



UNIVERSITY OF LAPLAND
LAPIN YLIOPISTO

PÖRSSIYHTIÖN OSAKKEEN SUUNTAAMINEN NOPEUTE- TUSSA TARJOUSMENETTELYSSÄ

Lapin yliopisto
Oikeustieteiden tiede-
kunta
Pro gradu -tutkielma
Osakeyhtiöoikeus
Tarmo Lensu
Kevät 2020
Ohjaus ja tarkistus:
Manne Airaksinen

Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Pörssiyhtiön osakkeen suuntaaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä

Tekijä: Tarmo Lensu

Opetuskokonaisuus ja oppiaine: Oikeustiede, osakeyhtiöoikeus

Työn laji: Pro gradu -tutkielma

Sivumäärä: 12 + 71

Vuosi: 2020

Tiivistelmä:

Tässä tutkielmassa tarkastellaan pörssiyhtiöiden nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutamia suunnattuja osakeanteja. Tarkastelun kohteena tutkielmassa on kahdeksan Helsingin pörssin päälistayhtiön tekemää suunnattua osakeantia, jotka on toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä vuosien 2014 – 2019 välisenä aikana. Tutkielman tarkoituksena on selvittää, onko nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuissa suunnatuissa osakeanneissa poikettu suunnatuille osakeanneille osakeyhtiölaissa asetetuista edellytyksistä. Vastausta tutkimuskysymykseen etsitään tutkielmassa oikeusdogmatiikan keinoin.

Tutkielmassa esitetään, että nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutettujen suunnattujen osakeantien hyväksyttävyyttä on ensisijaisesti arvioitava siltä kannalta, miten osakeanti vaikuttaa annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien taloudellisiin oikeuksiin yhtiössä. Tutkielmassa tarkasteltavien osakeantien osalta tutkielmassa katsotaan, että osakeantien suuntaamiselle on ollut painava taloudellinen syy, mutta osakkeiden merkintähinnat ovat poikenneet osakkeiden käyvästä hinnasta. Tällaisten osakeantien hyväksyttävyyden osalta tutkielmassa esitetään, että yhtiön etu voi oikeuttaa poikkeamaan osakkeenomistajien yhdenmukaisesta kohtelusta niissä tilanteissa, joissa yhtiön voitontuottamiskyvyn paraneminen pysyy objektiivisesti arvioituna kompensoimaan suunnatun osakeannin haitat.

Tutkielman tutkimusmateriaalina olevien hallitusten pöytäkirjojen ja pörssitiedotteiden perusteella ei ole ollut aihetta katsoa, etteikö yhtiöiden suunnatuissa osakeanneissa keräämä varallisuus voisi kompensoida osakeannin haittoja. Epäselväksi tutkimusmateriaalin perusteella on kuitenkin jäänyt, onko kaikkia tutkielmassa tarkasteltavia osakeanteja voitu aidosti pitää yhtiön kaikille omistajille edullisina.

Avainsanat: suunnattu osakeanti, yhdenvertaisuus, nopeutettu tarjousmenettely

Sisällys

Lähteet	4
1 Johdanto.....	13
1.1 Tutkielman aihe ja lähtökohdat	13
1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset	15
1.3 Tutkimusmetodi	17
1.4 Tutkielman rakenne	17
2 Osakeyhtiön rahoitus	19
2.1 Yleistä	19
2.2 Osakeyhtiön rahoituksen lähteet.....	21
2.2.1 Tulorahoitus	22
2.2.2 Osakeyhtiön oma pääoma	22
2.2.3 Osakeyhtiön vieras pääoma	23
2.3 Tulorahoitus vs. osakeannit yhtiön investointien rahoitusmuotona	24
2.4 Oma pääoma vs. vieras pääoma yhtiön rahoituksessa	25
3 Yhdenvertaisuusperiaate, merkintäetuoikeusanti ja suunnattu osakeanti	28
3.1 Yhdenvertaisuusperiaate	28
3.2 Merkintäetuoikeusanti.....	36
3.3 Suunnattu osakeanti	40
3.3.1 Yhtiökokouksen päätös suunnatun osakeannin muodollisena edellytyksenä.....	40
3.3.2 Hallituksen valtuuttaminen päättämään osakeannin suuntaamisesta.....	41
3.3.3 Painava taloudellinen syy.....	43
3.3.4 Miten osakeannin suuntaamisen edellytyksiä on säännelty Ruotsissa?.....	53
4 Osakkeiden suuntaaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä.....	56
4.1 Osakkeiden primaari- ja sekundaarimarkkinat	56
4.2 Osakkeiden suuntaaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä.....	56
4.3 Nopeutetussa tarjousmenettelyssä suunnattavien osakkeiden pörssi-yhtiö konteksti ...	60
4.4 Nopeutetun tarjousmenettelyn edut.....	61
4.5 Kahdeksan käytännön liike-elämässä toteutettua suunnattua osakeantia, jotka on toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä.....	63
4.6 Osakkeiden käyvän hinnan määrittely.....	67

4.7	Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun yhteensovittaminen suunnatussa osakeannissa	69
4.8	Osakeantien perustelut.....	75
4.9	Kompensaatioajattelu	79
5	Loppupäätelmät	82

Lähteet

Kirjat, artikkelit, lausunnot ja muistio

Aarnio, Aulis: Mitä lainoppi on? Helsinki 1978.

(Aarnio 1978).

af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölain kommentaari I. Talentum, Jyväskylä 2003.

(af Schultén 2003).

af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölain kommentaari II. Talentum, Helsinki 2004.

(af Schultén 2004).

Ahtola, Jussi: Kovenanttien käyttö sekä siihen liittyvät yhtiöoikeudelliset ja sopimusoikeudelliset ongelmat. Oikeustiede-Jurisprudentia 2002:XXXV

(Ahtola 2002).

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

(Airaksinen – Jauhiainen 1997).

Manne Airaksisen ja Jyrki Jauhiaisen 7.7.2000 laatima muistio: Osakeyhtiölain uudistaminen – tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus.

(Airaksinen – Jauhiainen 2000a).

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

(Airaksinen – Jauhiainen 2000b).

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Alma Talent Oy. Helsinki 2010.

(Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010).

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Alma Talent Oy. Helsinki 2018.

(Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018).

Caselius, Ilmari – Heikonen, A. R. – Huttunen, Allan: Osakeyhtiö. Edellinen osa. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 40 WSOY 1974.

(Caselius – Heikonen – Huttunen 1974).

Eco, Umberto: Oppineisuuden osoittaminen eli miten tutkielma tehdään, Gruppo Editoriale

Fabbri, Bompiani, Sonzogno, Etas S.p.A, Milano 1977.

(Eco 1977).

Havansi, Erkki: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Suomalainen Lakimiesyhdistys A-sarja N:o 136. Vammala 1979

(Havansi 1979).

Hirvonen, Ari, 2011. Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17, elektroninen aineisto.

(Hirvonen 2011).

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

(Huttunen 2005).

Immonen, Raimo: Yritysmuodot ja liiketoiminta. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2000.

(Immonen 2000).

Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto: Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Alma Talent Oy. Helsinki 2017. E-kirja.

(Immonen – Nuolimaa 2017).

Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa Seppo: Osakeyhtiön pääoman hallinta. Alma Talent Oy. Helsinki 2014. E-Kirja.

(Immonen – Ossa – Villa 2014).

Timo Kaisanlahti: Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta, Oikeustiede-Jurisprudentia 2002:XXXV

(Kaisanlahti 2002).

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. Alma Talent Oy. Helsinki 2014. E-kirja.

(Knüpfer – Puttonen 2014).

Koski, Pauli – Sillanpää, Matti J: Yhtiöoikeus. Jatkuvasti päivittyvä julkaisu Alma Talent Fokus -palvelussa.

(Koski – Sillanpää: Yhtiöoikeus (jatkuvasti päivittyvä julkaisu)).

Koskinen, Kimmo – Saukkonen, Anssi – Herranen Päivi: Osakeyhtiöoikeuden erilliskysymyksiä. Suunnattu osakeanti, ylivelkainen yhtiö ja osakeyhtiön jakaminen. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1986.

(Koskinen – Saukkonen – Herranen 1986).

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö II. Edita Publishing Oy. Porvoo 2012.

(Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012).

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö II. Edita Publishing Oy. Porvoo 2015.

(Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2015).

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö II. Edita Publishing Oy. Porvoo 2017.

(Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017).

Laine, Juhani: Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. Talentum, Helsinki 2016.

(Laine 2016).

Laine, Juhani: Yhteisön kannalta painava taloudellinen syy – vertailua osakeyhtiön ja osuuskunnan välillä. Lakimies 1/2019, s. 3–26.

(Laine 2019).

Lauriala, Jari: Rahoitusstrategia – modernin rahoituksen luomat mahdollisuudet. WSOYpro Helsinki 2008.

(Lauriala 2008).

Leppiniemi, Jarmo – Puttonen, Vesa: Yrityksen rahoitus. WSOY. Porvoo 2002.

(Leppiniemi – Puttonen 2002).

Macey Jonathan R: Svensk aktiebolagsrätt I omvandning – en rätte-ekonomisk analys med kommentar av Clas Bergström och Per Samuelsson. Stockholm 1993.

(Macey 1993).

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

(Mähönen – Villa 2006a).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I: Yleiset opit. WS Bookwell Oy. Porvoo 2006.

(Mähönen – Villa 2006b).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus. Alma Talent Oy. Helsinki 2012. E-Kirja.

(Mähönen – Villa 2012).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiöoikeus käytännössä. Alma Talent Oy. Helsinki 2013. E-kirja.

(Mähönen – Villa 2013).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I: Yleiset opit. Alma Talent Oy. Helsinki 2015. E-Kirja.

(Mähönen – Villa 2015).

Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana. Sanoma Pro Oy. Porvoo 2002.

(Mäntysaari 2002).

Mäntysaari, Petri: Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? Defensor Legis N:o 4/2013 s. 579–597.

(Mäntysaari 2013).

Nuolimaa, Risto: Näkökohtia toissijaisesta merkintäetuoikeudesta. Artikla R.Y:n 10-vuotisjuhla-julkaisu 1989.

(Nuolimaa 1989).

Nyström, Patrik: Konserniavustus, vähemmistöosinko ja konserni-intressi, Oikeustieto 2016/1, s. 4 – 7.

(Nyström 2016).

Pönkä, Ville: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Alma Talent Oy. Helsinki 2012. E-kirja.

(Pönkä 2012).

Pönkä, Ville: Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I Lakimies 1/2013 s. 21–34.

(Pönkä 2013a).

Pönkä, Ville: Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II Lakimies 2/2013 s. 215–229.

(Pönkä 2013b).

Pönkä, Ville: Osakeyhtiöoikeuden oppikirja. Unigrafia Oy. Helsinki 2017.

(Pönkä 2017a).

Pönkä, Ville: Vastaväittäjän lausunto väitöskirjasta Laine, Juhani: Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. Lakimies 2017/1 s. 120–130.

(Pönkä 2017b).

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

(Raitio 2014).

Sandström, Torsten: Svensk aktiebolagsrätt. Norstedts Juridik. Stockholm. 2006.

(Sandström 2006).

Savela Ari: Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis 1/2010, s. 4–25.

(Savela 2010).

Savela, Ari: Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Alma Talent Oy. Helsinki 2015. E-kirja.

(Savela 2015).

KKO:n ratkaisut kommentein I 2018. Toim. Pekka Timonen. Vilna 2018.

(Timonen 2018).

Toiviainen, Heikki: Introduction to Finnish Business Law. A comprehensive survey of the foundations and main rules of Finnish corporate law. Edita 2008.

(Toiviainen 2008).

Vahtera, Veikko: Keskuskaupakamarin yrityskauppalautakunta ja sen 4.12.2007 antama lausunto. Defensor Legis 2008, s. 200–218.

(Vahtera 2008).

Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Helsinki 2011, s. 243.

(Vahtera 2011).

Vahtera, Veikko: Konserniavustuksen ja vähemmistöosinko-oikeuden suhde ratkaisujen KKO 2015:104 ja KKO 2015:105 valossa, Defensor Legis 2/2016, s. 137 - 157.

(Vahtera 2016).

Vahtera, Veikko: KKO 2018:19 – Suunnatun osakeannin hyväksyttävyyys. Lakimies 6/2018, s. 775–786.

(Vahtera 2018).

Villa, Seppo: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2001.

(Villa 2001a).

Villa, Seppo: Toimivallan jakautuminen hallituksen ja yhtiökokouksen välillä sekä osakkaiden yhdenvertaisuus. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia I toimittanut Ari Saanrilehto. Turku 2001.

(Villa 2001b).

Villa, Seppo: Välipääomarahoitus, Lakimiesliiton Kustannus, Jyväskylä 2001.

(Villa 2001c).

Villa, Seppo: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? Lakimies 4/2008, s. 563–582.

(Villa 2008).

Seppo Villan asiantuntijalausunto asiassa KKO 2018:19. Lausunto annettu 8. päivä lokakuuta 2012.

(Villan asiantuntijalausunto).

Seppo Villa – Manne Airaksinen – Johan Bärlund – Jyrki Jauhiainen – Timo Kaisanlahti – Märten Knuts – Petri Kuoppamäki – Seppo Kymäläinen – Jukka Mähönen – Taina Pihlajarinne – Juha Raitio – Kirsti Rissanen – Klaus Viitanen – Thomas Wilhelmsson: Yritysoikeus. Jatkuvasti päivittyvä julkaisu Alma Talent Fokus -palvelussa.

(Villa ym. Yritysoikeus (jatkuvasti päivittyvä julkaisu)).

Virallislähteet

<i>HE 27/1977 vp.</i>	Hallituksen esitys eduskunnalle Uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
<i>HE 11/1992 vp.</i>	Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta.
<i>HE 89/1996 vp.</i>	Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
<i>HE 109/2005 vp.</i>	Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
<i>HE 238/2018 vp.</i>	Hallituksen esitys eduskunnalle yksityisen osakeyhtiön vähimmäispääomavaatimuksen poistamista koskevaksi lainsäädännöksi.
<i>KM 1987:44</i>	Arvopaperimarkkinalaki, Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö. Oikeusministeriön komiteamietintö 1987:44. Helsinki.
<i>KM 1990:44</i>	Komiteamietintö 1990:44. Suunnattu osakeanti, Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n osamietintö. Osakeyhtiölakitoimikunta. Helsinki.

Oikeustapaukset ja ratkaisu

Helsingin Pörssin kurinpitolaikunnan ratkaisu 2/2002 (lehdistötiedote 22.10.2002)

KKO 1991:46

KKO 1991:48

KKO 2003:126

KKO 2015:105

KKO 2018:19

Hallitusten pöytäkirjat

Revenio Group Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.4.2019. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2019/154108.

(Revenio Group Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.4.2019).

Caverion Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.6.2018. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2018/196186.

(Caverion Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.6.2018).

Robit Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.5.2017. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2017/140490.

(Robit Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.5.2017).

Suomen Hoivatilat Oyj:n hallituksen pöytäkirja 23.3.2017. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2017/083648.

(Suomen Hoivatilat Oyj:n hallituksen pöytäkirja 23.3.2017).

SSH Communications Security Oyj:n hallituksen pöytäkirja 20.6.2016. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2016/134029.

(SSH Communications Security Oyj:n hallituksen pöytäkirja 20.6.2016).

Scanfill Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.3.2016. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2016/058983.

(Scanfill Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.3.2016).

Pihlajalinna Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.12.2015. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2015/266082.

(Pihlajalinna Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.12.2015).

Baswaren Oyj:n hallituksen pöytäkirja 4.9.2014. Nähtävissä PRH:n asiakirjahausta diaarinumerolla 2014/248286.

(Baswaren Oyj:n hallituksen pöytäkirja 4.9.2014).

Pörssitiedotteet ja esite

Revenio Group Oyj: <https://revenio.fi/sijoittajille/porssitiedotteet/revenio-group-oyj-julkaisee-aikomuksensa-tarjota-osakkeita> Luettu: 9.1.2020.

(Revenio Group Oyj 24.4.2019).

Revenio Group Oyj: <https://revenio.fi/sijoittajille/porssitiedotteet/revenion-suunnatun-osakeannin-toteuttaminen-ja-tulos> Luettu: 9.1.2020.

(Revenio Group Oyj 25.4.2019).

Caverion Oyj: <https://www.caverion.fi/tietoa-caverionista/media/tiedotteet/2018/06/14/caverion-oyj-aloittaa-noin-60-miljoonan-euron-nopeutetun-tarjousmenettelyn> Luettu 9.1.2020.

(Caverion Oyj 14.6.2018).

Caverion Oyj: <https://www.caverion.fi/tietoa-caverionista/media/tiedotteet/2018/06/15/caverion-oyj-n-osakeannin-toteuttaminen-ja-tulos> Luettu: 9.1.2020.

(Caverion Oyj 15.6.2018).

Caverion Oyj: <https://www.caverion.fi/tietoa-caverionista/media/tiedotteet/2018/07/03/caverion-vahvistaa-saksan-liittovaltion-kilpailuviraston-paatoksen-kilpailuoikeudellisen-sakon-lopullisesta-maarasta> Luettu: 9.1.2020

(Caverion Oyj 3.7.2018).

Robit Oyj: <http://www.robitgroup.com/wordpress/wp-content/uploads/2017/08/Robit-Oyj-Esite-24.5.2017.pdf> Luettu: 9.1.2020.

(Robit Oyj 24.5.2017).

Suomen Hoivatilat Oyj: <https://www.globenewswire.com/news-release/2017/03/24/943805/0/fi/Suomen-Hoivatilat-Oyj-Suomen-Hoivatilat-Oyj-n-alustavasti-enint%C3%A4%C3%A4n-3-5-miljoonan-uuden-osakkeen-suunnatun-osakeannintulos.html> Luettu: 9.1.2020.

(Suomen Hoivatilat Oyj 24.3.2017).

SSH Communications Security Oyj: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=716795&messageId=898272> Luettu: 9.1.2020.

(SSH Communications Security Oyj 20.6.2016).

Scanfill Oyj: <http://www.scanfil.fi/sijoittajat/porssitiedotteet/15.03.2016-scanfilin-osakeannin-toteuttaminen-ja-tulos.html> Luettu: 9.1.2020.

(Scanfill Oyj 15.3.2016).

Pihlajalinna Oyj: <http://investors.pihlajalinna.fi/releases/pr-story?itemid=/ED224658B9FA1E7B> Luettu: 9.1.2020.

(Pihlajalinna Oyj 15.12.2015).

Baswaren Oyj: <https://investors.basware.com/pr-story?itemid=139504D000EEC91C> Luettu: 9.1.2020.

(Baswaren Oyj 5.9.2014).

Kauppalehden uutiset ja Osakesäästäjien keskusliiton kannanotto

Kauppalehti: Scanfilin osakeanti herättää kysymyksiä. Kirjoittanut: Leena Laakso. Saatavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/scanfilin-osakeanti-herattaa-kysymyk-sia/9135cca7-accd-3516-aaf5-dde5a79f09f2>. Julkaistu: 21.3.2016.

(Kauppalehti 21.3.2016).

Kauppalehti: Pienomistajille suunnattu keskisormi Robitilta ja Hoivatiloilta. Kirjoittanut: Alex af Heurlin. Saatavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/pienomistajille-suunnattu-keskisormi-robotilta-ja-hoivatiloilta/9f9707ac-3c10-31fc-96f2-e446935c972b>. Julkaistu: 2.7.2017.

(Kauppalehti 2.7.2017).

Osakesäästäjien keskusliitto: Scanfil Oyj:n suunnattu anti loukkasi osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Kirjoitus julkaistu Osakesäästäjien keskusliiton sivuilla 21.3.2016. Saatavissa: <https://www.osakeliitto.fi/uutiset/scanfil-oyjn-suunnattu-anti-loukkasi-osakkeenomisajien-merkintaetuoikeutta/>.

(Osakesäästäjien keskusliitto 21.3.2016).

Lyhenteet

ABL	Aktiebolagslaget (2005:551)
ETA	Euroopan talousalue
HE	Hallituksen esitys
OYL	Osakeyhtiölaki, 21.7.2006/624
TaVM	Talousvaliokunnan mietintö
OK	Oikeudenkäymiskaari 1.1.1734/4
VOYL	Osakeyhtiölaki, 29.9.1978/734 (kumottu)
vp	Valtiopäivät
Esiteasetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.

