottiin olevan käytännön kannalta harvoin esillä, mutta toisaalta luovan markkinahintaperusteisen laskentamallin myös pakollisiin ostotarjouksiin.

Vapaaehtoisten ostotarjousten kohdalla katsottiin tarjousvastikkeen määrittämisen olevan lähtökohtaisesti tarjouksentekijän vapaassa tahdossa, mutta kun tarjous tehdään kaikista ostotarjouksen kohteena olevista osakkeista, pidetään tarjoushintana kuuden edeltävän kuukauden korkeinta hintaa. Tutkielmassa havaittiin kuitenkin, että kuuden kuukauden malli on vapaaehtoisissa ostotarjouksissa tarpeeton, sillä tarjouksentekijä on hyvin harvoin hankkinut

kohdeyhtiön osakkeita kuuden kuukauden aikana. Tämän johdosta lunastushinnan määrittäminen joudutaan perustamaan muihin seikkoihin. Ostotarjousmarkkinakäytäntö osoitti, että tarjousvastike ja lunastushinta perustetaan kolmen kuukauden kaupankäyntimäärällä painotettuun keskihintaan, osakkeen päätöskurssiin ostotarjouksen julkistamista edeltävään päivään sekä muihin kaupankäyntimäärällä painotettuihin keskihintoihin eri aikamääreillä. Näin ollen säännöksen käytännöllinen merkittävyys lunastushinnan määrittämisessä todettiin tarpeettomaksi. Säännösten perusteella markkinahinta tulee sovellettavaksi vasta, jos OYL 18:7.2:n tai 3:n oletamat täyty. On kuitenkin luontevaa todeta, että vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisessä käypä hinta tosiasiallisesti perustuu julkisen ostotarjouksen seurauksena lopulta markkinahintaan.

Lunastushinnan määrittämisen voidaan tulkita edelleen olevan avointa, johon vaikuttavat monet eri tekijät. Säännökset eivät ole selkeitä ja johtavat mutkan kautta toiseen. Sääntelyn selkeyttämiseksi lunastushinnan määräytyminen myös julkisten ostotarjousten kohdalla voisi perustua lakiteknisesti markkinahintaan, jossa olisi huomioitava eri ajanjaksot, kaupankäyntimäärät, pörssikurssi ja korkein maksettu hinta. Toisaalta tämä edellyttäisi direktiivitasoista sääntelyä. Voidaankin todeta, ettei liene mahdollista osoittaa yhtä oikeaa käypää hintaa lunastushinnan määrittämiseen. Lunastushinnan määrittämisessä voidaan kuitenkin hahmottaa ne lähtökohdat ja raamit, joiden puitteissa käyvän hinnan määrittämistä tulee tulkita.

Tutkielman toisena tutkimuskysymyksenä oli selvittää yleisimmät erityiset syyt, joita arvioidaan vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisessä. Tutkielmassa havaittiin, että yleisimmät erityiset syyt, jotka saattavat tulla kyseeseen ovat ostotarjouksen kattavuus, ostotarjouksen hyväksyneiden osuus ja ostotarjous- ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika. Näistä erityisistä syistä huomattiin, että ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kulunutta aikaa voidaan pitää merkittävimpänä erityisenä syynä, jonka perusteella olettamahinnasta voidaan poiketa. Muita erityisiä syitä, etenkin markkinahinnasta poikkeamiseen katsottiin olevan erilaiset väärinkäyttömenetelmät. Tutkielmassa todettiin, että erityiset syyt eivät tule lähtökohtaisesti kyseeseen, jos ostotarjous on oikein hinnoiteltu, jonka myötä se on saavuttanut riittävän hyväksynnän ja jos menettelyiden välillä kulunut aika ei ole vähäistä pidempi. Ostotarjouksessa tarjotulla vastikkeella on siten hyvin vahva oletama käyvästä hinnasta, minkä myös käytäntö osoitti.

Tutkielman kolmantena tutkimustehtävänä oli vastata kysymykseen, mikä merkitys osingonjaolla on, ja miten osingonjakoa tulisi kohdella lunastushinnan määrittämisessä. OYL:n esitöissä ja kirjallisuudessa on yleisesti todettu, että osingonjaon perusteella voidaan lunastushinnan määrittämisestä poiketa, kuitenkin erittelemättä miten tällainen poikkeus voisi tulla kyseeseen. Aiheen katsottiin olevan useammin esillä, sillä pörssiyhtiöt ovat siirtyneet jakamaan osinkoa useammassa erässä saman tilikauden aikana. Tällöin tarkasteltavana on, minkä vaikutuksen osinko saa, jos se ajoittuu ostotarjouksen jälkeisen ajan ja lunastusmenettelyn väliseen aikaan. Tutkielmassa osoittautui, että pörssiyhtiön päätöksenteko rakentuu kolmeen tapaan: yhtiökokouksen päätökseen, hallituksen päätökseen valtuutuksen nojalla sekä näiden yhdistelmään. Osingonjaon vaikutuksen lunastushinnan määrittämiseen katsottiin rakentuvan kahteen seikkaan: siihen, onko yhtiökokous vai hallitus päättänyt asiasta, ja siihen, kohdellaanko osinkoa velkana vai varojenjakona.