1 Johdanto

1.1 Tutkielman aihe ja lähtökohdat

Tämä tutkielma käsittelee nopeutetussa tarjousmenettelyssä (ns. accelerated book-building) toteutettavia suunnattuja osakeanteja pörssiyhtiön rahoitusvälineenä. Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavassa suunnatussa osakeannissa on kysymys osakeannista, jolla yhtiö kerää varoja poikkeamalla vanhojen osakkeenomistajien oikeudesta merkitä osakkeita omistussuuksiensa mukaisessa suhteessa. Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavalla suunnatulla osakeannilla tarkoitetaan järjestelyä, jossa osakeyhtiö tarjoaa suunnattua osakeantia hyvin lyhyellä aikavälillä ilman etukäteismarkkinointia sijoittajille – tyypillisesti institutionaalisille sijoittajille – osakeyhtiön oman pääoman kasvattamiseksi. Suunnatun osakeannin toteuttaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä edellyttää käytännössä osakeyhtiön hallituksen etukäteistä valtuuttamista yhtiökokouksen päätöksellä päättämään suunnatun osakeannin järjestämisestä.

Suunnatun osakeannin nopeutettu tarjousmenettely tehdään tyypillisesti yhden yön aikana toteutettavana järjestelyinä, missä osakeyhtiön hallitus osakeantivaltuutuksensa nojalla päättää uusien osakkeiden antamisesta, tai yhtiön omassa hallussaan olevien osakkeiden luovuttamisesta vastiketta vastaan sijoittajille osakeyhtiön oman pääoman lisäämiseksi. Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavaa suunnattua osakeantia käytetään tällöin yhtiön lisävarallisuuden hankintaan. Osakeantia voidaan käyttää osana yhtiön normaalia pääomahuoltoa. Osakeantia voidaan käyttää myös tilanteessa, jossa yhtiö suunnittelee yritysostoa tai yhtiö tarvitsee kiireellisesti lisärahoitusta, mitä se ei pystyisi hankkimaan markkinoilta järjevin ehdoin yhtiöllä entuudestaan olevan korkean velkataakan vuoksi.

Suunnatusta osakeannista päättämään valtuutettu hallitus voi osakeannista päättäessään valita, kerätäänkö yhtiöön varoja suunnatulla osakeannilla vai osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta kunnioittaen. Suunnattu osakeanti merkitsee poikkeamista osakeyhtiölaissa (624/2006, OYL) lähtökohdista olevasta osakkeenomistajien etuoikeudesta merkitä yhtiön osakkeita osakeannissa. Osakkeenomistajien merkintäetuoikeus on yksi yhtiön osakkeenomistajien keskeisimmistä oikeuksista, jonka tarkoituksena on mahdollistaa osakkeenomistajan valta- ja varallisuusaseman säilyminen muuttumattomana yhtiössä. Osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeava suunnattu osakeanti voidaan

toteuttaa vain, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy (maksullinen suunnattu osakeanti) tai yhtiön kannalta ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy (maksuton suunnattu osakeanti) (OYL 9:4.1). Lisäksi suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen (OYL 9:4.1). Lisärahoituksen hankkimiseen käytettävien suunnattujen osakeantien ollessa poikkeuksetta maksullisia, tutkielmassa ei käsitellä maksuttoman suunnatun osakeannin edellytyksiä, joita on käsitelty oikeuskirjallisuudessa esimerkiksi Juhani Laineen väitöskirjassa: Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä.

Koska suunnatut osakeannit voivat vaikuttaa huomattavasti osakeannin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien hallinnoimis- ja varallisuuspitoisiin oikeuksiin yhtiössä,¹ tutkielmassa tarkastellaan osakeyhtiölaissa suunnatuille osakeanneille asetettuja edellytyksiä ja verrataan näitä käytännön liike-elämässä toteutettuihin suunnattuihin osakeanteihin, jotka on toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä vuosien 2014 – 2019 välillä. Tutkielman tutkimusaiheen tärkeyttä ja ajankohtaisuutta alleviivaavat muutamien pörssiyhtiöiden viime vuosina selvään alihintaan toteuttamat suunnatut osakeannit, joita on julkisuudessa pidetty osakkeenomistajien oikeuksia loukkaavina.² Myös vuonna 2020 Suomessa käyttöön tullut osakesäästötili, joka kannustaa ryhtymään osakesijoittajaksi, korostaa tässä tutkielmassa käsiteltävän aiheen tärkeyttä. Osakesäästötilin tarkoituksena on kannustaa sijoittajia ohjaamaan varoja nimenomaisesti osakesijoittamiseen ja edistää kansankapitalismia.³ Osakesäästötileille sijoittamiseen kannustaa erityisesti osakesäästötilin verokohtelu, joka lykkää osakesäästötilin sisällä tapahtuvan osakekaupan luovutusvoittoverotusta.⁴ Pelkkä osakesäästötilin verokohtelu ei kuitenkaan kannusta ihmisiä sijoittamaan osakkeisiin, mikäli sijoittajat eivät voi luot-

¹ *KM 1990:44*, s. 20.

² Ks. *Osakesäästäjien keskusliitto 21.3.2016* ja *Kauppalehti 2.7.2017*.

³ Osakesäästötilille sijoittaminen poikkeaa piensijoittajien keskuudessa suositusta rahastosijoittamisesta, sillä osakesäästötilillä olevien osakkeiden oikeudet kuuluvat osaketilin omistajalle, toisin kuin rahastosijoittamisessa, missä osakkeiden tuottamat oikeudet ja vaikutusmahdollisuudet ovat rahaston myyneellä pankilla tai finanssiyrityksellä.

⁴ Ks. luovutusvoittoverotuksen lykkääntymisen ja sijoitusten hajauttamisen merkityksestä piensijoittajien kannalta esim. *TaVM 36/2018 vp.*, s. 3, jossa todetaan, että: ”Osakesäästötilin verokohtelu poistaa luovutusvoittoverotuksen aiheuttaman lukkiutumisen, mikä puolestaan helpottaa sijoitusten hajauttamista. Tätä on pidettävä erityisen merkittävänä seikkana, koska hajauttaminen on tosiasiallisesti ainoa keino vähentää sijoittamisen riskejä tuotto-odotusta laskematta”.

taa osakesijoitustensa arvonsäilymiseen käytännössä. Sijoittajien uskallus sijoittaa osakkeisiin on olennaisesti kytköksissä sijoittajien luottamukseen siitä, että osakeyhtiöihin sijoittaessa yhtiöiden johto edistää yhdenmukaisesti kaikkien osakkeenomistajien etua.

1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset

Tässä tutkielmassa tarkastellaan nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavien suunnattujen osakeantien käyttötilanteita, joissa suunnattua antia käytetään osakeyhtiön rahoituksen järjestämiseen. Tutkielmassa ei käsitellä suunnatun osakeannin käyttämistä johdon tai henkilökunnan palkitsemisessa tai osakeannin maksutonta suuntaamista. Tutkielmassa ei siten ole tarkoitus tarkastella tilanteita, joissa osakeyhtiöt eivät saisi suunnatuista osakeanneista välitöntä hyötyä, vaan hyöty realisoituisi pitkän ajan kuluessa.⁵

Tutkimusongelma tutkielmassa tiivistyy kysymykseen siitä, onko nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuissa suunnatuissa osakeanneissa poikettu suunnatuille osakeanneille osakeyhtiölaissa asetetuista edellytyksistä. Tutkimusongelmaan liittyvinä apukysymyksinä tutkielmassa kysytään, mitä painavan taloudellisen syyn säätämällä lakiin on tavoiteltu, mikä merkitys osakkeille asetetulla merkintähinnalla on hyväksyttävän suuntaamisen arvioinnissa ja voidaanko yhtiölle suunnatusta annista seuraavilla hyödyillä perustella käyvän hinnan vaatimuksesta poikkeamista.

Vastausta tutkimuskysymyksiin haetaan tutkielmassa tarkastelemalla osakeantien yhtiöoikeudellista sääntelyä ja osakkeenomistajan oikeuksia. Tarkastelemalla suunnattujen osakeantien yhtiöoikeudellista sääntelyä ja osakkeenomistajan oikeuksia, tutkielmassa pyritään luomaan edellytykset perusteltujen kannanottojen esittämiseen siitä, mitä seikkoja osakeantien suuntaamisen arvioinnissa tulee ottaa huomioon ja miten osakkeiden suuntaamisen hyväksyttävyyttä tulee yhtiöoikeudellisesti arvioida. Tutkielman tavoitteena on tarjota lukijalle selkeä kuva osakeannin hyväksyttävän suuntaamisen edellytyksistä, johdon päättäessä osakeannin suuntaamisesta nopeutetussa tarjousmenettelyssä.

Tutkimusongelmaa eli kysymystä siitä, onko nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuissa suunnatuissa osakeanneissa poikettu suunnatuille osakeanneille osakeyhtiölaissa ase-

⁵ Pitkän ajan kuluessa realisoituvia hyötyjä voisivat olla esimerkiksi ristikkäiset suunnatut osakeannit, joissa molemmat yhtiöt suuntaavat osakeannit toisilleen yhtiöiden välisen yhteistyön edistämiseksi.

tetuista edellytyksistä, tarkastellaan tässä tutkielmassa oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa esitettyjen kannanottojen pohjalta. Tutkielmassa kiinnitetään erityistä huomiota oikeuskirjallisuudessa ja lainvalmisteluaineistossa esitettyihin näkemyksiin osakkeiden merkintähinnasta, painavasta taloudellisesta syystä ja yhtiön edusta. Tutkielmassa kiinnitetään myös huomiota korkeimman oikeuden ratkaisussaan KKO 2018:19 linjaamiin pääperiaatteisiin siitä, miten suunnatusta osakeannista osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja on arvioitava osakeyhtiöoikeudelliselta kannalta.

Tutkielman pääpaino on pörssiyhtiöissä. Pörssiyhtiökontekstin takia, tutkielmassa kiinnitetään huomiota pörssiyhtiöille tyypilliseen yhtiön omistuksen ja johdon eriävyyteen, ja tutkitaan niitä tilanteita, missä suunnattu osakeanti voi aiheuttaa intressiristiriitatilanteen yhtiön kollektiivisen edun ja yksittäisen osakkeenomistajan intressien välille.

Tutkielman tärkeimpiä lähteitä ovat vuonna 2006 voimaan tullut osakeyhtiölaki sekä osakeyhtiölakitoimikunnan komiteamietintö KM 1990:44, jossa ensimmäistä kertaa ehdotettiin painavan taloudellisen syyn säätämistä lakiin. Muita keskeisiä lähteitä tutkielmassa ovat aikaisemmat osakeyhtiölait muutoksineen, lakien esityöt, korkeimman oikeuden ennakkoratkaisut ja yhtiöoikeudellinen oikeuskirjallisuus. Tutkielman muihin lähteisiin lukeutuvat eri yhtiöiden hallitusten pöytäkirjat, pörssitiedotteet, yksi esite ja muutamat mediassa julkaistut artikkelit, joissa on käsitelty pörssiyhtiöiden tekemiä osakkeiden suuntaamispäätöksiä annin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien oikeuksien kannalta.

Tutkielma rajataan tutkimusongelman tarkoituksenmukaisen tarkastelun kannalta osakeyhtiölakiin, eikä tutkielmassa ole tarkoitus tarkastella arvopaperimarkkinaoikeudellisia näkökulmia osakkeiden suuntaamiseen. Tällaisia tarkastelun kohteita voisivat olla esimerkiksi yhtiöiden velvollisuus esitteiden laatimiseen ja poikkeukset esitteiden laatimisvelvollisuuksista. Tutkielmassa ei käsitellä vero- tai kirjanpito-oikeudellisia kysymyksiä, eikä myöskään osakeannin maksutonta suuntaamista yhtiölle itselleen, vaikka yhtiön hallussa olevan osakemäärän kasvattaminen saattaa olla perusteltua nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavan suunnatun osakeannin tehokkaan läpiviennin kannalta. Syy yhtiölle itselleen suuntaaman maksuttoman osakeannin pois jättämiseen on se, että osakkeenomistajien etujen ja oikeuksien näkökulmasta yhtiön hallussa olevan osakemäärän kasvattaminen on neutraali toimenpide, jossa osakkeenomistajien omistuksen sisältö, osakkeenomistajien väliset valtasuhteet tai osakkeenomistajien omistuksen arvo ei muutu. Tällaiseen osakeantiin ei sovelleta OYL 9:20:n mukaan suunnattua osakeantia koskevia säännöksiä. OYL 9:20:ssä säädettyssä

maksuttomassa osakeannissa yhtiölle itselleen ei kerätä lisää varallisuutta yhtiöön, vaan toimenpide on luonteeltaan puhtaasti yhtiön liikkeelle laskemien osakkeiden määrän lisäystä.

Määrittelemällä edellä mainitulla tavalla tiivis tutkimuskysymys ja rajaamalla aihe vain osakeyhtiölakiin, on tutkielmassa pyritty hyödyntämään Umberto Econ perusperiaatetta aiheen rajaamisesta: ”Mitä enemmän aihetta rajaa, sitä helpommin ja varmemmin työ sujuu. On parempi, että tutkielma muistuttaa enemmän esseitä kuin historiikkia tai tietosanakirjaa”.⁶

1.3 Tutkimusmetodi

Tämän tutkielman tutkimusmetodi on oikeusdogmaattinen eli lainopillinen käsittelytapa, jonka tarkoituksena on mahdollistaa tutkimusongelman tarkastelu voimassa olevan oikeuden näkökulmasta. Lainopilliselle tutkimusmetodille tyypilliseen tapaan tutkielman keskiössä on voimassa olevan normiaineuksen systematisoiminen sekä oikeussääntöjen tulkitseminen.⁷ Oikeusnormilla tarkoitetaan oikeusjärjestyksellisen eli aineellisen tason käsitettä, joka saa ilmauksensa kielellisesti oikeusnormilauseella. Oikeusnormit saavat ulkoasunsa säädösten lisäksi myös oikeusperiaatteiden muodossa. Esimerkiksi osakeyhtiöitä koskevat keskeiset periaatteet ilmenevät osakeyhtiölain ensimmäisestä luvusta ja näitä periaatteita voidaan käyttää hyväksi osakeyhtiölain yksittäisiä kohtia tulkitessa. Lainopillisella menetelmällä voidaan näin punnita ja yhteensovittaa oikeusperiaatteita tulkinnan kautta.⁸ Lainopillisella tarkastelutavalla pyritään tutkielmassa perustelemaan kannanottoja siitä, millainen merkityssisältö on annettava tulkinnanvaraisille säännöksille ja miten keskenään jännitteessä olevia periaatteita olisi tulkittava yksittäistilanteessa.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielman rakenne koostuu siten, että ensimmäisen johdantokappaleen jälkeen kappaleessa kaksi käsitellään perusasioita osakeyhtiöiden rahoitukseen liittyen, menemättä tarkemmin sen syvemmälle eri varojenkeruutapojen yksityiskohtaisiin eroihin. Yhtiöiden rahoitusta käsittelevän kappaleen tarkoituksena on havainnollistaa oman ja vieraan pääoman eroja ja syitä, ja sitä, miksi yhtiöt toiminnassaan ylipäättään pyrkivät eri tilanteissa painottamaan eri pääomaa yhtiöiden rahoitusrakenteissa. Yhtiöiden rahoitusta tarkastelevalla kappaleella on

⁶ *Eco 1977*, s. 29.

⁷ *Aarnio 1978*, 52.

⁸ *Hirvonen 2011*, s. 24.

tarkoitus havainnollistaa eri pääomalajien pääpiirteet ja tarjota lukijalle konteksti, jossa lisävarallisuutta yhtiöihin kerätään.

Kappaleessa kolme tarkastellaan yhdenvertaisuusperiaatetta, merkintäetuoikeusantia ja suunnattua osakeantia. Kappaleessa käsitellään yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä ja tarkoitusta. Kappaleessa kolme käsitellään lisäksi merkintäetuoikeusannin ja suunnatun osakeannin eroja ja suoritetaan oikeusvertailu Ruotsiin. Merkintäetuoikeusannin ja suunnatun osakeannin vertailulla pyritään havainnollistamaan lukijalle eroja osakeantien välillä sekä avaamaan suunnatulle osakeannille aineelliseksi edellytykseksi asetetun painavan taloudellisen syyn käsite.

Kappaleessa neljä tarkastellaan nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavia suunnattuja osakeanteja. Kappaleessa käsitellään nopeutetun tarjousmenettelyn toteuttamista, tarjousmenettelyn etuja ja käyvän hinnan määrittelyä. Kappaleessa neljä tarkastellaan myös kahdeksaa vuosien 2014 – 2019 välillä tehtyä suunnattua osakeantia, jotka on toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä. Kappaleessa neljä analysoidaan lisäksi yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen suhdetta ja esitetään näkemys siitä, miten yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate tulisi yhteensovittaa suunnatussa osakeannissa.

Tutkielman viimeisessä kappaleessa viisi tiivistetään tutkimuksen sisältö. Kappaleessa ei toisteta aikaisemmin tutkielmassa esitettyjä pohdintoja, vaan tiivistetään ainoastaan tutkielman keskeisin sisältö.

2 Osakeyhtiön rahoitus

2.1 Yleistä

Osakeyhtiölain (2006/624, OYL) mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1:5). Toteuttaakseen voitontuottamistarkoitustaan osakeyhtiöt tarvitsevat pääomaa (joko omaa tai vierasta) liiketoimintansa harjoittamiseen. Pääomaa tarvitaan, koska yritykset joutuvat suorittamaan maksuja tuotannontekijöistä, ennen kuin he itse saavat maksuja tuottamistaan tavaroista tai palveluista.⁹ Yritysten investointien edellyttämien menojen ja investoinneista saatavien tulojen välissä kuluva aikaa kutsutaan reaali-prosessin viiveeksi.¹⁰ Reaali-prosessin viiveestä seuraa, että yhtiön täytyy järjestää rahoitus siksi aikaa, kunnes kustannuksia aiheuttanut investointi alkaa tuottaa yhtiölle tuloja.

Osakeyhtiön pääomatarpeen kattamiseksi yhtiön perusrahoitus tyydytetään tavallisesti antamalla yhtiön residuaaliin oikeuttavia osakkeita ja jakamalla kontrollia lähtökohtaisesti osakkeisiin sijoitetun pääoman suhteessa.¹¹ Osakeyhtiön perustamisen yhteydessä tapahtuva osakkeiden merkitseminen maksua vastaan muodostaa pohjan osakeyhtiön rahoitukselle ja luo yhtiölle mahdollisuuden alkaa harjoittaa liiketoimintaa valitsemallaan toimialalla. Useimmissa tapauksissa osakkeiden merkintähinnan lisäksi yhtiöön pyritään hankkimaan myöhemmin (joko omistajilta, pankista tai suoraan markkinoilta) lisää pääomaa, osakeyhtiön kasvavan rahoitustarpeen kattamiseksi.

Osakeyhtiölaissa yhtiön johdolle asetetun huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteen mukaan yhtiön johdolla on velvollisuus huolellisesti toimien edistää yhtiön etua (OYL 1:8). Yhtiön investointien rahoituksessa huolellisuusvelvoitteen voidaan katsoa edellyttävän yhtiön liiketoimintaan perehtymistä, yhtiön käytössä oleviin rahoitusvaihtoehtoihin tutustumista ja kokonaistaloudellisesti edullisimman rahoituksen hankkimista yhtiölle yhtiön investointien rahoitukseksi. Osakeyhtiön voitontuottamistarkoituksen edistämiseksi yhtiön johto pyrkii toiminnassaan tyypillisesti hankkimaan yhtiöön varoja mahdollisimman edullisesti ja sijoittamaan kerätyt varat mahdollisimman hyvän tuoton omaavaan toimintaan. Yhtiön voitontuottamistarkoituksen kannalta on yhdentekevää, onko yhtiöön hankittu rahoitus oman-, vieraan-

⁹ Immonen – Ossa – Villa 2014, s. 5.

¹⁰ Mähönen – Villa 2006a, s. 44.

¹¹ Mähönen – Villa 2012, s. 67.

, vai välipääomanehtoista rahoitusta, ainoastaan rahoituksen saatavuudella ja rahoituksesta maksettavalla hinnalla on yhtiön kannalta ratkaiseva merkitys. Yhtiön etu ja rahoituksesta maksettava hinta ei kuitenkaan ole asetettu osakeyhtiölaissa ainoaksi johdon päätöksenteossa huomioitavaksi tekijäksi, sillä osakeyhtiön johdolle asetettu velvollisuus toimia yhtiön edun mukaisesti sisältää lojaliteettivelvollisuuden suhteessa yhtiöön ja sen kaikkiin osakkeenomistajiin.¹² Yhtiön johdon tulee toimia lojaalisti suhteessa yhtiön kaikkiin osakkeenomistajiin ja huomioida, että osakkeenomistajien yhtiöön tekemien osakesijoitusten näkökulmasta olennaista rahoituksen hinnan ohella on, missä muodossa rahoitusta yhtiöön hankitaan.