Tutkielmassa havaittiin, että yhtiökokouksen päätöksellä syntyntä osinkoa kohdellaan pääsääntöisesti osinkovelkana, jonka yhtiö on velkaa osakkeenomistajalle. Tämän tulkinnan mukaan yhtiön on jaettava osakkeenomistajalle osinko. Toisen näkemykseen mukaan osinko on puhdasta varojenjakoa ja tällöin on noudatettava varojenjakoa koskevia säännöksiä osingosta päätettäessä ja jaettaessa. Tutkielmassa päädyttiin tulkintaan, jonka mukaan osinkoa tulisi kohdella yhtiöoikeudellisena varojenjakona, sillä osakkeenomistajia ei tule asettaa velkojien kanssa samaan asemaan – muutoin yhtiöoikeudellinen velkojien suoja järjestelmä horjuu. Tällöin maksukykyä on arvioitava uudelleen osingonmaksuhetkellä, vaikka siitä olisi yhtiökokouksessa päätetty. Yhtiökokouksen kohdalla tämän katsottiin tarkoittavan sitä, että jo päätetty osinko, joka on tiedossa ostotarjousmenettelyssä, tulee huomioida ostotarjouksen tarjousvastikkeessa ja pidättäytyä myöhemmin osingon maksamisesta, mikäli se ajoittuu menettelyiden väliin. Tämän katsottiin olevan yhdenvertaisuuden ja tasapuolisen kohtelun kannalta oikea tulkinta.

Hallituksen päättäessä valtuutuksen nojalla katsottiin, että koska osinkoa koskevaa varojenjakopäätöstä ei ole syntynyt vielä, tulee yhtiön arvioida yhtiön maksukykyä uudelleen eikä osinkoa voida pitää velkana, koska velkasuhteen voidaan katsoa syntyvän vasta päätöksen myötä. Tutkielmassa päädyttiin siihen, että hallituksen päättäessä valtuutuksen nojalla jälkimmäisestä osinkoerästä, tulisi hallituksen pidättäytyä osingon maksamisesta kokonaan. Mahdollinen jaettava osinko koskeva varaus olisi esitettävä tarjousasiakirjassa, jolloin vähemmistöosakkeenomistajat osaisivat tähän varautua myöhemmässä lunastusmenettelyssä.

Mikäli hallitus päättää varojenjakosäännösten puitteissa jakaa osingon, tulisi tämä huomioida lunastushinnassa alentavana tekijänä. Tämä keino todettiin myös käyttökelpoisimmaksi.

Tutkielmassa todettiin myös, että kun pörssi-yhtiö käyttää molempia päätöksentekotapoja yhdistelmänä, soveltuu samat periaatteet kuin niitä käsiteltäisiin yhdessä. Yhdistelmän havaittiin olevan parhain keino silloin, kun yhtiökokous päättää ensimmäisen erän kohdalla osingosta ja valtuuttaa hallituksen päättämään jälkimmäisten erien osalta. Tällöin syntyisi mahdollisimman vähän tulkintaongelmia lunastushinnan määrittämisen kannalta.

Lunastushinnan määrittämisessä vähemmistönsuoja on vahva, mikä näkyy perusoikeuksien tasolla ja yhdenvertaisuusperiaatteen kohdalla. Erittäin vahva vähemmistönsuoja saattaa toisaalta estää tarpeellisten yritysjärjestelyjen toteuttamisen, jolloin pääomat eivät ohjaudu tehokkaasti yhteiskunnassa. Taloustieteellinen näkemys puoltaa tahdonvaltaisuuden lisäämistä, sillä jollei sopimus tai oikeustoimi perustu vapaaehtoisuuteen, se ei voi olla kummankaan edun mukainen⁴²⁹. Tämän tutkielman perusteella voidaan todeta, että käyvän hinnan määrittämiseen vaikuttavat useat tekijät, eikä ole mahdollista löytää yhtä oikeaa hintaa. Sen vuoksi tulee etsiä hintaa, joka ei tuota epäoikeutettua etua kummallekaan osapuolelle.

⁴²⁹ Halper 1993, s. 253.