Osakkeenomistajien näkökulmasta olennaista rahoituksen hankinnassa on, hankitaanko varoja yhtiöön osakeanneilla. Osakeanneilla kasvatetaan yhtiön osakkeiden lukumäärää, joka ei voi kasvaa muuten kuin osakeantien (OYL 9:1) tai osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien antamisen (OYL 10:1) seurauksena. Koska osakeannit voivat vaikuttaa osakkeenomistajien suhteellisen omistusosuuden muuttumiseen ja osakkeenomistajana omistuksen arvoon yhtiössä, on osakeyhtiölaissa säädetty osakkeenomistajilla olevan etuoikeus annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita (OYL 9:3) ja määrätty, että jos osakeanti tehdään suunnatusti, annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan väliseen suhteeseen (OYL 9:4.1).

Osakeyhtiöissä yhtiön johdolla ja etenkin osakeyhtiön hallituksella, on huomattava valta-asema yhtiön investointien rahoitusmuodon valintaa koskevassa päätöksenteossa. Osakeyhtiölain säännöksissä hallituksen valta-asemaa ilmentää OYL 5:2.1:n ensimmäinen virke, jonka mukaan yhtiökokous päättää ainoastaan sille osakeyhtiölain nojalla kuuluvista asioista ja muuten yleistoimivalta yhtiön päätöksenteossa on osakeyhtiön hallituksella.¹³ Hallituksen yleistoimivaltaan kuuluu esimerkiksi valta päättää yritykselle velkana otettavasta lainapääomasta, jolla investoinnit voidaan rahoittaa. Hallitus valmistelee lisäksi yhtiökokouksessa käsiteltäväksi tulevat asiat, mikä antaa sille myös tosiasiallista vaikutusvaltaa yhtiökokouksen päätöksiin.

¹² HE 109/2005 vp., s. 40.

¹³ Mähönen – Villa 2006b, s. 77. Ks. myös HE 109/2005 vp., s. 79.

Korostuneinta hallituksen päätäntävalta on sellaisissa yhtiöissä, joissa yhtiökokous on valtuuttanut hallituksen päättämään osakeanneista kokonaan tai joiltakin osin. Erityisesti pörssi-yhtiökäytännössä hallitukselle vuosittain rutiininomaisesti annetut osakeantivaltuutukset ovat olleet tyypillisesti väljästi rajattuja, mikä on antanut hallitukselle mahdollisuuden poiketa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta sekä päättää osakkeille asetettavan merkintähinnan määrä.¹⁴ Hajaomisteisissa pörssi-yhtiöissä päätäntävalta on näin käytännössä keskittynyt yhtiön hallitukselle, jolloin vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisuudesta vaikuttaa merkintäetuoikeuttaan koskeviin päätöksiin, on tullut jokseenkin näennäinen.¹⁵

2.2 Osakeyhtiön rahoituksen lähteet

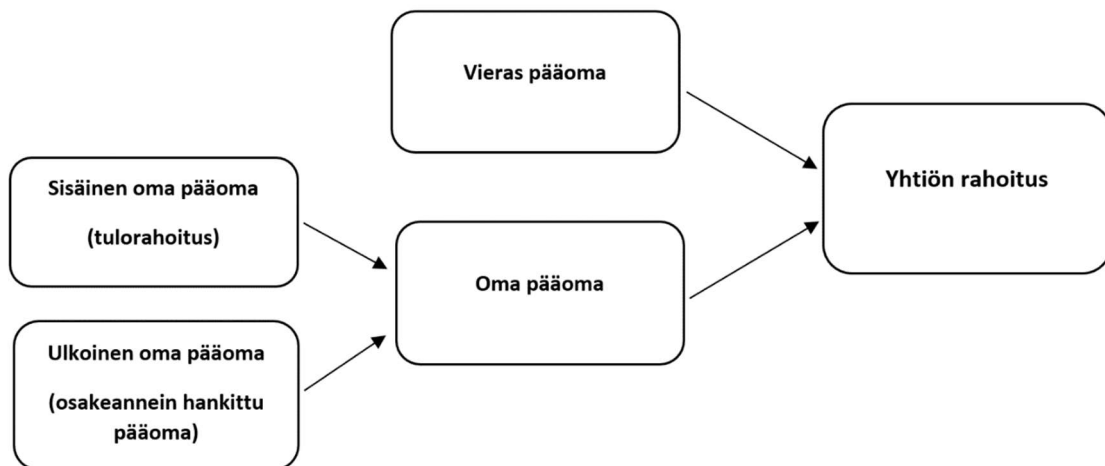
Osakeyhtiö voi rahoittaa toimintansa joko yhtiön sisäisellä rahoituksella (tulorahoituksella) tai yhtiön ulkoisella rahoituksella eli oman tai vieraan pääoman ehtoosella rahoituksella.¹⁶ Yhtiön investointien näkökulmasta eri rahoitusmuodot eivät ole toinen toisiaan poissulkevia, vaan yhtiön halutessa investoida varoja tuotantotekijöihin, investoinnit voidaan rahoittaa monesta eri lähteestä kerättävällä rahoituksella.

Yhtiön pääomalajeja voidaan havainnollistaa kaavion 1 mukaisesti:

¹⁴ Ks. *Mähönen – Villa 2012*, s. 295, jossa Mähönen ja Villa ovat kuvanneet, että: ”Yhtiökäytännössä osakeantivaltuutuksen järjestäminen on tavanomaisesti järjestetty hallitukselle annetuilla valtuutuksilla. Näin on toimittu erityisesti julkisissa ja noteeratuissa yhtiöissä. Yhtiökäytännössä annetut osakeantivaltuutukset ovat olleet väljästi rajattuja, mikä on antanut hallitukselle mahdollisuuden poiketa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta sekä hyvin vapaan oikeuden päättää merkintähinnan määrä”.

¹⁵ Ks. *af Schultén 2003*, s. 275, jossa af Schultén on kuvannut, että: ”Käytännössä osakepääoman korotukset ovat viime aikoina kuitenkin perustuneet etenkin julkisissa yhtiöissä osakeyhtiöissä pääasiallisesti hallitukselle annettuun korottamisvaltuuteen. Kun nämä valtuudet, jotka koskevat sekä uusmerkintää että vaihtovelkakirjalainan ottamista, annetaan vuodesta toiseen samoin perustein ja ne sisältävät oikeuden poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta ja vapaasti päättää merkintähinta, voidaan väittää, että osakkeenomistajan mahdollisuus vaikuttaa merkintäetuoikeuttaan koskeviin päätöksiin on jokseenkin näennäinen”. Ks. myös *HE 109/2005 vp.*, s. 100, jonka mukaan painavan taloudellisen syyn olemassa oloa ei tarvitse arvioida osakeantivaltuutusta annettaessa, vaan vasta suunnatusta osakeannista päätettäessä.

¹⁶ Lisäksi yhtiö voi rahoittaa investoinnit myös niin kutsutulla välipääomarahoituksella, jolloin yhtiöön kerättävä varallisuus sisältää sekä oman että vieraan pääoman piirteitä. Yhtiöoikeudellisesti välipääomaa (välipääomaluokkaa) ei kuitenkaan ole olemassa (ks. *Villa 2001c*, s. 1). Välipääomarahoitusinstrumentin oikeudellinen luonne ja sisältö määräytyvät samalla tavalla kuin osakkeen tai velan, ja vastaavasti välipääomarahoittaja on joko osakkeenomistajan tai velkojan asemassa.



Kaavio 1.

2.2.1 Tulorahoitus

Yhtiön sisäisellä rahoituksella eli tulorahoituksella tarkoitetaan yhtiön tuloksesta syntynyttä ja osakkeenomistajille jakamatta jäänyttä pääomaa.¹⁷ Tulorahoitus on liiketoiminnasta voittona saatua kassavirtaa.¹⁸ Tulorahoitus kuuluu yhtiön omaan pääomaan, mutta tulorahoitusta on mahdollista tarkastella omana osa-alueenaan, koska tulorahoitukselle on tyypillistä, että se jätetään yhtiöön, sen sijaan, että se palautettaisiin pääoman palautuksina tai tuoton maksuna.¹⁹ Tulorahoituksen jättäminen yhtiöön pohjautuu yleensä yhtiön haluun investoida tulorahoitus tuotantotekijöihin, joiden uskotaan tuottavan tuloja vastaisuudessa yhtiölle. Vaikka tulorahoitus jätetään tyypillisesti yhtiöön, mitään estettä ei ole sille, että tulorahoitus jaettaisiin ulos yhtiöstä esimerkiksi osinkona.

2.2.2 Osakeyhtiön oma pääoma

Osakeyhtiön omalla pääomalla tarkoitetaan osakkeenomistajien tai ulkopuolisten sijoittajien yhtiöön tekemiä oman pääoman ehdoin toteutettuja ennalta määräämättömän ajan pituisia pääomasijoituksia, joista yhtiöllä ei ole takaisinmaksuvelvollisuutta.²⁰ Osakeyhtiölaissa yhtiön oma pääoma on jaettu sidottuun omaan pääomaan ja vapaaseen omaan pääomaan (OYL

¹⁷ Mähönen – Villa 2013, s. 144.

¹⁸ Knüpfér – Puttonen 2014, s. 31.

¹⁹ Lauriala 2008, s. 30.

²⁰ Ks. Villa ym. *Yritysoikeus (jatkuvasti päivittyvä julkaisu)* kappale rahoituksen lajit, jossa kuvataan, että: ”Osakeyhtiön oman pääoman ehtoisessa rahoituksessa yrityksen omistajat eli osakkeenomistajat sijoittavat yh-

8:1). Sidottua omaa pääomaa ovat osakepääoma, arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto. Vapaata omaa pääomaa puolestaan ovat muut kuin sidottuun pääomaan kuuluvat rahastot sekä tilikauden ja edellisten tilikausien voittovarot.²¹

Olennaista oman pääoman ehtoisissa sijoituksissa on, että oman pääoman ehtoisten sijoittajien asema osakeyhtiössä on viimesijainen eli residuaalinen. Toisin kuin vieraan pääoman sijoittajat, oman pääoman sijoittajat eivät saa sijoituksilleen ennalta sovittua tuottoa, jolloin heidän asemansa yrityksen varoja jaettaessa on huonompi vieraan pääoman sijoittajiin verrattuna.²² Maksunsaantijärjestyksestä johtuen oman pääoman ehtoisen sijoittamisen riski on suurempi vieraan pääoman ehtoiseen sijoittamiseen verrattuna. Korkeamman riskin vuoksi oman pääoman tuottovaatimus on myös perustilanteessa suurempi kuin vieraan pääoman tuottovaatimus. Oman pääoman korkeampi tuottovaatimus perustuu rahoitusteorian perusolettamukseen, jonka mukaan sijoitusten tuottovaatimus vaihtelee sijoitusten riskien mukaisessa suhteessa siten, että mitä suurempi riski on, sitä suurempi on sijoituksen tuottovaatimus.²³

Esimerkiksi sijoittajien sijoittaessa osakeyhtiön osakkeisiin, oman pääoman ehtoisten osakesijoitusten riskinä tulee huomioida, ettei huonosti menestyvä yritys pysty välttämättä jakamaan osinkoa kaikkina tilikausina, osakkeiden arvo saattaa laskea ja sijoittajat saattavat pahimmillaan menettää sijoitustensa arvon kohdeyrityksen konkurssin seurauksena. Toisaalta, osakesijoituksiin sisältyy rajaton tuottopotentiali. Rajattomasta tuottopotentialista johtuen osakkeiden arvonnousulle ei ole olemassa ylärajaa ja sijoittaessa osakkeisiin osakkeet voivat tuottaa moninkertaisesti vieraan pääoman ehtoisiin sijoituksiin verrattuna.

2.2.3 Osakeyhtiön vieras pääoma

Toisin kuin osakeyhtiön oma pääoma, yhtiön vieras pääoma on yhtiön omistajien tai yhtiön ulkopuolisten tahojen korvausta vastaan yhtiön käyttöön määrättyksi ajaksi antamaa velkapääomaa.²⁴ Yhtiön vieras pääoma on mahdollista jakaa lyhyt- ja pitkäkestoiseen vieraaseen

tiöön pääomaa lähtökohtaisesti ennalta määräämättömäksi ajaksi noudattamalla pääoman sijoittamisesta osakeyhtiölaissa määrättyjä muotomääreitä ja sijoituksen ehtoja raamittavia sisällöllisiä säännöksiä. Sijoituksen vastineeksi he saavat lähtökohtaisesti osakeyhtiön antaman asiakirjan eli osakkeen, joka määrittää sijoitukseen liittyvät sijoittajan oikeudet ja velvollisuudet osakeyhtiössä”.

²¹ Immonen – Nuolima 2017, s. 146.

²² Lauriala 2008, s. 31.

²³ Lauriala 2008, s. 31.

²⁴ Villa 2001a, s. 1.

pääomaan sen perusteella, onko lainan takaisinmaksuaika yli vai alle vuoden pituinen. Vieras pääoman ehtooselle velkarahoitukselle ominaisia piirteitä ovat saamiselle asetettu vaakuus ja se, että vieras pääoma suoritetaan takaisin ennen oman pääoman palautusta.²⁵ Tyypillisimmillään osakeyhtiön vieras pääoma on pankkilainaa, jonka pankki myöntää sopimuksen perusteella yhtiön käyttöön ennalta määrätyksi ajaksi vastiketta (korkoa) vastaan.

2.3 Tulorahoitus vs. osakeannit yhtiön investointien rahoitusmuotona

Kuten kaaviossa 1. on havainnollistettu, osakeyhtiön oma pääoma on jaettavissa ulkoiseen ja sisäiseen omaan pääomaan.²⁶ Tulorahoitus on yhtiön sisäistä omaa pääomaa ja osakeannin kerätty varallisuus yhtiön ulkoista omaa pääomaa.²⁷ Vertaillen tulorahoituksella rahoitettavia investointeja osakeanneilla rahoitettaviin investointeihin, on tulorahoituksen käyttämiselle investointien rahoituksessa nähtävissä useita yhtiön kannalta positiivisia puolia.

Ensinnäkin, tulorahoituksen hankkiminen ei aiheuta erillisiä rahoituksen järjestelykustannuksia toisin kuin osakeannit, joissa rahoitusta tarvitseva yhtiö vastaa osakeantien liikkelelaskukustannuksista.²⁸ Toiseksi, tulorahoituksen käyttäminen investointien rahoittamiseksi ei laimenna osakkeenomistajien hallinnollista valtaa yhtiössä²⁹ eli se ei aiheuta osakkeenomistajien omistususuuden laimenemista (*dilutoitumista*). Kolmanneksi, tulorahoitus on yritysjohton kannalta houkutteleva keino rahoittaa yrityksen toimintaa, sillä sen käyttämisestä ei tarvitse tarkkaan perustella kriittisille rahoitusmarkkinoille.³⁰

Tulorahoituksen käyttämistä investointien rahoituksessa ei kuitenkaan voida pitää täysin ongelmattomana. Tulorahoituksen käyttämistä investointien rahoittamiseen vaivaa useimmiten tulorahoituksen riittämättömyys ja eriaikaisuus suhteessa eräänntyviin menoihin.³¹ Yritystoimintaa aloittaessa menoja syntyy ennen kuin toimintaa on edes aloitettu, eikä tulorahoitus toiminnan alkuvaiheessakaan ole välttämättä riittävä. Myös pidempään toimintaa harjoitta-

²⁵ Villa 2001a, s. 57.

²⁶ Knüpfner – Puttonen 2014, s. 32.

²⁷ Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 152.

²⁸ Osakeannin liikkelelaskukustannuksiin lukeutuu erilaisia kustannuksia, kuten annin järjestäjälle maksettava palkkio, hallinnollisia kuluja ja asiantuntijapalkkioita.

²⁹ Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 152.

³⁰ Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 152.

³¹ Raito 2014, s. 81.

neet yritykset kohtaavat haasteita tulorahoituksen tehokkaassa käyttämisessä, sillä esimerkiksi laitehankintojen osalta tyypillistä on, että hankinnan menot eräänntyvät välittömästi, mutta investoinnista yhtiölle odotettavissa olevat tulot ajoittuvat tulevaisuuteen.³²

Verrattuna osakeanneilla kerättävään pääomaan, tulorahoitus voidaan nähdä luonteeltaan epävarmana rahoituslähteenä, koska yritystoiminta on luonteeltaan riskialtista, eikä yrityksen toiminta muodostu välttämättä kaikilla tilikausilla voitolliseksi. Mikäli tulorahoitusta haluttaisiin käyttää suurien investointien rahoittamiseen, pitäisi tulorahoitusta usein kerätä useamman tilikauden ajan ennakolta varastoon, ennen kuin investoinnit voitaisiin rahoittaa yksin tulorahoituksen turvin. Kilpailluilla markkinoilla toimiminen ei käytännössä kannustakaan yhtiöitä ohjaamaan pelkästään yhtiöiden liiketoiminnasta syntyvää tulorahoitusta yhtiön investointien rahoittamiseen, sillä tulorahoituksen käyttö edellyttää usein liian hillittyä kasvua. Kasvun hidastaminen ohjaamalla vain tulorahoituksella saatavat varat investointeihin saattaisi antaa yhtiön kannalta kilpailuetua muille samalla kohdemarkkinalla toimiville yrityksille. Lisäksi yhtiön voitontavoittelun kannalta rajallisten resurssien käyttäminen toimintoihin ja projekteihin, joilla ei ole lähtökohtaisesti samaa tuottopotentiaalia kuin laajemmilla projekteilla, ei ole järkevää. Yhtiön voitontuottamiskyvyn kehittäminen investointien muodossa edellyttää monessa tapauksessa yhtiön sisäisen rahoituksen ohella yhtiön ulkoista rahoitusta, jotta investoinnit voidaan rahoittaa.

2.4 Oma pääoma vs. vieras pääoma yhtiön rahoituksessa

Sekä omalla pääomalla että vieraalla pääomalla on hyvät ja huonot puolensa yhtiön investointien rahoituksessa. Tarkkaa suhdetta oman pääoman ja vieraan pääoman välillä ei voida ennalta määrittää, sillä se, kumpaa pääomaa yhtiön rahoitusrakenteessa tulisi painottaa, riippuu tapauskohtaisesti rahoitusta tarvitsevan yhtiön tilanteesta. Selvää kuitenkin on, että yhtiön optimaalinen pääomarakenne muodostuu sekä oman pääoman että vieraan pääoman ehdoista rahoituksesta.³³

³² Raito 2014, s. 81.

³³ Ks. Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 183, jossa investointien rahoituksen suhteen Leppiniemi ja Puttonen katsovat, että: ”Mitä ilmeisimmin yrityksen optimaalinen pääomarakenne on sellainen, että yrityksellä on sekä omaa että vierasta pääomaa. Tarkkaa suhdetta näiden kahden välillä ei voida määrittää, sillä optimaalinen suhde riippuu toimialasta, maasta, suhdanteista, rahoitusmarkkinoiden kireydestä, verojärjestelmästä yms. tekijöistä”.

Vieraan pääoman positiivisena puolena on, että vieras pääoma mahdollistaa yhtiön nopean kasvamisen, koska yhtiön ei tarvitse rahoittaa investointeja kokonaan omista varoistaan.³⁴ Vieraan pääoman hankintaa voidaan myös pitää osakkeenomistajien keskinäisten määräysvaltasuhteiden kannalta neutraalina toimena, sillä vieraan pääoman hankinta ei laimenna osakkeenomistajien hallinnollista valtaa yhtiössä. Oman pääoman korkeammasta tuottoväituksesta johtuen, vieras pääoma on myös lähtökohtaisesti oman pääoman ehtoista rahaa halvempaa³⁵ ja vieraan pääoman hankinnasta yhtiölle aiheutuvat kustannukset ovat tyypillisesti alhaisempia oman pääoman hankinnasta aiheutuviin kustannuksiin verrattuna.³⁶ Esimerkiksi verratessa osakeyhtiön pankkilainojen järjestelykustannuksia osakeantien järjestelykustannuksiin, ovat osakeyhtiön pankkilainoissa järjestelykustannukset merkittävästi alhaisempia ja tarkkaan etukäteen tiedossa.³⁷

Vaikka vieras pääoma on yhtiölle lähtökohtaisesti halvempaa ja hankittavissa yhtiöön nopeasti johdon toimesta, voi vieraan pääoman runsas käyttö johtaa vieraan pääoman rahoittajien hyötymiseen, jolloin vain vieraalle pääomalle maksetaan tuottoa.³⁸ Kuten edellä on todettu, maksunsaantijärjestyksestä johtuen vieras pääoma tulee suorittaa takaisin ennen omalle pääomalle maksettavaa korvausta. Yhtiön pääomarakenteessa korkea vieraan pääoman suhde heikentää yhtiön voitontuottamiskykyä ja samalla vaikeuttaa yhtiön mahdollisuuksia saada kohtuullisin ehdoin uutta velkapääomaa markkinoilta. Yhtiön korkea velkaantumisaste nostaa tällöin myös vieraan pääoman hintaa, koska yhtiölle rahaa lainaava luotonantaja vaatii korkeariskisemmästä lainasta kovempaa korkoa matalamman riskin lainoihin verrattuna.

Yhtenä tärkeimpänä erona oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen välillä on se, että oman pääoman ehtoinen rahoitus kohentaa yhtiön vakavaraisuutta. Yhtiön vakavaraisuudella on merkitystä, koska yhtiön vakavaraisuuden parantuminen laskee vieraan pääoman muodossa hankittavan rahoituksen hintaa ja osaltaan vaikuttaa siihen, kuinka houkuttelevana

³⁴ Vieraan pääoman suosimiseen liittyy myös olennaisesti vieraan pääoman vipuvaikutus, mikä mahdollistaa yhtiön omalle pääomalle kertyvän tuoton kasvattamisen siinä tilanteessa, jos yhtiö pystyy ansaitsemaan lainaamalleen pääomalle suuremman tuoton, kuin mitä se joutuu maksamaan lainasta korkoa. Tällöin vieraan pääoman vipuvaikutuksen vuoksi yrityksen omalle pääomalle saadaan suurempi tuotto, kuin olisi saatu, jos olisi käytetty pelkästään omaa pääomaa. Ks. tarkemmin oman pääoman tuoton parantamisesta velkavivulla *Leppiniemi – Puttonen 2002*, s. 156 – 157.

³⁵ *Knüpfer – Puttonen 2014*, s. 40.

³⁶ Poikkeuksena voidaan mainita esimerkiksi joukkovelkakirjalainat, joiden liikkeellelaskukustannukset ovat suuria.

³⁷ *Knüpfer – Puttonen 2014*, s. 40.

³⁸ Ks. *Raitio 2014*, s. 88 – 89.

sijoituskohteena sijoittajat yhtiön näkevät. Esimerkiksi korkeasti velkaisissa yhtiöissä osakeantien käyttäminen yhtiön oman pääoman korottamiseksi saattaa olla perusteltua yhtiön pääomarakenteen tervehdyttämisen kannalta. Yhtiön oman pääoman korottaminen saattaa olla perusteltua myös yhtiöllä entuudestaan olevien lainasopimusten vuoksi, koska pitkäaikaisia vierasvelkalainoja myönnettäessä lainan tyypillisiin kovenanteihin kuuluu tietyn omavaraisuusasteen vaatimus.³⁹ Se, kumpaa pääomaa yhtiön rahoitusrakenteessa tulisi painottaa, on siis tapauskohtaisesti riippuvaista rahoitusta tarvitsevan yhtiön tilanteesta.

³⁹ Kovenanteilla tarkoitetaan luotonantajan luotolle asettamia erityisiä ehtoja. Lainan ehtona voi esimerkiksi olla, että yrityksen omavaraisuuden huonontuminen sovittua rajaa alemmas laukaisee lainan takaisinmaksuvelvollisuuden tai koron noston.

3 Yhdenvertaisuusperiaate, merkintäetuoikeusanti ja suunnattu osakeanti

3.1 Yhdenvertaisuusperiaate

Yhdenvertaisuusperiaatteella on pitkä historia Suomalaisessa oikeuskäytännössä.⁴⁰ Ennen yhdenvertaisuusperiaatteen nimenomaista kirjaamista osakeyhtiölakiin, yhdenvertaisuusperiaate oli tunnustettu ilman lain tukeakin korkeimman oikeuden, ja sen edeltäjän, senaatin oikeusosaston käytännössä.⁴¹

Osakkeenomistajien oikeuksien kannalta yhdenvertaisuusperiaate on keskeinen yhtiöoikeudellinen periaate, joka muodostaa yhtiön osakkeenomistajien keskinäisten suhteiden määrittämisen kulmakiven.⁴² Yhdenvertaisuusperiaate normittaa yhtiöoikeudellisesti merkittävää vähemmistöosakkeenomistajat–määräävä osakkeenomistaja -relaatiota ja suojaa vähemmistöomistajia enemmistön opportunistiselta käyttäytymiseltä. Yhdenvertaisuusperiaatteella on keskeinen asema osakkeenomistajien välisten suhteiden määrittelyssä, sillä väärintoimiva yhtiön hallitus on tarvittaessa mahdollista vaihtaa, mutta määräävän osakkeenomistajan asemaan ei voida puuttua samalla tavoin.⁴³

Ennen osakeyhtiölakiin vuonna 2006 tehtyä uudistusta, aikaisemmin sekä vuoden 1895 että vuoden 1978 osakeyhtiölaeissa yhdenvertaisuusperiaate oli erotettu toisistaan osakkeiden yhtäläisiä oikeuksia koskevaan olettasäännökseen sekä yleislausekkeeseen. Nykyisin voimassa olevan osakeyhtiölain (624/2006, OYL) perustelujen mukaan aikaisemmin voimassa

⁴⁰ Historiallisessa katsannossa yhdenvertaisuusperiaatteen sääntelyhistoria ulottuu aina vuoden 1895 osakeyhtiölakiin (laki osakeyhtiöistä 22/1895) ja siihen vuonna 1935 tehtyyn osittaisuudistukseen (L 15.11.1935/350), jolloin osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta koskeva yleislauseke kirjattiin ensimmäistä kertaa osakeyhtiölakiin.

⁴¹ Mähönen – Villa 2006, s. 69.

⁴² Vahtera 2008, s. 209.

⁴³ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 354, jossa Mähönen ja Villa ovat ilmaisseet asian toteamalla, että: ”Määräävien osakkeenomistajien opportunistiselta on vaikeampaa suojautua kuin johdon opportunistiselta; johto voidaan näet tarvittaessa vaihtaa, mutta määräävän osakkeenomistajan asemaan ei voida vastaavalla tavalla puuttua, mikäli tämä haluaa pysyä yhtiössä. Erityisesti yhtiössä, jossa yhtiön muu osakeomistus on hajaantunut, vähemmistöosakkeenomistajien asema on erityisen suojaton. (Ks. Bergström & Samuelsson 2001, s. 30 ja 147-148.) Näin on asia tyypillisesti Euroopassa; Yhdysvalloissa intressiristiriita on tyypillisesti vahvan johdon ja omistukseltaan hajaantuneen osakkeenomistajakunnan välillä (ks. Timonen 2000, s. 92). Tästä syystä vähemmistöä suojaavan yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys on erityisen korostunut eurooppalaisissa yhtiöoikeuskulttuureissa”.

olleen osakeyhtiölain yhtiökokouksen päätöksentekoa koskevat 9:16 sekä johdon päätöksentekoa koskevat 8:14 yleislausekkeet yhdistettiin yleislausekkeeksi pienin muutoksin,⁴⁴ minkä tarkoituksena on ollut vahvistaa yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä entisestään aikaisempaan oikeustilaan verrattuna.⁴⁵

Osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä säädetään yhdenvertaisuusperiaatteesta. OYL 1:7:n mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.⁴⁶

Vaikka yhdenvertaisuusperiaatteen on väitetty toisinaan kohdistuvan erinäisiin yhteiskunnallisiin tasa-arvon lisäämispyrkimyksiin, perustelu yhdenvertaisuusperiaatteen olemassaololle osakeyhtiölaissa on ennen kaikkea taloudellinen.⁴⁷ Yhdenvertaisuusperiaate tarvitaan osakeyhtiölakiin enemmistöperiaatteen vastinpariksi. Yhdenvertaisuusperiaate on säädetty osakeyhtiölakiin tarjoamaan turvaa enemmistövallan väärinkäyttöksiä vastaan, mitä ilman osakeyhtiöihin sijoittaminen olisi riskialtista. Mikäli yhdenvertaisuusperiaatetta ei olisi olemassa, sijoittaessa varoja osakeyhtiöön jouduttaisiin aina hinnoittelemaan olennainen riski sille, että osakkeet menettäisivät arvonsa, jos määräysvaltaa käyttävä omistaja päättäisi karnavoida osakeyhtiöstä saatavat varat itselleen.⁴⁸

Riski enemmistön opportunistiseen käyttäytymiseen liittyy osakeyhtiölain enemmistöperiaatteeseen. Enemmistöperiaate ilmaistaan OYL 1:6:ssä, jonka mukaan osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa. OYL 1:6:n mukaan yhtiökokouksen päätöksenteossa noudatetaan lähtökohtaisesti osake ja ääni -periaatetta, josta seuraa, että yhtiöissä määräysvalta on sillä osakkeenomistajalla, joka on sijoittanut suurimman pääoman yhtiöön. Vähemmistöosakkeenomistajan ostaessa osakkeen yhtiöstä, vähemmistöomistajan voidaan

⁴⁴ HE 109/2005 vp., s. 39-40.

⁴⁵ HE 109/2005 vp., s. 18, jonka mukaan: ”Yhdenvertaisuusperiaatteen merkityksen toivotaan entisestään vahvistuvan sillä, että voimassa olevan lain yhdenvertaisuutta koskevat säännökset yhdistetään ja esitetään lain alussa.”

⁴⁶ Yhdenvertaisuus periaate jakautuu OYL 1:7:n mukaan kaksiosaisesti osakkeiden yhdenvertaisuutta koskevaan oletamasäännökseen (ensimmäinen virke) ja yhdenvertaisuusperiaatteen yleislausekkeeseen (toinen virke) millä kielletään määräysvallan väärinkäyttö.

⁴⁷ Savela 2010, s. 4.

⁴⁸ Savela 2010, s. 4. Savela on ilmaissut asian toteamalla, että: ”Jollei jollain tavoin voida turvata vähemmistöosakkaiden asemaa, periaatteessa 50,1 % äänistä omistavat osakkaat voivat pitää yhtiön kaikki varat. Tällöin vähemmistöosakkeet olisivat arvottomia. Tämä riski taas aiheuttaisi sen, että aina jouduttaisiin hinnoittelemaan olennainen riski siitä, että osakkeet menettäisivät arvonsa. Tällöin osakkeiden arvostustaso olisi kovin alhainen”.

katsoa luovuttavan varallisuuttaan enemmistön disponoitavaksi. Vähemmistöomistusta leimaa etenkin hajaomisteisissa pörssiyhtiöissä omistuksen sijoitusluonteisuus, vähemmistö ei käytä määräysvaltaa yhtiössä, vaan vähemmistön yhtiöön sijoittamille varoille kertyvän tuoton syntyminen riippuu enemmistön toimista.

Enemmistön muodostavat osakkaat ovat enemmistöperiaatteen mukaisesti oikeutettuja tekemään yhtiön rahoitukseen, pääomaan, hallintoon ja rakenteeseen liittyviä ratkaisuja, joita he pitävät yhtiön harjoittaman liiketoiminnan kannalta asianmukaisina ja tarpeellisina.⁴⁹ Yhtiön suurimmilla omistajilla on suurin riski yhtiön toiminnasta,⁵⁰ joten heillä on myös suurin intressi tehdä yhtiön etua palvelevia liiketoimintapäätöksiä.⁵¹ Hankkiessa yhtiön osakkeita osakkeenomistajat hyväksyvätkin tyypillisesti sen, että enemmistöllä tai ainakin määräenemmistöllä on päätösvalta yhtiön keskeisiin asioihin.⁵² Hankkiessaan osakkeita osakkeenomistajat eivät kuitenkaan anna hyväksyntäänsä siihen, että enemmistöllä olisi tulevaisuudessa oikeus päättää sellaisista muutoksista, jotka loukkaavat osakkeenomistajien keskeisiä oikeuksia yhtiössä.⁵³

Osakkeenomistajan suojaksi säädetyn yhdenvertaisuusperiaatteen keskeisenä sisältönä on enemmistöosakkeenomistajille ja osakeyhtiön johdolle suunnattu kielto väärinkäyttää määräysvaltaa osakeyhtiössä.⁵⁴ Periaatteen tarkoituksena on turvata osakkeenomistajien yhtäläiset oikeudet ja luoda uskottava oikeussuojajärjestelmä osakkeenomistajalle, jolla ei ole määräysvaltaa yhtiössä. Jos vähemmistösuoja ja yhdenvertaisuusperiaatetta ei olisi olemassa, osakkeenomistajilla ei olisi kannustinta ryhtyä osakkeenomistajaksi ja osakeyhtiöihin sijoittamisen houkuttelevuus laskisi olennaisesti.⁵⁵ Edellä mainitusta syystä, yhdenvertaisuusperiaate on osakeyhtiölaissa kirjoitettu yleisluontoiseksi säännökseksi, jonka tarkoituksena on

⁴⁹ *Villa 2001b*, s. 128.

⁵⁰ Yhtiön toimintariskillä tarkoitetaan tässä riskiä maksukyvyttömyysmenettelyyn ajautumisesta ja sijoitetun pääoman menettämistä.

⁵¹ Määräysvallan jakautumista yhtiöön sijoitetun pääoman suhteissa voidaan pitää loogisena lähtökohtana, sillä osakkeenomistajilla on oikeus siihen yhtiön omaisuuteen, joka jää jäljelle, kun yhtiön sidosryhmien tarpeet on tyydytetty. Osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön residuaalituottoon, johon liittyy myös resideaalariski. Ks. osakkeenomistajan residuaaliasemasta ja residuaalikontrollista tarkemmin esim. *Mähönen – Villa 2015*, s. 329-330.

⁵² *Vahtera 2011*, s. 97.

⁵³ *Vahtera 2011*, s. 97.

⁵⁴ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 40; *HE 27/1977 vp.*, s. 68; *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2015*, s. 58; *af Schultén 2004*, s. 121-122.

⁵⁵ Ks. *Savela 2010*, s. 4. Ks. lisäksi *Vahtera 2011*, s. 96-97, jossa Vahtera on todennut, että: ”Jos vähemmistösuoja ja yhdenvertaisuusperiaatetta ei olisi olemassa, osakkeenomistajilla ei olisi kannustinta ryhtyä osakkeenomistajaksi. Näin ollen pörssiyhtiössä korostettu heikomman (vähemmistön) suojaaminen ilmentää osakeyhtiön tehokkuusluonnetta taloudellisen organisoitumisen muotona”.

mahdollistaa tehokas puuttuminen mitä erilaisimpiin enemmistövallan väärinkäyttötilanteisiin osakeyhtiöissä.⁵⁶

Osakeyhtiölaissa yleisperiaatteena kuvatun yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei ole estää enemmistöperiaatteen mukaisen enemmistövallan käyttämistä, vaan estää enemmistöosakkeenomistajien perusteeton suosiminen vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.⁵⁷ Siten esimerkiksi suunnatusta osakeannista päättäminen yhtiökokouksessa kahden kolmasosan määräenemmistöllä ei yksin päätöksensä ole omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle merkintäetuoikeuden saavalle taholle epäoikeutettua etua yhtiön tai annin ulkopuolelle jäävän osakkeenomistajan kustannuksella. Enemmistövallan käyttäminen on sallittua, mutta yhdenvertaisuusperiaate pyrkii siihen, ettei enemmistöosakkaita suosita vähemmistöosakkaiden kustannuksella.⁵⁸

Yhdenvertaisuusperiaatteen hahmottamista eri oikeustoimien osalta haittaa yhdenvertaisuusperiaatteen sidonnaisuus tapauskohtaiseen arviointiin ja arvioijan subjektiiviseen käsitykseen siitä, mitä voidaan pitää yhdenvertaisena. Jotta yhdenvertaisuusperiaatetta voitaisiin arvioida, on tapauskohtaisesti ensin ratkaistava, minkälaiset päätökset tai toimet ovat omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhdenvertaisuusperiaatteen arvioinnissa ongelmaksi muodostuukin usein epäoikeutetun edun arviointi.⁵⁹ Epäoikeutetun edun tapauskohtaista arviointia helpottaa kuitenkin osittain se, että osakeyhtiölaissa edellytetyn yhdenvertaisuuden voidaan katsoa näyttäytyvän usein pikemminkin omistajien taloudellisena yhdenvertaisuutena kuin muodollisena yhdenvertaisuutena.⁶⁰ Tällöin olennaista yhdenvertaisuusperiaatetta koskevissa arvioinneissa on, että päätös tai toimi on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen ja että yhtiön osakkeenomistajien taloudellinen asema pysyy muuntumattomana tai että se paranee mahdollisimman tasaisesti.⁶¹

Paitsi että yhdenvertaisuusperiaate kieltää enemmistövallan väärinkäytön, yhdenvertaisuusperiaate suojaa myös luottamusta sopimusten pitävyydestä.⁶² Osakkeenomistajilla on oikeus

⁵⁶ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 39.

⁵⁷ *Mähönen – Villa 2006b*, s. 97.

⁵⁸ *HE 109/2005 vp.*, s. 40.

⁵⁹ *Ks. Pönkä 2012*, s. 286, jossa Pönkä toteaa, että: ”Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamiseen liittyvä keskeisin tulkintaongelma koskee epäoikeutetun edun sisältöä”.

⁶⁰ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 44.

⁶¹ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 44.

⁶² *Villa 2008*, s. 567.

luottaa siihen, että osakkeet tuottavat ne oikeudet ja velvollisuudet, jotka osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys kyseessä oleville osakkeille määrittävät.⁶³ Mikäli yhtiössä on vain samanlaisia osakkeita, osakkeenomistajalla on oikeus luottaa siihen, että kaikki osakkeet tuottavat samat oikeudet ja velvollisuudet. Yhdenvertaisuusperiaatteesta siis seuraa, että samoissa olosuhteissa kunkin osakkeenomistajan oikeuksien ja velvollisuuksien on oltava samansisältöiset⁶⁴ ja osakkeenomistajalla on oikeus luottaa siihen, että hänen oikeusasemansa suhteessa toisiin osakkeenomistajiin säilyy muuttumattomana, sellaisena kuin se osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen perusteella ilmenee.⁶⁵

Vaikka osakkeenomistajilla on yhdenvertaisuusperiaatteen perusteella oikeus luottaa kaikkien samalajisten osakkeiden tuottavan samat oikeudet yhtiössä, ei yhdenvertaisuusperiaate ole luonteeltaan ehdoton.⁶⁶ Mikäli yhdenvertaisuusperiaatetta ja muita vähemmistöosakkeenomistajien suojaksi tarkoitettuja säännöksiä tulkittaisiin liian tiukasti, voisivat ne jumittaa enemmistöperiaatteen mukaisen päätöksenteon yhtiössä. Tilanne voisi pahimmillaan kääntyä niin, että vähemmistö käyttäisi valtaansa väärin enemmistöä vastaan.⁶⁷

Vähemmistön oikeutta (tai pikemminkin oikeuden puutetta) jumittaa yhtiön intressissä tehdyt päätökset vetoamalla vähemmistön suojaksi säädettyyn yhdenvertaisuusperiaatteeseen on arvioitu nähdäkseni viimeisimpänä korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 2018:19.⁶⁸ Korkeimman oikeuden ratkaisun mukaan, korkeimmassa oikeudessa käsitellyssä tapauk-

⁶³ Ks. *Mähönen – Villa 2006*, s. 99.

⁶⁴ *af Schultén 2004*, s. 120.

⁶⁵ Oikeuskirjallisuudessa Airaksinen ja Jauhianen ovat ilmaisseet asian toteamalla, että: ”Yhdenvertaisuusperiaatteella pyritään säilyttämään osakkaan omistuksen arvo suhteessa muiden osakkeiden arvoon sellaisena kuin se on osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen perusteella.” Ks. *Airaksinen – Jauhianen 2000b*, s. 162.

⁶⁶ Yhdenvertaisuusperiaatteesta on mahdollisuus poiketa osakkeenomistajien suostumuksella. Suostumuksen edellyttäminen ilmenee OYL:n 5:29.3:stä, minkä mukaan yhtiökokous ei saa tehdä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä ilman sen osakkeenomistajan suostumusta, jonka etua päätöksellä loukataan. Ks. *Mähönen – Villa 2006*, s. 102.

⁶⁷ Ks. *HE 11/1992 vp.*, s. 9, jossa todetaan yksittäisen osakkeenomistajan määräysvallan osalta, että: ”Kun suunnattu anti saattaa monissa tilanteissa olla yhtiön toiminnan kannalta jopa välttämätön, vaikeuttaisi määräänemmistövaatimuksen korottaminen tällaisissa tilanteissa kohtuuttomasti suunnatun annin toteuttamista. Tiukalla määräänemmistövaatimuksella saattaisi olla myös se vaikutus, että pieni määrävähemmistö pystyisi tällöin kohtuuttomasti vaikeuttamaan yhtiön toimintaa ja mahdollisesti käyttämään valtaansa väärin”.

⁶⁸ Korkeimmassa oikeudessa käsitelty tapaus KKO 2018:19 muistuttaa nähdäkseni läheisesti *HE 11/1992 vp.*, s. 9 ennakoitua tilannetta. Tulkitsem myös korkeimman oikeuden katsoen tapauksessa olleen kysymys vähemmistön vallan väärinkäyttöön liittyvästä tilanteesta, korkeimman oikeuden todetessa ratkaisunsa perusteluiden kohdassa 31, että: ”Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei erityisesti ole, että yksittäinen osakkeenomistaja voisi pelkästään omassa yhtiön ulkopuolisessa intressissään estää yhtiön kokonaisedun kannalta perustellun toimenpiteen tekemisen”.

sessä KKO 2018:19 oli oikeudellisesti arvioitavana kysymys siitä, oliko osakeannin suuntaamiselle yhtiön kannalta painava taloudellinen syy ja loukkasiko hallituksen päätös osakkeiden suuntaamisesta vähemmistöosakkaiden yhdenvertaista kohtelua. Vaikka ratkaisussa KKO 2018:19 korkein oikeus toteaa kysymyksessä olleen painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisen kohtelun arviointi, tapauksessa annetun ratkaisun kannalta on olennaista huomata, ettei korkein oikeus kyseisessä tapauksessa arvioinut suunnattua osakeantia yksittäisenä oikeustoimena, vaan pikemminkin osana kokonaisjärjestelyä, jonka pohjimmaisena tarkoituksena oli vähemmistöomistajien omistusosuuden lunastaminen yhtiöstä suunnatun osakeannin avulla.⁶⁹

Ratkaisussaan KKO 2018:19 korkein oikeus ei arvoinut suunnattua osakeantia yksittäisenä oikeustoimena, vaan perusti ratkaisunsa arvioinnille, jossa asetettiin vastakkain osakkeenomistajien oikeus pysyä osakkeenomistajana ja yhtiön intressi suunnatun osakeannin avulla lunastaa vähemmistöomistus ulos yhtiöstä.⁷⁰ Tapauksessa KKO 2018:19 korkein oikeus kat-

⁶⁹ Ks. KKO 2018:19 perusteluiden kohdat 37 ja 38.

⁷⁰ Veikko Vahtera on tiivistänyt lyhyesti tapauksen KKO 2018:19 faktat kuvaten, että ”Asiassa oli kysymys lähes täysin kunnallisesta osakeyhtiöstä (B Oy) ja suunnatun osakeannin hyödyntämisestä osana kokonaisjärjestelyä, jolla yksityiset osakkeenomistajat oli tarkoitus lunastaa pois yhtiöstä. B oli useiden kuntien yhteisesti omistama jätehuoltoyhtiö, josta yksityiset yritykset omistivat 0,38 prosenttia. B oli selvittänyt yhdistymistä muiden kuntien kokonaan omistaman jätehuoltoyhtiö D Oy:n kanssa. Ennen fuusiota tarkoituksena oli hankkia pois yhtiön B:n yksityinen omistus, jotta uusi yhtiö olisi täyttänyt julkisista hankinnoista ja käyttösopimuksista annetun lain (1397/2016, hankintalaki) edellyttämän sidosyksikkökriteerin ja poistanut hankintalain mukaisen kilpailuttamisvelvollisuuden. Koska B:n yksityiset osakkeenomistajat eivät olleet halukkaita luopumaan osakkeistaan, oli näiden omistus päätetty poistaa kuntaomistajien toimesta osakeyhtiölain 18 luvun mukaisella vähemmistöosakkeiden lunastuksella. Tämä edellytti sitä, että yhdeksän kymmenesosaa yhtiön osakkeista tuli saada saman tahon omistukseen. B:n yhtiöjärjestyksessä oli tätä tavoitetta hankaloittava lunastuslauseke, joka oikeutti perustajaosakkeenomistajat lunastamaan osakkeet, jotka siirtyvät taholle, joka ei ole yhtiön osakkeenomistaja. Mikäli kuntaomistajat olisivat siirtäneet omistuksensa suoraan uudelle yhtiölle, olisi ollut olemassa riski siitä, että yksityisomistaja käyttää lunastusoikeuttaan. Mekanismina yksityisen osakeomistuksen poistamiseksi käytettiin suunnattua osakeantia D:n ja B:n enemmistöosakkeenomistajien intressissä toimivalle apuyhtiölle C. Yhtiön B ylimääräinen yhtiökokous valtuutti hallituksen päättämään suunnatusta osakeannista. B:n hallitus päätti suunnata D:n tytäryhtiö C:lle yhteensä kymmenen osaketta, joka vastasi 0,05 prosenttia yhtiön B kaikista osakkeista ja äänistä. Suunnatun osakeannin jälkeen B:n kuntaomistajat tekivät osakevaihdon yhtiön C kanssa siten, että C:n omistukseen tuli yli 99 prosenttia B:n osakkeista ja kuntaomistajat saivat vastaavasti C:n osakkeita. Lunastuslauseke ei tullut tällöin sovellettavaksi, ja C:lle siirtyikin yli yhdeksän kymmenesosaa B:n osakkeista. B:n yksityinen osakkeenomistaja A nosti moitekanteen suunnatun osakeannin kumoamiseksi. A katsoi, että suunnatulle osakeannille ei ollut painavaa taloudellista syytä ja että päätös loukkasi osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. A korosti, että järjestelyn tarkoituksena oli yksityisen osakeomistuksen poistaminen eikä osakeanti ole ollut kaikkien osakkeenomistajien vaan ainoastaan kuntaomistajien edun mukainen. B vastusti A:n kannetta. B katsoi, että suunnatulle osakeannille oli painava taloudellinen syy, joka liittyi B:n ja D:n olemassa olevaan yhteistyöhön sekä yhtiöiden suunnittelemaan yhdistymiseen. B korosti, että se oli saanut C:lle antamistaan uusista osakkeista käyvän hinnan. Lisäksi B totesi, että B:n ja D:n yhdistymisestä seuraisi toiminnan laajuus-, tehokkuus- ja investointihyötyjä”. Ks. *Vahtera 2018*, s. 775-776.

soi, että osakeannin järjestäneen yhtiön intressit olivat kyseisessä yksittäistapauksessa tärkeämpiä kuin yksittäisen osakkeenomistajan oikeus säilyä yhtiön osakkeenomistajana.⁷¹ Ratkaisussaan korkein oikeus kuvasi, että suunnatussa osakeannissa osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja on arvioitava osakeyhtiöoikeudellisesti lähinnä siltä kannalta, mitä taloudellisia seurauksia päätöksellä on heille yhtiön osakkeenomistajina.⁷² Ratkaisussaan korkein oikeus totesi, että yhdenvertaisuusperiaatteen keskeisimpänä tarkoituksena on suojata osakkeenomistajien etuja yhtiön osakkaina ja erityisesti sitä, etteivät toiset heistä saa yhtiön osakkaina epäoikeutettua etua toisten osakkeenomistajien kustannuksella.⁷³ Korkein oikeus totesi ratkaisussaan, ettei yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena erityisesti ole, että yksittäinen osakkeenomistaja voisi pelkästään omassa yhtiön ulkopuolisessa intressissään estää yhtiön kokonaisedun kannalta perustellun toimenpiteen tekemisen, vaan yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajien taloudellisia oikeuksia yhtiössä.⁷⁴

Korkeimman oikeuden toteamusta yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksesta voidaan pitää luontevana osakeyhtiöiden voiton tuottamisen tarkoituksen kannalta (OYL 1:5). Osakkeiden varallisuuspitoiset oikeudet voidaan nähdä ensisijaisina suhteessa osakkeiden hallinnollisiin oikeuksiin, koska osakkeiden hallinnolliset oikeudet palvelevat vain varallisuuspitoisten oikeuksien toteutumista.⁷⁵ Osakkeenomistajien varallisuuspitoisten oikeuksien ollessa ensisijaisia osakkeenomistajien hallinnollisiin oikeuksiin nähden, suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioidessa olennaista on kiinnittää huomiota ensisijaisesti niihin taloudellisiin muutoksiin, joita osakeanti aiheuttaa osakeannin ulkopuolelle jääville osakkeenomistajille. Esimerkiksi tapauksessa KKO 2018:19 vähemmistön taloudellisten oikeuksien kannalta olennaista oli, että osakkeista maksettiin sekä suunnatussa osakeannissa että lunastuksessa

⁷¹ Tapauksessa käsillä olleilla olosuhteilla viitataan tässä tapauksen KKO 2018:19 erityspiirteisiin, joita olivat mm. suunnatun annin järjestäneen yhtiön tarve poistaa yksityinen omistus yhtiöstä in house -aseman saavuttamiseksi (ks. ratkaisun perusteluiden kohta 2 ja asiassa annetun *Villan asiantuntijalausunto* s. 3-4), suunnatun annin oleminen osa kokonaisjärjestelyä, jonka tarkoituksena oli vähemmistöosakkeenomistajien lunastaminen yhtiöstä (ks. ratkaisun perusteluiden kohdat 37 ja 38) ja se, ettei osakeannilla itsessään saatu aikaan vähemmistöosakkeenomistajien omistusosuuden lunastamisen oikeuttavaa tilannetta, vaan enemmistöllä oli ollut mahdollisuus lunastaa vähemmistöomistajan osakkeet jo ennen suunnattua osakeantia (ks. ratkaisun perusteluiden kohta 39).

⁷² Ks. KKO 2018:19 ratkaisun perusteluiden kohta 32.

⁷³ Ks. KKO 2018:19 ratkaisun perusteluiden kohdat 21, 23 ja 31.

⁷⁴ Ks. KKO 2018:19 ratkaisun perusteluiden kohta 31 ja 32.

⁷⁵ Ks. *Havansi 1979*, s. 7.

niiden käypä hinta, eikä vähemmistöosakkeenomistajien varallisuuspitoisia oikeuksia loukattu osakeannin tai lunastuksen alihinnoittelun muodossa.

Korkeimman oikeuden tapauksessa KKO 2018:19 toteamus yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksesta vastaa asiallisesti yleistä siviilioikeudellista oikeuden väärinkäytön kieltoa,⁷⁶ jolla pyritään estämään oikeusjärjestyksessä säädettyjen oikeuksien väärinkäyttö. Voitontavoitteluun tähtäävässä osakeyhtiötoiminnassa vähemmistöomistajien intressi omistaa yhtiön osakkeita kiinnittyy osakkeiden varallisuusoikeuksiin, eikä vähemmistöomistajilla näin ole lähtökohtaisesti erityistä intressiä säilyttää suhteellista omistusosuutta tietyssä yhtiössä osakeomistuksen ollessa lähinnä taloudellinen.⁷⁷ Osakkeenomistajalla, jolla ei omistusosuuksensa pienuuden vuoksi ole suurta hallinnollista valtaa yhtiössä, ei myöskään ole yleensä intressiä moittia sellaista yhtiökokouksen tai hallituksen osakeantipäätöstä, jolla ei loukata osakkeenomistajan varallisuuspitoisia oikeuksia yhtiössä. Tällöin siinä tilanteessa, jossa osakkeenomistajalla ei lähtökohtaisesti olisi intressiä moittia osakeantipäätöstä, mutta hän sitä kuitenkin moittii, kysymys voi olla osakkeenomistajan oman edun tavoittelusta ja oikeuden väärinkäytöstä.⁷⁸

Ratkaisussa KKO 2018:19 käytettyä osakeantipäätösten taloudellisten vaikutusten arviointia on korostanut oikeuskirjallisuudessa etenkin Pekka Timonen. Timonen on kommentoinut ratkaisua KKO 2018:19 todeten ratkaisun olevan selkeä osoitus siitä, että taloudellisen toiminnan harjoittamiseen tarkoitettussa osakeyhtiömuodossa myös osakkaiden asemaa ja oikeuksia koskeva harkinta tapahtuu taloudelliset näkökohdat huomioon ottaen.⁷⁹ Timonen on tiivistänyt asian toteamalla, että yhtiön ja sen liiketoiminnan intressi luo oletettaman yhtiön ja sen osakkeenomistajien yhteisestä edusta ja on esittänyt, että jos tällainen yhteinen etu on käsillä, yhdenvertaisuusperiaate ei ilman painavia syitä estä päätöksiä, joissa on kysymys vain vähemmistöosakkaiden ja enemmistöosakkaiden erilaisista intresseistä, mutta ei vähemmistöosakkaiden taloudellisten etujen loukkaamisesta.⁸⁰

⁷⁶ Oikeuden väärinkäytön kieltä on tunnustettu yleisenä siviilioikeudellisena periaatteena korkeimman oikeuden käytännössä esimerkiksi ratkaisuissa KKO 1991:48 ja KKO 2003:126. Oikeuskirjallisuudessa myös Petri Mäntysaari on katsonut yhdenvertaisuusperiaatteen kytkeytyvän yleiseen siviilioikeudelliseen oikeuden väärinkäytön kieltoon. Ks. *Mäntysaari 2002*, s. 84.

⁷⁷ Ks. *Macey 1993*, s. 102-103.

⁷⁸ Esimerkiksi korkeimmassa oikeudessa käsitellyssä tapauksessa KKO 2018:19 näytti yksinkertaistettuna käyneen niin, että hyvin pieni vähemmistöosakkuus esti kahden yhtiön yhdistymisen sataprosenttisesti julkisyhteisöjen omistamana osakeyhtiönä ja yksityisen osakkeenomistajan intressi moittia osakeantipäätöstä ja pysyä yhtiön osakkeenomistajana liittyy mitä ilmeisemmin osakkeenomistajan intressiin tavoitella osakkeistaan erityisen hyvää korvausta julkisyhteisöjen ”pakkoraoksi” kokemassa tilanteessa.

⁷⁹ Ks. *Timonen 2018* KKO 2018:19 kappale Mitä ratkaisusta seuraa?

⁸⁰ Ks. *Timonen 2018* KKO 2018:19 kappale Mitä ratkaisusta seuraa?

3.2 Merkintäetuoikeusanti

Osakeyhtiöiden rahoitustarpeiden kattamiseksi osakeyhtiöillä on mahdollisuus kerätä oman pääoman ehtoista rahoitusta antamalla merkittäväksi yhtiön osakkeita maksua vastaan (maksullinen osakeanti). Lisärahoituksen hankinnassa osakeanti voidaan toteuttaa siten, että etuoikeus osakemerkintään tarjotaan kaikille osakkeenomistajille siinä suhteessa kuin he entuudestaan omistavat yhtiön osakkeita tai siten, että osakkeita tarjotaan valikoidulle joukolle suunnatusti merkittäväksi.

Osakeyhtiölaissa osakeannin lähtökohtaiseksi toteuttamistavaksi on asetettu osakkeenomistajien merkintäetuoikeus osakeannissa, jonka mukaan osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita (OYL 9:3). Osakkeenomistajien lähtökohtainen merkintäetuoikeus tarjoaa osakkeenomistajille mahdollisuuden ylläpitää suhteellinen omistus- ja valtaosuutensa yhtiössä silloinkin, kun yhtiöllä on tarvetta lisätä oman pääoman ehtoisen rahoituksen määrää.⁸¹ Osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta koskevilla säännöksillä pyritään siihen, että osakkeenomistajat säilyttävät tai heille annetaan mahdollisuus säilyttää suhteellinen asemansa yhtiössä niin määräysvallan suhteen kuin taloudellisessakin mielessä.⁸²

Vaikka merkintäetuoikeutta ei olisi OYL 9:3 §:ssä nimenomaisesti mainittu osakeannin lähtökohtaisena toteuttamistapana, voitaisiin osakkeenomistajien merkintäetuoikeus osakeannissa johtaa suoraan jo OYL 1:7 §:ssä ilmaistusta yhdenvertaisuusperiaatteesta. Osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden asettaminen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaiseksi lähtökohdaksi johtuu siitä, että osakeyhtiön pääomarakenne – tai oikeastaan omistajarakenne – on suljettu.⁸³ Osakeyhtiön osakkeiden määrä on periaatteessa kiinteä, siten ettei se voi kasvaa muuten kuin osakeannin (OYL 9:1) tai osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien antamisen (OYL 10:1) seurauksena.⁸⁴

Merkintäetuoikeuden asettaminen osakeannin lähtökohtaiseksi toteuttamistavaksi on riippumaton siitä, miten merkintäetuoikeusannissa luovutettavat osakkeet maksetaan. Merkintäetuoikeutta on noudatettava riippumatta siitä, maksetaanko osakkeet rahalla, kuittaamalla,

⁸¹ Mähönen – Villa 2012, s. 295.

⁸² Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2012, s. 58. Ks. samoin Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 731.

⁸³ Laine 2019, s. 5.

⁸⁴ Laine 2019, s. 5.

apporttimoaisuudella vai muuten tietyin ehdoin.⁸⁵ Käytännön tasolla, maksullisessa merkintäetu oikeusannissa osayhtiö voi laskea liikkeelle joko uusia osakkeita tai yhtiön hallussa en tuudestaan olevia yhtiön omia osakkeita, saaden samalla pääomaa vastineeksi antamistaan osakkeista (OYL 9:1). Yhtiön velkojien ja osakkeenomistajien kannalta on yhtiöoikeudellisesti samantekevää kummalla tavalla yhtiö päättää laskea osakkeet liikkeelle. Osakeyhtiön hallussa olevat omat osakkeet eivät tuota oikeuksia yhtiössä, vaan vasta osakkeiden antaminen yhtiöltä uudelle omistajalle johtaa oikeuksien syntymiseen. Niin kauan kuin osakeyhtiön omat osakkeet ovat yhtiön omassa omistuksessa, on jokaisen osakkeenomistajan suhteellinen osuus näistä osakkeista sama kuin osuus yhtiöstä. Vasta osakeannissa tapahtuvassa osakkeiden liikkeellelaskussa voivat osakkeenomistajien väliset omistus- ja valtaosuudet yhtiössä muuttua.

Halutessa kerätä varoja yhtiöön merkintäetu oikeusannilla, yhtiökokous on osakeanneista päättävä toimielin (OYL 9:2.1). Päätös merkintäetu oikeusannista tehdään yhtiökokouksessa enemmistöperiaatteen mukaisesti, ellei yhtiöjärjestyksessä ole kiristetty enemmistövaatimusta asettamalla tiukempaa määräenemmistövaatimusta osakeannille (OYL 5:26). Yhtiökokouksessa voidaan myös päättää valtuuttaa hallitus päättämään osakeannista joko kokonaan tai osittain (osakeantivaltuutus). Yhtiökokouksen päätökseltä edellytetään tällöin, että yhtiökokous määrää annettavien osakkeiden enimmäismäärän osakelajeittain. Jollei valtuutuksessa määrätä toisin, on se voimassa toistaiseksi. Uusi osakeantivaltuutus kumoaa kuitenkin aikaisemman osakeantivaltuutuksen, jollei toisin päätetä ja julkisessa osakeyhtiössä osakeantivaltuutusta on rajattu siten, että valtuutus voi olla voimassa enintään viisi vuotta päätöksestä (OYL 9:2).

Osakeyhtiön rahoituksessa osakkeenomistajien merkintäetu oikeutta noudattava osakeanti on yhtiön kannalta tehokas tapa kerätä lisää rahoitusta yhtiölle, koska asettaessa osakkeen merkintähinta osakkeen käypää arvoa alemmaksi, muodostuu yhtiön osakkeenomistajille voimakas intressi osakkeiden merkintään.⁸⁶ Yhtiön tarjotessa osakkeita merkittäväksi säilyttääkseen suhteellisen valta- ja varallisuusasemansa muuttumattomana yhtiössä, osakkeenomistajan tulee käyttää merkintäoikeutensa täysimääräisesti hyväkseen. Jos osakkeenomistaja jättää alihintaan toteutetussa osakeannissa käyttämättä etuoikeutensa osakkeiden merkitsemiseen, osakkeenomistajan suhteellinen omistusosuus yhtiössä laimenee, mutta myös

⁸⁵ *af Schultén 2003*, s. 269.

⁸⁶ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 732.

osakkeenomistajan jäljelle jäävän osakeomistuksen arvo laskee, koska alihintaisen osakeannin johdosta yhden osakkeen arvo laskee käytännössä aina merkintäetuoikeusannissa.⁸⁷

Niissä tilanteissa, joissa osakkeenomistaja ei halua sijoittaa lisää varoja yhtiöön ja käyttää osakeannissa itse merkintäoikeuttaan, voi osakkeenomistaja myydä merkintäetuoikeutensa eteenpäin.⁸⁸ Myydessään merkintäetuoikeutensa eteenpäin osakkeenomistajan omistus yhtiössä laimenee, mutta osakkeenomistajan varallisuusasema ei heikkene, sillä myydessään merkintäetuoikeuden eteenpäin osakkeenomistaja saa vastineeksi maksun luovuttamistaan merkintäetuoikeuksista. Merkintäetuoikeuden luovutettavuus osakeannissa on keskeistä, jottei alihintaisia merkintäetuoikeusanteja käytettäisi keinona painostaa osakkeenomistajia lisäsuorituksiin osakeyhtiölle.⁸⁹ Esimerkiksi Helsingin pörssin kurinpitolausakunta on ratkaisukäytännössään pitänyt hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisena osakeantia, jossa merkintäetuoikeus oli annettu osakkeenomistajille, mutta anti toteutettiin teknisesti suunnattuna osakeantina siten, ettei merkintäetuoikeus ollut siirtokelpoinen.⁹⁰

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden kannalta on olennaista lisäksi huomata, ettei teoriassa osakkeenomistajia yhdenmukaisesti kohtelevan merkintäetuoikeuden noudattaminen tee osakeannista automaattisesti yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta hyväksyttävää. Myös osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta noudattava osakeanti voi tietyissä tilanteissa olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Esimerkiksi korkeimman oikeuden ratkaisukäytännössä katsottiin vuonna 1991 ratkaistussa tapauksessa KKO 1991:46 merkintäetuoikeutta noudattaen tehty osakeanti VOYL 9:16:n yleislausekkeen vastaiseksi.⁹¹ Tapauksessa KKO 1991:46 oli kysymys osakeyhtiöstä, jonka toimialana ja tulonlähteenä oli markkinointi- ja hallintopalveluiden tarjoaminen sen kanssa yhteistoiminta- ja palvelusopimukset tehneille

⁸⁷ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 732.

⁸⁸ Merkintäetuoikeusannissa alennus käyvästä hinnasta on vain nimellinen, mikäli kaikki osakkeenomistajat sijoittavat yhtiöön lisää varoja. Lopputulemana alihintaisessa merkintäetuoikeusannissa on tällöin se, että yhtiön taloudellinen asema paranee eikä yhdenkään osakkeenomistajan taloudellinen asema heikkene.

⁸⁹ Ks. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 733. Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho ovat ilmaisseet asian toteamalla, että: ”Jotta merkintäetuoikeutta noudattaen alihintaan toteutettavasta annista ei muodostuisi keinoa pakottaa osakkeenomistajia lisäsuorituksiin yhtiölle, on tärkeää, että osakkeenomistaja voi realisoida alihintaisen merkintäetuoikeuden muulla tavoin”.

⁹⁰ Ks. Helsingin Pörssin kurinpitolausakunnan ratkaisu 2/2002 (lehdistötiedote 22.10.2002). Helsingin pörssin kurinpitolausakunnan ratkaisuun ovat oikeuskirjallisuudessa viitanneet mm. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 733.

⁹¹ Uuden osakeyhtiölain 1:7 vastaa sisällöltään vanhan osakeyhtiölain 9:16:ssä ja 8:14:ssä säädettyä yhdenvertaisuusperiaatetta, jolloin myös vanhan osakeyhtiölain aikaista yhdenvertaisuusperiaatetta koskevat korkeimman oikeuden ratkaisut ovat edelleen relevantteja.

osakkeenomistajille.⁹² Korkeimmassa oikeudessa käsitellyssä tapauksessa osakeannin järjestänyt yhtiö oli ensin irtisanonut yli kolmanneksen yhtiön osakkeista omistaneen A:n palvelusopimukset, jonka jälkeen yhtiökokous oli päättänyt korottaa yhtiön osakepääomaa. Kyseisessä tapauksessa uusia osakkeita tarjottiin merkittäväksi huomattavan suureen ylikurssiin, ja säilyttääkseen suhteellisen osuutensa yhtiössä ja siihen perustuvat vähemmistöoikeutensa, A:n olisi täytynyt sijoittaa yhtiöön huomattava rahamäärä, josta tosiasiallisesti vain yhtiön palveluksiin oikeutetut osakkeenomistajat olisivat hyötäneet. Korkeimman oikeuden ratkaisusta ilmenevin perustein korkein oikeus katsoi yhtiökokouksen päätöksen olleen omiaan tuottamaan osakkeenomistajille epäoikeutettua etua A:n kustannuksella, joten osakeantipäätös julistettiin yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena pätemättömäksi.

Vaikka tapauksessa KKO 1991:46 oli kyse yhtiöstä, joka myi palveluita sen omille osakkeenomistajilleen, osoittaa ratkaisu sen, että myös näennäisesti vähemmistön edun mukainen päätös voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Normaalitytilanteessa, mikäli kyseessä olisi ollut puhtaasti osakkeenomistajille voittoa tavoitteleva yritys, olisivat annin ulkopuolelle jääneet osakkeenomistajat hyötäneet ylihintaisesta annista, koska, vaikka heidän suhteellinen omistusosuutensa olisi laskenut, olisi heidän omistamiensa osakkeiden arvo kasvanut muiden osakkeenomistajien maksaman ylihinnan seurauksena. Korkeimman oikeuden ratkaisun perusteella voidaan esittää, että myös näennäisesti yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisia merkintäetuoikeusanteja voidaan pitää yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena, jos päätöksen tosiasiallisena tarkoituksena on enemmistön hyötyminen vähemmistön kustannuksella.⁹³

⁹² Tapauksessa KKO 1991:46 merkintäetuoikeusannin järjestäneen osakeyhtiön toimialana ja tulolähteenä oli markkinointi ja hallintopalvelusten antaminen sen kanssa yhteistoiminta- ja palvelusopimukset tehneille osakkeenomistajille. Yhtiön irtisanottua yli kolmanneksen sen osakkeista omistaneen osakkeenomistajan A:n yhteistoiminta- ja palvelusopimukset yhtiökokous oli päättänyt korottaa yhtiön osakepääomaa. Uusia osakkeita sai merkitä huomattavan suureen ylikurssiin. Säilyttääkseen suhteellisen osuutensa yhtiössä ja siihen perustuvat vähemmistöoikeutensa A:n olisi täytynyt sijoittaa yhtiöön huomattava rahamäärä, josta tosiasiallisesti vain yhtiön palveluksiin oikeutetut osakkeenomistajat olisivat hyötäneet. Yhtiökokouksen päätöksen katsottiin siten olevan omansa tuottamaan näille osakkeenomistajille epäoikeutettua etua A:n kustannuksella ja se julistettiin pätemättömäksi.

⁹³ Ks. oikeuskirjallisuudessa samansuuntaisesti mm. *Vahtera 2011*, s. 243, jossa Vahtera on esittänyt, että: ”Jos esimerkiksi osakeannilla pyritään tosiasiallisesti loukkaamaan vähemmistöosakkeenomistajia ilman, että yhtiöllä olisi aitoa liiketaloudellista perustetta oman pääoman lisäämiseen, voi päätös olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena perusteena voisi olla tavoite antiin osallistumiseen haluttomien vähemmistöosakkeenomistajien omistuksen laimentaminen osakeannin avulla”.

3.3 Suunnattu osakeanti

Kuten edellä on todettu, osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta kunnioittava osakeanti on osakeyhtiölaissa asetettu osakeannin lähtökohtaiseksi toteuttamistavaksi. Osakkeenomistajien lähtökohtaisesta merkintäetuoikeudesta huolimatta, käytännössä kuitenkin suurin osa osakeanneista toteutetaan noudattamatta osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta, siten että osakkeita tarjotaan merkittävaksi vain joillekin osakkeenomistajille tai muille tahoille.⁹⁴ Tilannetta voidaan pitää osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden kannalta ongelmallisena, sillä osakkeiden suuntaaminen käytännössä vaikuttaa aina osakkeenomistajien valtapitoisten oikeuksien muuttumiseen yhtiössä. Jotta osakkeenomistajien valtapitoiset oikeudet eivät laimenisi kohtuuttomasti ja jotta osakeanti ei johtaisi osakkeenomistajien varallisuuspitoisten oikeuksien muuttumiseen yhtiössä, on suunnatulle osakeannille asetettu osakeyhtiölakiin sekä muodolliset että aineelliset edellytykset, joiden täytyy täytyä yhtä aikaa, jotta osakkeet voidaan suunnata osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketen.

3.3.1 Yhtiökokouksen päätös suunnatun osakeannin muodollisena edellytyksenä

Suunnatusta osakeannista päätetään yhtiökokouksessa (OYL 9:2.1). Suunnattua osakeantia koskevaan yhtiökokouksen päätökseen liittyy kaksi muodollista lisäedellytystä verrattuna siihen, mitä osakkeenomistajien merkintäetuoikeuttavalta päätökseltä edellytetään.⁹⁵ Suunnatun osakeannin muodollisina edellytyksinä on, että asiasta on mainittava yhtiökokouksessa, jos hallitus esittää yhtiökokouksessa päätettävän suunnatusta osakeannista (OYL 9:4.2) ja että yhtiökokouksen päätös on tehtävä vähintään kahden kolmasosan määräänemistöllä (OYL 9:4.2 ja 5:27) tai yhtiöjärjestyksessä määrätyllä korkeammalla määräänemistöllä. OYL 5:27:n mukaisella määräänemistöllä tarkoitetaan sitä, että määräänemistöpäätöksellä saavutetaan vähintään kaksi kolmasosaa yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.⁹⁶ OYL 5:27:n mukaiseen määräänemistön saavut-

⁹⁴ Pönkä 2017a, s. 185.

⁹⁵ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017, s. 773.

⁹⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 414.

tamiseen ei siis riitä kahden kolmasosan enemmistö annetuista äänistä, vaan määräenemmistö on saavutettava myös yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista. Edustettuja osakkeita ovat kaikki ne osakkeet, jotka ovat edustettuna yhtiökokouksessa.⁹⁷

Suunnatun osakeannin muodollisena edellytyksenä olevaa yhtiökokouksen päätöksen määräenemmistövaatimusta ei voida lieventää yhtiöjärjestyksen määräyksellä, mutta sen sijaan sitä voidaan kiristää (OYL 9:2 ja 5:27). Suunnattuun osakeantiin liittyvän määräenemmistövaatimuksen pysymistä kahden kolmasosan suuruisena perusteltiin hallituksen esityksessä HE 11/1992 vp. toteamalla, ettei suunnatun osakeannin päätöksenteolle haluttu asettaa tiukempaa vaatimusta, koska määräenemmistövaatimuksen korottaminen voisi kohtuuttomasti vaikeuttaa suunnatun annin toteuttamista. Pelkona määräenemmistövaatimuksen nostamiselle oli se, että sitä nostamalla pieni määrävähemmistö pystyisi kohtuuttomasti vaikeuttamaan yhtiön toimintaa ja mahdollisesti käyttämään valtaansa väärin yhtiössä.⁹⁸

3.3.2 Hallituksen valtuuttaminen päättämään osakeannin suuntaamisesta

Yhtiökokous voi valtuuttaa hallituksen päättämään osakeannista joko kokonaan tai osittain (OYL 9:2.2). Jos yhtiökokous haluaa valtuuttaa hallituksen päättämään suunnatusta osakeannista, edellytetään yhtiökokouksen päätökseltä sitä, että valtuutuksesta päätetään OYL 5:27 mukaisella määräenemmistöllä. Määräenemmistöpäätöksellä valtuutettu hallitus voi myöhemmin valtuutuksensa rajoissa päättää siitä, suuntaako se osakeannin vai antaako se osakkeita merkintäetuoikeutta noudattaen. Mikäli hallitus päättää osakeantivaltuutuksensa nojalla osakeannin suuntaamisesta, vastaa hallitus siitä, että suunnatun osakeannin aineelliset edellytykset täyttyvät ja että osakeanti ei ole yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.⁹⁹

⁹⁷ Ks. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 414, jossa kirjoittajat todenneet edustettujen osakkeiden osalta, että osakkeenomistaja voi äänestää tyhjää, mutta silloinkin hänen osakkeensa ovat edustettuina kokouksessa. Laskettaessa sitä, saavutetaanko kahden kolmasosan enemmistä edustetuista osakkeista, tyhjää äänestäneet osakkeet otetaan laskussa huomioon. Tyhjää äänestäneet osakkeenomistajat eivät kannata ehdotusta, mutta osakkeet lasketaan edustettujen osakkeiden kokonaismäärään.

⁹⁸ Ks. *HE 11/1992 vp.* yleisperustelut kohta 1.5.2, jossa todetaan, että: ”Kun suunnattu anti saattaa monissa tilanteissa olla yhtiön toiminnan kannalta jopa välttämätön, vaikeuttaisi määräenemmistövaatimuksen korottaminen tällaisissa tilanteissa kohtuuttomasti suunnatun annin toteuttamista. Tiukalla määräenemmistövaatimuksella saattaisi olla myös se vaikutus, että pieni määrävähemmistö pystyisi tällöin kohtuuttomasti vaikeuttamaan yhtiön toimintaa ja mahdollisesti käyttämään valtaansa väärin”.

⁹⁹ Ks. *HE 109/2005 vp.*, s. 100, jossa todetaan, että: ”Hallituksen osakeantivaltuutuksen nojalla tekemiä päätöksiä koskee ehdotuksen 1 luvun 7 §:ssä tarkoitettu yhdenvertaisuusperiaate, samoin kuin käsillä olevan luvun 4 §:n 1 momentin säännös siitä, että suunnattu osakeanti on sallittu vain, jos siihen on yhtiön kannalta painava tai erityisen painava taloudellinen syy. Sitä, onko tällainen syy olemassa, ei kuitenkaan voimassa olevasta laista

Suunnatun osakeannin aineellisten edellytysten arviointi on annista päättävän tahon tehtävä, eikä yhtiökokouksen tarvitse siten hallitukselle valtuutusta antaessaan ottaa kantaa suunnatun osakeannin aineellisten edellytysten olemassaoloon tai olemattomuuteen.

Valtuuttaessa hallitus päättämään suunnatusta osakeannista, yhtiökokouksen hallitukselle antama osakeantivaltuutus ei voi määrällisesti olla täysin avoin, koska yhtiökokouksen on päätöksessään mainittava valtuutuksen nojalla annettavien osakkeiden enimmäismäärä osakelajeittain. Enimmäismäärää koskevaa vaatimusta lukuun ottamatta osakeantivaltuutuksessa voidaan kuitenkin antaa yhtiön hallitukselle vapaat kädet päättää osakeanneista, samoin kuin yhtiökokous olisi itse voinut osakeannista päättää.¹⁰⁰

Nykyinen, ainoastaan osakkeiden enimmäismäärän asettamista vaativa osakeyhtiölaki poikkeaa aikaisemmin voimassa olleesta osakeyhtiölaista, jonka mukaan osakeantivaltuutuksen tuli sisältää rajoitukset määrällisesti ja sen suhteen, kenelle osakeanti voitiin suunnata (VOYL:n 4:2a.2-3§). Määräys poistettiin osakeyhtiölaista, koska osakeyhtiölain uudistusta säädettäessä katsottiin, että suunnatun osakeannin osalta OYL:n 1:7:n yhdenvertaisuusperiaate ja OYL 9:4.1:n painavan taloudellisen syyn vaatimus suojaavat riittävästi osakkeenomistajia. Erityisiä osakkeenomistajan asemaa suojaavia yksityiskohtaisempia säännöksiä haluttiin karsia uuden osakeyhtiölain myötä ja uudistuksessa luovuttiin myös aikaisemmin laissa olleesta vaatimuksesta, jonka mukaan hallituksen ehdotukseen suunnatusta osakeannista oli liitettävä tilintarkastajan lausunto merkintähinnan määräytymisen perusteista ja etuoikeudesta poikkeamisen syistä. Lakiesityksen perusteluissa tilintarkastajan lausunnon vaatimuksesta luopumista perusteltiin sillä, että lausunto oli ajan myötä katsottu muodostuneen pelkäksi muodollisuudeksi, minkä ei todellisuudessa nähty parantavan osakkeenomistajien tai velkojien asemaa.¹⁰¹

Siitä huolimatta, että yhtiökokouksen päätökseltä edellytetään vain osakelajikohtaisen enimmäismäärän asettamista, yhtiökokous voi halutessaan asettaa valtuutukselle myös muita rajoituksia. Rajoitukset voivat koskea kaikkia yhtiökokouksen tarpeelliseksi katsomia seikkoja, kuten esimerkiksi sitä, kenelle osakeanti voidaan ylipäätään suunnata. Asettamalla ra-

poiketen tarvitsisi arvioida vielä osakeantivaltuutusta annettaessa, vaan vasta suunnatusta osakeannista päätettäessä”.

¹⁰⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 722.

¹⁰¹ Ks. HE 109/2005 vp., s. 24.

joituksia hallituksen päätöksenteolle, yhtiökokous pystyy rajoittamaan hallituksen päätäntävaltaa ja rajaamaan osakeantien käytön vain yhtiökokouksen tarpeelliseksi katsomiin tilanteisiin.

3.3.3 Painava taloudellinen syy

OYL:n 9:1:n mukaan yhtiö voi antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan merkittäviksi maksua vastaan (maksullinen osakeanti) tai antaa osakkeita maksutta (maksuton osakeanti). Sekä maksullinen että maksuton osakeanti voidaan toteuttaa OYL 9:3:n mukaisena merkintäetuoikeusantina tai OYL 9:4:n mukaisena suunnattuna osakeantina. Maksullisessa osakeannissa, missä yhtiö tavoittelee varallisuusasemansa kohentamista osakeannilla, voi yhtiö tarjota nykyisille osakkeenomistajille tai uusille osakkeenomistajille kokonaan uusia, aikaisemmin rekisteröimättömiä osakkeita tai yhtiön hallussa entuudestaan olevia omia osakkeita.

OYL:n 9:3:n mukaisesti osakeannissa osakkeenomistajilla on etuoikeus annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita. Etuoikeus tarkoittaa, että jos yhtiössä on erilajisia osakkeita, etuoikeus on toteutettava antamalla kaikkien osakelajien osakkeita lajien suhteessa ja tarjoamalla kunkin osakelajin osakkeita osakkeenomistajille samassa suhteessa kuin heillä ennestään on senlajisia osakkeita. OYL:n 9:3:ssa määrätty osakkeenomistajien etuoikeus ei kuitenkaan ole ehdoton. OYL 9:4:n mukaan osakeannissa voidaan poiketa OYL 9:3:ssä säädetystä etuoikeudesta (suunnattu osakeanti), jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on lisäksi kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen (OYL 9:4.1). Suunnattu osakeanti voi olla maksuton vain, jos siihen on yhtiön kannalta ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy (OYL 9:4.1).

Ennen vuoden 1978 osakeyhtiölakia (29.9.1978/734) Suomessa ei ollut lainsäädäntöä osakkeiden merkintäetuoikeudesta poikkeamisesta.¹⁰² Vuoden 1978 osakeyhtiölaissa säädettiin etuoikeudesta poikkeamisesta yhtiökokouksen määränemmistö päätöksin, ilman vaatimusta yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä. Vuoden 1978 osakeyhtiölain suunnatulle

¹⁰² HE 11/1992 vp., s. 3. Ks. myös KM 1990:44, s. 3.

osakeannille asettamat aineelliset edellytykset rajoittuivat silloisen lain yhdenvertaisuusperiaatteeseen (VOYL 3:1) sekä yhtiökokouksen ja hallituksen päätöksiä koskeviin yleislausekkeisiin (VOYL 8:14 ja 9:16).

Painavan taloudellisen syyn säätäminen suunnatun osakeannin aineelliseksi edellytykseksi liittyy historiallisesti vuonna 1992 tehtyyn osakeyhtiölain muutokseen, jota ennen aina vuodesta 1895 lähtien painavan taloudellisen syyn sijasta oli käytetty yhtiön etua.¹⁰³ Vuoden 1992 lakimuutoksen taustalla vaikutti 1980 -luvun jälkeen yritysten rahoituksessa voimakkaasti yleistyneet suunnatut osakeannit, joissa osassa oli poikettu osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta. Osakeyhtiölakiin kohdistuneiden muutostarpeiden selvittämiseksi oikeusministeriö asetti 17 tammikuuta 1990 osakeyhtiölakitoimikunnan, jonka tehtäväksi annettiin selvittää tarve suunnattuja anteja koskevien säännösten muuttamiseen ja laatia esitys tarpeellisiksi havaitsemistaan muutoksista.¹⁰⁴ Selvitystyön seurauksena osakeyhtiölain muutostarpeita selvittäneen osakeyhtiölakitoimikunnan komiteamietinnössä KM 1990:44 todettiin silloin voimassa olleen osakeyhtiölain osalta, että voimassa ollut sääntely ja yhtiöiden ennen muutosta omaksuma käytäntö suunnattujen antien ja antivaltuutusten suhteen olivat olleet omiaan heikentämään yhtiöiden vähemmistöosakkaiden ja sijoittajien luottamusta osakasoikeuksien ja sijoitusten arvon säilymiseen.¹⁰⁵ Vallitsevan käytännön vuoksi, esityksessään osakeyhtiölakitoimikunta esitti tilanteen korjaamista siten, että merkintäetuoikeudesta poikkeamisesta tulisi sallittua vain silloin, kun siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.¹⁰⁶

¹⁰³ Huttunen 2005, s. 111.

¹⁰⁴ Ks. *KM 1990:44* johdanto-osa II. Osakeyhtiölakitoimikunnassa toimi jäsenenä puheenjohtaja Gustav Bygglin (oikeusministeriö), lainsäädäntöneuvos Rauno Vanhanen (oikeusministeriö), hallitusneuvos Eero Lyytikäinen (työministeriö), oikeustieteen lisensiaatti Gerhard af Schultén, toimistopäällikkö Tuovi Relas-Vuorio (patentti- ja rekisterihallitus), lakiasiaintohtaja Tuomo Eerola (Teollisuuden Keskusliitto), osastopäällikkö Ilona Ervasti-Vainioja (Suomen Pankkiyhdistys), varatoimitusjohtaja Jussi Järventaus (Suomen Yrittäjien Keskusliitto), osastopäällikkö Pentti Mäkinen (Keskuskauppakamari), Neuvottelupäällikkö Martti Reuna (Suomen Teknisten toimihenkilöjärjestöjen Keskusliitto) sekä asianajaja Olavi Ylänkö (Suomen Asianajajaliitto). Toimikunnan varapuheenjohtajana toimi lainsäädäntöneuvos Rauno Vanhanen ja pysyvänä asiantuntijajäsenenä kauppatieteen maisteri, KHT Leo Laitimäki. Toimikunnan sihteereinä toimi varatuomari Jyrki Jauhiainen, oikeustieteen kandidaatit Timo Lappi ja Matti Granfelt sekä vanhempi hallitussihteeri Tuomas Aho. Toimikunta otti nimekseen Osakeyhtiölakitoimikunta 1990. Toimikunta kuuli suunnattuja anteja koskevaa ehdotusta valmistellessaan asiantuntijoina professori Kirsti Rissasta, Juhani Kyläkalliota, Risto Nuolimaata ja Jarmo Leppiniemeä sekä sijoittaja Taito Tuunasta.

¹⁰⁵ Ks. *KM 1990:44*, s. 2.

¹⁰⁶ Ks. *KM 1990:44*, s. 2.

Osakeyhtiölain muutostarpeita selvittäneen osakeyhtiölakitoimikunnan komiteamietinnössä KM 1990:44 ehdotettujen muutosten pohjalta osakeyhtiölakia esitettiin muutettavaksi. Osakeyhtiölain muutos toteutettiin käytännössä muuttamalla VOYL 4:2:n 3 momenttia, siten, että pykälässä asetettiin painavan taloudellisen syyn vaatimus suunnatun osakeannin aineelliseksi edellytykseksi. Painavan taloudellisen syyn asettamisella suunnatun osakeannin aineelliseksi edellytykseksi haluttiin korostaa sitä, ettei yhtiön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden vähäinen etu oikeuttaisi yhtiötä poikkeamaan osakkeenomistajan etuoikeudesta.¹⁰⁷ Komiteamietinnön pohjalta laaditun lakimuutoksen yksityiskohtaisissa perusteluissa (HE 11/1992 vp.) painavana taloudellisena syynä kuvattiin esimerkiksi tilanne, jossa osakkeenomistajilta ei uusmerkinnällä todennäköisesti saataisi riittävästi riskipääomaa muun muassa yritysostoja ja suuria investointeja varten.¹⁰⁸

Painavan taloudellisen syyn säätämällä lakiin haluttiin parantaa yhtiön vähemmistöomistajien ja sijoittajien luottamusta sijoitustensa arvon säilymiseen käytännössä.¹⁰⁹ Yrityskauppojen tai suurien investointien rahoittamisen ohella muina niin ikään yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn vaatimuksen täyttävänä tilanteina lakimuutoksen perusteluissa kuvattiin tilanteet, joissa yhtiö poikkeaa osakkeenomistajien etuoikeudesta yhtiölle tärkeän patentin, kiinteistön tai muun yhtiölle tärkeän omaisuuden hankkimiseksi.¹¹⁰ Painavan taloudellisen syyn täyttäviksi tilanteiksi hallituksen esityksessä kuvattiin myös osakeannin suuntaaminen toiselle yritykselle yhteistyön aloittamiseksi tai edistämiseksi, yrityksen saneeraukseen liittyvät tilanteet ja yhtiön henkilöstölle suunnatut osakeannit.¹¹¹

Painavan taloudellisen syyn sisällön ymmärtämisen kannalta on keskeistä havaita, että vuonna 1992 linjatut esimerkkitalanteet yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä ovat edelleen kaikista keskeisimmässä asemassa yhtiön esittämän taloudellisen syyn painavuusarvioinnissa, sillä nykyisin voimassa olevan osakeyhtiölain painavan taloudellisen syyn

¹⁰⁷ Ks. KM 1990:44, s. 21.

¹⁰⁸ HE 11/1992 vp., s. 13, jossa todetaan, että: ”Jos osakepääomaa aiotaan korottaa siten, että osakkeenomistajan etuoikeudesta poiketaan, annin aineellisia edellytyksiä tulee tarkastella yhtiön kannalta. Osakeannin tarkoitus on kasvattaa yhtiön oman pääoman määrää suhteessa sen vieraaseen pääomaan ja näin lisätä yhtiön riskinsietokykyä. Suunnattu anti saattaa parantaa yhtiön toimintaedellytyksiä ja uusiutumiskykyä silloin, kun osakkeenomistajilta ei uusmerkinnällä todennäköisesti saataisi riittävästi riskipääomaa muun muassa yritysostoja ja suuria investointeja varten”.

¹⁰⁹ Ks. KM 1990:44, s. 2.

¹¹⁰ HE 11/1992 vp., s. 13.

¹¹¹ HE 11/1992 vp., s. 13.

vaatimus vastaa asiallisesti sitä, mitä aikaisemmin voimassa olevassa laissa säädettiin osakkeiden uusmerkinnän osalta.¹¹² Yhtiön kannalta painava taloudellinen syy ei kuitenkaan rajaudu tarkkarajaisesti vain näihin lain esitöissä mainittuihin tapauksiin, vaan painavaksi taloudelliseksi syyksi voidaan katsoa myös muita syitä.

Painavan taloudellisen syyn kryptisyydestä johtuen, sen täyttymisen tai täyttymättä jäämisen määrittely suunnatussa osakeannissa ei ole yksinkertaista. Painavan taloudellisen syyn vaatimus on käsitteenä tulkinnanvarainen eikä tarkkarajaisia sääntöjä taloudellisten syiden painavuusarvioinnille ole edelleenkaan olemassa. Painavan taloudellisen syyn arvioinnissa olennaista on kuitenkin huomata, että yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä arvioidaan suhteessa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen. Osakeyhtiölaissa käytettyä ilmaisua ”yhtiön kannalta painava taloudellinen syy” ei pidä siis ymmärtää siten, että poiketukseen merkintäetuoikeudesta yhtiön on osoitettava suunnatun osakeannin muodossa kerättävälle rahoitukselle olevan painava taloudellinen syy, vaan siten, että poiketukseen osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta yhtiön tulee päätöksessään osoittaa, että merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.¹¹³ Kuten edellä on todettu, painavan taloudellisen syyn vaatimus säädettiin aikanaan osakeyhtiölakiin tarkoituksena korostaa, ettei yhtiön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden vähäinen taloudellinen etu oikeuta poikkeamaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta. Painavan taloudellisen syyn ottamisella lakiin haluttiin välttää suunnatun osakeannin edellytyksiä koskevia epäselvyyksiä¹¹⁴ ja muuttaa lakia siten, että vähemmistöomistajien ja sijoittajien luottamus osakeoikeuksiensa ja sijoitustensa arvonsäilymiseen käytännössä toteutuisi.¹¹⁵ Painava taloudellinen syy ja käyvän hinnan vaatimus edellyttävät, että osakkeiden suuntaaminen on sallittu vain, mikäli merkintäetuoikeudesta poikkeaminen on yhtiön edun mukaista

¹¹² Ks. *HE 109/2005 vp.*, s. 102, jossa on nimenomaisesti OYL 9:4.1 osalta todettu, että: ”Pykälän 1 momentin ensimmäisen virkkeen mukaan suunnattu osakeanti on sallittu, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Edellytys vastaa asiallisesti sitä, mitä voimassa olevan lain 4 luvun 2 §:n 2 momentissa ja 2 a §:n 3 momentin ensimmäisessä virkkeessä säädetään uusmerkinnän osalta”.

¹¹³ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010*, s. 682, jossa kuvattu, että: ”Suunnattua osakeantia koskevassa päätöksessä on aina esitettävä perustelut sille, että osakkeenomistajan etuoikeudesta poikkeamiseen on 9:4.1:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy”. Ks. samoin *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012*, s. 64, jossa todetaan, että: ”Painava taloudellinen syy koskee poikkeamista osakkeenomistajan etuoikeudesta saada osakeannilla annettavia osakkeita. Se ei koske sitä, onko osakeannille painava taloudellinen syy”.

¹¹⁴ Ks. *KM 1990:44*, s. 20 – 21.

¹¹⁵ Ks. *KM 1990:44*, s. 2. Komiteamietinnössä todettiin, että: ”Voimassa oleva sääntely ja yhtiöiden viime vuosina suunnattujen antien ja antivaltuutusten suhteen omaksuma käytäntö ovat olleet omiaan heikentämään yhtiöiden vähemmistöomistajien ja sijoittajien luottamusta osakeoikeuksien ja sijoitusten arvonsäilymiseen myös käytännössä. Esityksessä tilanne ehdotetaan korjattavaksi pääasiassa ensiksi siten, että merkintäetuoikeudesta poikkeaminen on sallittua vain silloin, kun siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy”.

ja annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien omistusosuuden laimentuminen kompensoituu pitkällä aikavälillä yhtiön voitontuottamiskyvyn parantumisen muodossa.¹¹⁶

Painavalla taloudellisella syyllä on oikeuskirjallisuudessa katsottu olevan eri merkitys kuin liiketaloudellisesti perustellulla syyllä¹¹⁷ tai voiton tuottamisen tarkoituksella.¹¹⁸ Eroa liiketaloudellisesti perustellun syyn ja painavan taloudellisen syyn välillä on kuvattu siten, että liiketoiminnan laajentaminen täyttää jo itsessään liiketaloudellisesti perustellun syyn, mutta laajentaminen ei kuitenkaan riitä suunnatun osakeannin painavaksi taloudelliseksi syyksi. Vaikka yhtiöllä olisi tarve liiketoiminnan laajentamiseen oman pääoman ehtoïsella rahoituksella, merkintäetuoikeudesta poikkeaminen edellyttää hallituksen tai yhtiökokouksen esittävän painavan taloudellisen syyn sille, miksi liiketoiminnan laajentaminen tulisi rahoittaa nimenomaan suunnatulla osakeannilla kerätyllä pääomalla eikä merkintäetuoikeusannilla hankitulla pääomalla.¹¹⁹

Painavaa taloudellista syytä voidaan pitää käsitteellisesti laajempänä kuin OYL:n 1:5:ssä säädettyä yhtiön toiminnan tarkoitusta (voitontuottamisen tarkoitusta), sillä se sisältää myös yhdenvertaisuusperiaatteen.¹²⁰ Painavan taloudellisen syyn vaatimus korostaa yhdenvertaisuusperiaatetta (OYL 1:7) silloin, kun annissa päätetään poiketa osakkeenomistajien etuoikeudesta osakkeisiin.¹²¹ Painavan taloudellisen syyn hyväksyttävyyden arvioinnissa on osakeannille esitetyn syyn ohella kiinnitettävä huomioita osakkeista maksettavaan hintaan, vaikka osakkeista maksettava hinta ei kuulu painavaan taloudelliseen syyhyn.¹²² Asia on ilmaistu osakeyhtiölain esitöissä kuvaamalla, että mitä enemmän osakkeista maksettava hinta poikkeaa osakkeiden käyvästä hinnasta, sitä painavampia painavia taloudellisia syitä edellytetään, jotta osakkeenomistajien etuoikeudesta voidaan poiketa.¹²³

¹¹⁶ Pönkä 2017a, s. 185.

¹¹⁷ Ks. af Schultén 2003, s. 275 ja Mähönen – Villa 2006b, s. 231.

¹¹⁸ Vahtera 2011, s. 247.

¹¹⁹ af Schultén 2003, s. 275.

¹²⁰ Ks. Pönkä 2012, s. 371.

¹²¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 741.

¹²² Ks. Huttunen 2005, s. 166, jossa Huttunen toteaa, että: ”Suunnatussa annissa saatava osakkeen merkintähinta ei sinänsä kuulu yhtiön kannalta painavaan taloudelliseen syyhyn mutta on tähän vääjäämättömässä kohdalon yhteydessä. Suunnatun annin asianmukaisuutta harkittaessa on merkintähinta aina otettava huomioon”.

¹²³ HE 109/2005 vp., s. 103, jossa todetaan, että: ”Yhtiölle osakkeista tulevalle vastikkeella on keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, koska suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan. Tämän vuoksi momentin toisessa virkkeessä säädetään nimenomaisesti, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota merkintähinnan ja osakkeen käyvän hinnan suhteeseen. Mitä enemmän merkintähinta alittaa osakkeen käyvän hinnan, sitä enemmän painavan taloudellisen syyn vaatimus korostuu”.

Yhtiön kannalta painavan taloudellinen syyn täytyminen suunnatussa osakeannissa ja suunnatun osakeannin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuus eivät siis ole täysin sama asia.¹²⁴ Oikeuskirjallisuudessa esimerkkinä edellä mainitusta erosta on kuvattu tilannetta, jossa osakeannin suuntaamiselle on olemassa painava taloudellinen syy, mutta osakeannin toteuttamistapa silti loukkaa yhdenvertaisuusperiaatetta.¹²⁵ Kysymys voi olla esimerkiksi tilanteesta, jossa osakkeet suunnataan perusteetta käypää hintaa alhaisempaan hintaan tilanteessa, jossa varojenhankintaa suunnatun osakeannin muodossa on voitu sinällään pitää perusteltuna. Yhdenvertaisuusperiaatetta loukkaava, mutta painavan taloudellisen syyn täyttävä osakeanti voi olla kyseessä esimerkiksi myös tilanteessa, missä yhtiöllä on tarve varojenhankintaan suunnatun osakeannin muodossa, mutta osakeannilla toteuttamisella estetään vanhojen osakkeenomistajien äänivallan ja erityisesti määrävähemmistöoikeuksien käyttö.¹²⁶

Painavan taloudellisen syyn erottamisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta ei vallitse oikeuskirjallisuudessa täyttä yksimielisyyttä.¹²⁷ Katson kuitenkin painavan taloudellisen syyn erotta-

¹²⁴ Ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2015*, s. 67 – 68. Ks. myös *HE 109/2005 vp.*, s. 100, jossa todetaan, että: ”Hallituksen osakeantivaltuutuksen nojalla tekemiä päätöksiä koskee ehdotuksen 1 luvun 7 §:ssä tarkoitettu yhdenvertaisuusperiaate, samoin kuin käsillä olevan luvun 4 §:n 1 momentin säännös siitä, että suunnattu osakeanti on sallittu vain, jos siihen on yhtiön kannalta painava tai erityisen painava taloudellinen syy”. Nähdäkseni osakeyhtiölain esitöissä on siten todettu epäsuorasti yhdenvertaisuusperiaatteen ja painavan syyn eroavan toisistaan sekä todettu nimenomaisesti, että ollakseen sallittu, hallituksen osakeantivaltuutuksen nojalla tekemältä päätökseltä edellytetään yhdenvertaisuutta sekä painavaa taloudellista syytä.

¹²⁵ Ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2015*, s. 67 – 68. Vrt. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 741 alav. 73, jossa kirjoittajat ovat kritisoineet eroa lähinnä semanttisena.

¹²⁶ Ks. *af Schultén 2003*, s. 277. Ks. vastaavasti myös *KM 1990:44* s. 40, jossa todetaan, että: ”Osakkaan hallinnoimisoikeuksiin suunnattu anti vaikuttaa erityisesti siinä tapauksessa, että annin seurauksena äänivaltasuhteet yhtiössä muuttuvat hallinnoimisoikeuksien käytön ja vähemmistösäännösten kannalta olennaisesti”. Olenainen osakkeiden tuottamista määrävähemmistöoikeuksista etenkin oikeus vähemmistöosingon vaatimiseen. Mikäli suunnatulla annilla laimennetaan osakkeenomistajan omistusosuus alle 10 prosentin (jolloin osakkeenomistaja ei voi enää yksin vaatia puolta tilikauden voitosta jaettavaksi osinkona), osakeannilla estetään osakkeenomistajalla aikaisemmin olleen keskeisen määrävähemmistöoikeuden käyttö.

¹²⁷ Oikeuskirjallisuudessa Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho ovat katsoleet painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen olevan sama asia ja eron käsitteiden välillä olevan lähinnä semanttinen. Ks. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 741 alav. 73, jossa Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho ovat kritisoineet Kyläkallion, Irolan ja Kyläkallion esittämää näkökantaa painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen eriävyydestä. Airaksisen, Pulkkinen ja Rasinahon esittämän näkemyksen mukaan: ”Yhtä hyvin voitaisiin sanoa, että esimerkkitilanteessa alihintaiselle annille ei ole painavaa taloudellista syytä (ja se on yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen), mutta käypään hintaan toteutettuna annille on (ja se on yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen). Tällöin erona painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen välillä ei olisi”. Kanta eroaa Kyläkallion, Irolan ja Kyläkallion esittämästä kannasta, jonka mukaan osakeannin suuntaamiselle oleva painava taloudellinen syy eroaa yhdenvertaisuusperiaatteesta. Ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2015*, s. 67 – 68. Oikeuskirjallisuudessa esitettyjen näkökantojen ollessa ristiriidassa keskenään, keskeinen painoarvo tulee nähdäkseni antaa korkeimman ratkaisussaan KKO 2018:19 käyttämälle argumentaatiolle. Ks. tästä KKO 2018:19 perustelujen kohta 30, jossa korkein oikeus toteaa että: ”Kuitenkin jos suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, lähtökohtana voidaan yleensä pitää, että

misen yhdenvertaisuusperiaatteesta perustelluksi, koska painavaa taloudellista syytä arvioidaan yksinomaan yhtiön edun kannalta, kun olennaista yhdenvertaisuutta koskevissa arvioinneissa taas päätös on yhtiön *ja sen kaikkien osakkeenomistajien etujen mukainen*.¹²⁸ Painava taloudellinen syy, joka oikeuttaa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen, ei oikeuta yhtiökokousta tai hallitusta sivuuttamaan osakkeenomistajien suojaksi säädettyä yhdenvertaisuusperiaatetta.¹²⁹ Toisin sanoen, painava taloudellinen syy ei oikeuta yhtiökokousta tai hallitusta tekemään yksipuolisesti päätöksiä, joilla heikennetään annin ulkopuolelle jäävän omistajaryhmän varallisuuspitoisia oikeuksia yhtiössä. OYL 9:4.1 edellyttää, että suunnatussa osakeannissa kiinnitetään erityistä huomiota osakkeista maksettavaan merkintähintaan. Suunnatussa osakkeista maksettavan merkintähinnan tulee vastata lähtökohtaisesti aina osakkeiden käypää hintaa, jotta osakeannissa ei annetta epäoikeutettua etua osakkeiden merkitsijöille annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien kustannuksella.¹³⁰

Esittämäni näkemystä yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn eriyvyydestä yhdenvertaisuusperiaatteesta voidaan perustella yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen mahdollisella eriytymisellä suunnatussa osakeannissa. Yhtiön etua arvioidaan yhtiön kaikkien osakkeenomistajien (hypoteettisen) edun näkökulmasta.¹³¹ Yhtiön edun näkökulmasta rahoituksen hankinnan muodolla ei juurikaan ole merkitystä, vaan rahoitusmuodon valinnassa yhtiön

anti ei loukkaa myöskään yhdenvertaisuusperiaatetta”. Nähdäkseni, mikäli korkein oikeus olisi katsonut painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen olevan sama asia, ei korkein oikeus olisi erottanut käsitteitä toisistaan.

¹²⁸ Ks. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 44, missä kirjoittajat toteavat, että olennaista useissa yhdenvertaisuutta koskevissa arvioinneissa on, että päätös on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etujen mukainen ja että yhtiön osakkeenomistajien taloudellinen asema pysyy muuttumattomana tai että se paranee mahdollisimman tasaisesti. Airaksisen, Pulkkinen ja Rasinahon mukaan keskeistä on se, että päätös ”on omiaan” johtamaan osakkeenomistajan taloudellisen aseman parantumiseen tai vähintään pysymiseen ennallaan.

¹²⁹ Ks. *HE 109/2005 vp.*, s. 100, jossa todetaan, että: ”Hallituksen osakeantivaltuutuksen nojalla tekemiä päätöksiä koskee ehdotuksen 1 luvun 7 §:ssä tarkoitettu yhdenvertaisuusperiaate, samoin kuin käsillä olevan luvun 4 §:n 1 momentin säännös siitä, että suunnattu osakeanti on sallittu vain, jos siihen on yhtiön kannalta painava tai erityisen painava taloudellinen syy”.

¹³⁰ Ks. tästä *Airaksinen – Jauhiainen 1997*, s. 51, jossa Airaksinen ja Jauhiainen kuvaavat, että: ”Yhdenvertaisuuden loukkaamista voidaan epäillä aina silloin, kun osakkeen merkintähinta suunnatussa annissa jää alle osakkeen käyvän hinnan. Annin suuntaaminen alle käyvän hinnan tulee kysymykseen ainoastaan poikkeustapauksissa esimerkiksi osana johdon tai työntekijöiden kannustinjärjestelmää. Järjestelyn on oltava tällöinkin yhtiön kannalta edullinen, eli yhtiön on hyödyttävä annista muulla tavalla”.

¹³¹ Ks. *Pönkä 2013b*, s. 215. Pönkä on aloittanut referee artikkelinsa kuvaamalla, että: ”Tämän kirjoituksen ensimmäisessä osassa on käsitelty yleisesti kysymystä, miten yhtiön edun käsite ymmärretään osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa. Kysymykseen on vastattu toteamalla, että yhtiön etu samastuu yhtiön kaikkien osakkeenomistajien (hypoteettiseen) etuun eikä tästä lähestymistavasta poikkeaminen – toisin sanoen sidosryhmäkeskeisen lähestymistavan omaksuminen – ole asiallisin syin perusteltavissa”. Ks. tarkemmin yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen yhteensovittamisen ongelmista *Pönkä 2013a* ja *Pönkä 2013b*.

etu kiinnittyy lähinnä rahoituksesta maksettavaan hintaan ja rahoituksen saatavuuteen. Toisin kuin yhtiön etua arvioitaessa, osakkeenomistajan edun kannalta rahoitusmuodon valinnalla on väliä. Osakkeenomistajan etujen kannalta olennaista on, laskeeko yhtiö liikkeelle osakkeita suunnatusti, vai tarjotaanko osakkeenomistajalle mahdollisuus osallistua osakeantiin.

Suunnatut osakeannit ovat tyypillisesti järjestämiskuluiltaan merkintäetuoikeusantia halvempia etenkin pörssiyhtiöissä¹³² ja suunnatuilla osakeanneilla saadaan merkintäetuoikeusantia nopeammin kerättyä varoja investointien rahoittamiseksi. Koska osakeyhtiön intressi kiinnittyy yhtiön toimintaedellytysten, taloudellisen aseman ja voitontuottamiskyvyn parantamiseen,¹³³ yhtiön edun kannalta tarkasteltuna osakeannin järjestäminen olisi perusteltua merkintäetuoikeusantia järjestämiskuluiltaan halvemmän suunnatun osakeannin muodossa. Osakeyhtiön etua ei kuitenkaan voida asettaa päätöksenteossa kategorisesti yhdenvertaisuusperiaatteen edelle, koska käytännössä tämä tarjoaisi enemmistöosakkeenomistajille ja johdolle mahdollisuuden vähemmistön syrjimiseen heppoisin perusteluin.¹³⁴ Useissa tilanteissa on varsin helppo näyttää, että yhdenvertaisuutta loukkaavaksi väitetty päätös tai muu toimenpide on pitkällä aikavälillä ainakin näennäisesti omiaan edistämään osakkeenomistajien yhteistä intressiä.¹³⁵ Tämän vuoksi painavan taloudellisen syyn vaatimuksen osalta komiteamietinnössä KM 1990:44:ssä todettiin nimenomaisesti, että: ”tarkoituksena on korostaa, että yhtiön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden vähäinen taloudellinen etu ei oikeuta yhtiötä poikkeamaan osakkeenomistajien etuoikeudesta”.¹³⁶

Tekemällä ero yhtiön edun kannalta painavan taloudellisen syyn ja yhdenvertaisuusperiaatteen välille, osakkeiden hyväksyttävän suuntaamisen edellytysten tarkastelu voidaan jakaa kolmeen eri vaiheeseen kaavion 2 mukaisesti.¹³⁷

¹³² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 742.

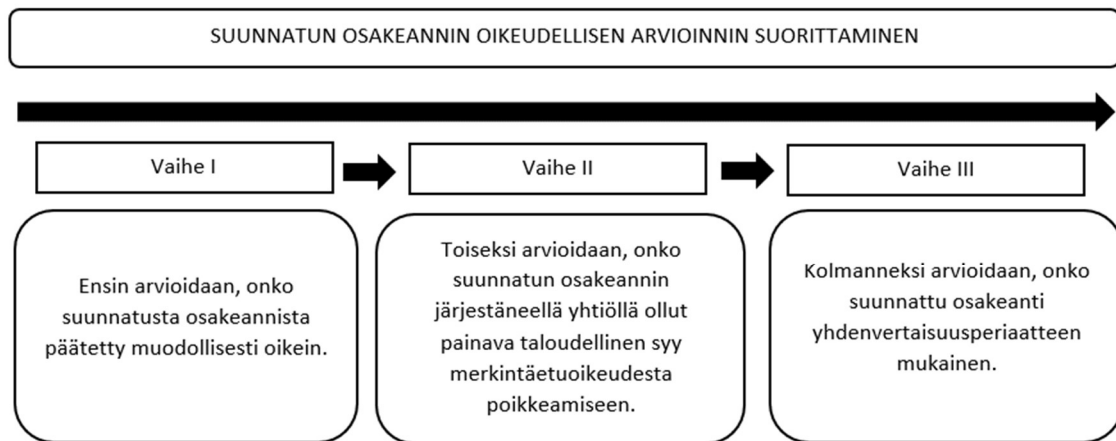
¹³³ Mäntysaari 2013, s. 586.

¹³⁴ Pönkä 2013b, s. 216.

¹³⁵ Pönkä 2013b, s. 216. Ks. lisäksi osakkeenomistajien yhteistä etua näennäisesti edistävästä, mutta osakeyhtiön vähemmistön kannalta ongelmallisena pidettävistä toimista esim. KKO 2015:105. Tapauksissa oli kysymys konserniavustuksien antamisesta ja vähemmistön oikeudesta OYL 13:7:n mukaiseen vähemmistöosinkoon. Korkein oikeus katsoi 3-2 äänestysratkaisussaan, ettei kyseisessä tapauksessa konserniavustusta antanut yhtiö ollut loukannut OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatetta tai OYL 13:7:n mukaista vähemmistön oikeutta vähemmistöosinkoon. Yhdenvertaisuusperiaate ei estänyt liiketaloudellisesti perusteltavissa olevan konserniavustuksen antamista. Ks. myös ratkaisulle esitetystä kritiikistä korkeimman oikeuden erimielisten jäsenten lausunnot ja Vahtera 2016 sekä Nyström 2016.

¹³⁶ KM 1990:44, s. 21.

¹³⁷ Mikäli eroa ei tehtäisi ja yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn katsottaisiin tarkoittavan täysin samaa asiaa kuin yhdenvertaisuusperiaatteen, kaavion 2. mukainen suunnatun osakeannin oikeudellisen arvioinnin



Kaaviossa 2 esitetty tarkastelutapa kuvaa ajatusmallia, jossa yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn täytyminen ei tee osakeannista automaattisesti yhdenvertaisuusperiaatteen mukaista, eikä yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta hyväksyttävällä tavalla toteutettava osakeanti täyttä automaattisesti painavan taloudellisen syyn vaatimusta.¹³⁸ Kaavio 2 kuvastaa tarkastelutapaa, missä suunnattua osakeantia tarkastellaan vaiheittain, arvioiden jokaista vai-

vaiheittainen tarkastelutapa olisi edelleen pätevä, sillä kysymys suunnatun osakeannin tapauskohtaisesta sallittavuudesta ratkaistaisiin tällöinkin viimekädessä arvioimalla, onko suunnattua osakeantia pidettävä kokonaisuutena arvioiden yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta hyväksyttävänä. Ks. KKO 2018:19 ratkaisun perusteluiden kohta 32, jossa korkein oikeus toteaa, että: ”Kysymystä siitä, onko suunnattu osakeanti loukannut osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, on tulkinnanvaraisissa tilanteissa arvioitava viime kädessä eri suuntiin osoitavia seikkoja kokonaisuutena punnitsemalla. Osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja on arvioitava osakeyhtiöoikeudellisesti siltä kannalta, mitä lähinnä taloudellisia seurauksia päätöksellä on heille yhtiön osakkeenomistajina”.

¹³⁸ Tilanteita, joissa suunnattu osakeanti toteutettaisiin osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta hyväksyttävällä tavalla (osakkeet tarjottaisiin merkittäväksi käypään hintaan ja suunnatun annin laimentamisvaikutus olisi pieni), mutta missä osakkeenomistajien etuoikeudesta poikkeamiselle ei olisi olemassa yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä, on käsittäkseni pidettävä harvinaisina. Kysymykseen voivat tulla lähinnä tapausta KKO 2018:19 muistuttavat tilanteet. Tapauksessa KKO 2018:19 suunnattu osakeanti toteutettiin osakkeiden käyvistä hinnasta, eikä osakeannilla käytännössä vaikutettu ennen antia valliiniseisiin omistussuosiin. Korkeimmassa oikeudessa käsitellyssä tapauksessa osakkeita suunnattiin ainoastaan 10 kappaletta ja annissa kerättiin varoja yhtiön kokonaisvarallisuuteen verrattuna huomattavan vähäinen määrä, vain 10.000 euroa. Tapauksessa KKO 2018:19 ei edes yritetty väittää, että yhtiöön saatu 10.000 euron lisärahoitus olisi toiminut yhtiön kannalta painavana taloudellisena syynä osakkeenomistajan etuoikeudesta poikkeamiseen. On mielestäni selvää, ettei 10.000 euron summa yksin olisi voinut edustaa sellaista taloudellista intressiä ja yhtiön etua, jonka perusteella suunnatulle annille olisi ollut yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Annin järjestäneen jätehuolto-yhtiön suunnatussa annissa yhtiöön keräämillä varoilla olisi ollut saatavissa korkeintaan muutamat uudet renkaat jätehuolto-yhtiön rekkoihin. Sen sijasta, että korkein oikeus olisi arvioinut suunnattua antia yksittäisenä oikeustoimena, korkein oikeus arvioi suunnattua antia ”osana kokonaisjärjestelyä”, minkä tarkoituksena oli lunastaa vähemmistö pois yhtiöstä ja aloittaa yhteistyö toisen yhtiön kanssa (ks. KKO 2018:19 perusteluiden kohdat 37 ja 38). Mikäli korkein oikeus olisi arvioinut osakeantia yksittäisenä oikeustoimena, uskon, että korkein oikeus olisi katsonut annilta puuttuneen OYL 9:4.1:ssä edellytetyn painavan taloudellisen syyn vaatimuksen.

hetta itsenäisesti ja erillisesti toisesta suuntaamisen edellytyksestä. Kaavio 2 vastaa korkeimman oikeuden ratkaisukäytännössään tapauksessa KKO 2018:19 noudattamaa tarkastelutapaa, jossa ensin ratkaistiin se, oliko suunnatulle osakeannille ollut yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä ja vasta sitten arvioitiin, oliko suunnattu osakeanti yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.¹³⁹

Kaaviossa 2 esitetty osakeannin vaiheittainen tarkastelutapa mahdollistaa puuttumisen osakeanteihin, joissa osakeannin suuntaamiselle on olemassa itsessään painava taloudellinen syy, mutta osakeannin toteuttamistapa loukkaa silti yhdenvertaisuusperiaatetta. Tilanteita, joissa varojen hankinnalle suunnatun osakeannin muodossa on painava taloudellinen syy, mutta antia ei ole pidettävä yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena, voivat esimerkiksi olla: (i) alihintaan toteutettavat osakeannit,¹⁴⁰ (ii) osakeannit, joissa suunnattu osakeanti ylimitoitetaan yhtiön tarpeisiin nähden,¹⁴¹ (iii) osakeannit, jotka suunnataan yhtiön enemmistöomistajille tai näiden lähipiiriin kuuluvalla taholla¹⁴² tai (iv) osakeannit, joiden seurauksena yhtiön omistuspohja muuttuu siten, ettei yksittäinen vähemmistöomistaja voi (tai etteivät vähemmistöomistajat yhdessä voi) annin seurauksena enää käyttää määrävähemmistöoikeuksia hyväkseen.¹⁴³

Painavan taloudellisen syyn osalta on huomattava, että yhtiön kannalta painavana taloudellisena syynä ei voida koskaan pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten

¹³⁹ Ks. KKO 2018:19 ja ratkaisun perusteluiden kohta 30. Ks. myös ratkaisun perusteluiden kohta 34, jossa korkein oikeus katsoi annille olleen painava taloudellinen syy ja siirtyi vasta sen jälkeen perusteluiden kohdissa 35 – 41 arvioimaan, oliko anti kokonaisuutena arvioiden yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Mikäli korkein oikeus olisi katsonut painavan taloudellisen syyn tarkoittavan samaa asiaa kuin yhdenvertaisuusperiaatteen, ei arviointia osakeannin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuudesta (tai pikemminkin yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuudesta) olisi tarvinnut erikseen tehdä.

¹⁴⁰ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2015*, s. 67 – 68 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 44 ja 742 – 743.

¹⁴¹ Ks. *Koskinen – Saukkonen – Herranen 1986*, s. 55, jossa kirjoittajat toteavat, että: ”Osakkeen merkintähinta on määritettävä siten, ettei vanhojen osakkeenomistajien arvo merkintähinnan johdosta laske. Suunnatun annin koko ei myöskään saa olla liian suuri; vanhojen osakkeenomistajien arvo ei saa myöskään laskea tästä syystä” ja *Vahtera 2011* s. 244, jossa *Vahtera* toteaa, että: ”Yhtiön käyttäessä suunnattua osakeantia toimintaedellytystensä parantamiseen voi laajuudeltaan suuri tai antiin oikeutetuille ehdoiltaan edullinen anti johtaa vanhojen osakkeenomistajien aseman loukkaamiseen. Ks. tähän liittyen myös *Pönkä 2012*, s. 367 ja *Vahtera 2011*, s. 249.

¹⁴² *Pönkä 2012*, s. 368; *Vahtera 2011*, s. 253 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 742.

¹⁴³ Ks. *Vahtera 2011*, s. 252 – 253 ja af Schultén 2003, s. 275. Keskeisin raja määrävähemmistöoikeuksien käytössä kulkee nähdäkseni 1/10 omistusosuuden kohdalla, sillä OYL 13:7:n mukaan 1/10 omistusosuuden omistavat osakkeenomistajat voivat vaatia puolta tilikauden voitosta jaettavaksi vähemmistöosinkona.

estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista yhtiössä.¹⁴⁴ Tämä johdetaan siitä, että painavaa taloudellista syytä osakkeenomistajien etuoikeudesta poikkeamiseen arvioidaan ainoastaan yhtiön edun kannalta. Jos osakeantia ei järjestetä yhtiön tarpeiden vuoksi, vaan annin tosiasiallisena tarkoituksena on hyödyttää jotain osakkeenomistajaa, ei painavan taloudellisen syyn vaatimus täyty.

3.3.4 Miten osakeannin suuntaamisen edellytyksiä on säännelty Ruotsissa?

Suomessa osakeannin suuntaamiselle säädettyjä edellytyksiä on mielenkiintoista verrata ruotsalaiseen osakeyhtiöoikeuteen, jolla on yhteisiä piirteitä suomalaisen yhtiöoikeuden kanssa. Sekä Suomessa että Ruotsissa osakeyhtiölakisääntelyn mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä samat oikeudet, ellei toisin määrätä.¹⁴⁵

Kuten suomalaisessa osakeyhtiölaissa, myös ruotsalaisessa aktiebolagslagetissa (2005:551, ABL) lähtökohtana on osakkeenomistajien merkintäetuoikeus uusiin osakkeisiin aikaisemman osakeomistuksen mukaisissa suhteissa. ABL13:1.1:n mukaan osakkeiden uusannissa osakkeenomistajilla on etuoikeus uusiin osakkeisiin omistuksensa suhteessa. Merkintäetuoikeus ei kuitenkaan ole ehdoton. Merkintäetuoikeudesta poikkeaminen on säännöksen 2 momentin mukaan mahdollista neljällä eri perusteella. Poikkeaminen on mahdollista ensinnäkin silloin, jos osakkeet maksetaan apporttinaisuudella. Toiseksi poikkeaminen on mahdollista, jos merkintäetuoikeudesta on määrätty yhtiöjärjestyksessä. Kolmanneksi merkintäetuoikeudesta poikkeaminen on mahdollista, jos aiemmin liikkeelle lasketuista optio-oikeuksien tai vaihtovelkakirjojen ehdoissa on määrätty merkintäetuoikeudesta poikkeamisesta. Neljänneksi merkintäetuoikeudesta poikkeaminen on mahdollista osakeantipäätök-

¹⁴⁴ Enemmistöomistuksen turvaaminen (nk. omistuksen betonointi) on siis kielletty painavan taloudellisen syyn varjolla. Ks. tästä kiellosta KM 1990:44, s. 35 – 36, jossa on ensimmäisen kerran todettu, että: ”Annin aineellisia edellytyksiä on arvioitava yhtiön kannalta. Annin tarkoituksena tulee olla yhtiön taloudellisen aseman parantaminen. Toisaalta annilla ei saa loukata osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta eikä yhtiön varojenjakokieltoja koskevia säännöksiä. Suunnattua antia ei voida pitää yhtiön edun mukaisena esimerkiksi, kun annin ilmeisenä tarkoituksena on säilyttää todellinen määräysvalta yhtiössä tietyllä osakkeenomistajataholla silloin, kun äänivalta suhteet yhtiössä ovat olennaisesti muuttuneet yhtiön osakkeilla tai optio tai vaihtovelkakirjoilla tehtyjen kauppojen seurauksena. Annin suuntaamiseen ei ole perusteita silloinkaan, kun se tuottaa epäoikeutettua etua esimerkiksi tietyille osakkeenomistajataholla, jonka määräysvallassa olevalla saman toimialan yhtiölle anti suunnattaisiin”.

¹⁴⁵ Ks. OYL 1:7 ja ABL 4:1, joiden mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä samat oikeudet, ellei toisin määrätä.

sellä. Tällainen yhtiökokouksen päätös edellyttää ABL 13:2:n mukaisesti kahden kolmasosan määräenemmistöstä annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Osakeantipäätökseltä vaadittu määräenemmistövaatimus on siten Ruotsissa yhtä suuri kuin Suomessa.

Toisin kuin Suomessa, Ruotsissa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta poikkeaminen ei edellytä yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä. Painavan taloudellisen syyn sijasta osakeantipäätökseltä edellytetään, ettei osakeanti loukkaa osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta ABL 7:47:n ja 8:41:n vastaisesti. Ruotsin ABL:n yhdenvertaisuusperiaatteen yleislausekkeet jakautuvat kahteen eri säännökseen (ABL 7:47 ja 8:41). Ruotsalainen sääntely samaistuu aikaisemmin Suomessa vallinneeseen tilanteeseen, jossa yhdenvertaisuusperiaatteen yleislausekkeet oli hajautettu kaksiosaisesti siten, että lausekkeet kielsivät sekä yhtiökokousta että hallitusta tekemästä tai toimeenpanemasta päätöstä, joka saattaisi johtaa osakkeenomistajan epäoikeudenmukaiseen kohteluun.

Sisällöltään sekä suomalainen että ruotsalainen yhdenvertaisuusperiaate ovat samansisältöisiä. Molemmissa maissa yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on estää osakkeenomistajien eriarvoinen kohtelu ja kieltää yhtiön hallitusta tai yhtiökokousta tekemästä päätöstä, joka antaa perusteetonta etua jollekin osakkeenomistajalle tai kolmannelle yhtiön tai osakkeenomistajan kustannuksella. Molemmissa maissa osakkeiden suuntaaminen on kuitenkin mahdollista, eivätkä yhdenvertaisuusperiaatetta suojaavat ABL 7:47:n ja 8:41:n yleislausekkeet esimerkiksi estä osakkeiden suuntaamista vain tietyille osakkeenomistajille, vaikka tällainen suuntaus nostaa riskiä yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisesta. Samoin kuin Suomessa, myös Ruotsissa suunnatussa osakeannissa osakkeista maksettava hinta on keskeisessä asemassa osakeantipäätöksen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuuden arvioinnissa. Jos osakkeiden merkintähinta vastaa osakkeiden käypää arvoa, päätös osakkeiden suuntaamisesta on huomattavasti helpompi hyväksyä, kuin tilanteessa, jossa osakkeista ei makseta niiden käypää hintaa. Osakeantisääntelyllä ei siis kummassakaan maassa pyritä kategorisesti turvaamaan osakeomistuksen pysyvyyttä yhtiöissä, vaan sääntelyn keskeisenä tarkoituksena

on turvata osakkeenomistajien omistuksen arvon säilymistä. Toisin kuin Suomessa, Ruotsissa on kuitenkin katsottu, että etenkin yhtiön johdon merkittäväksi suunnattu osakeanti edellyttää erityisen tarkkaa harkintaa menettelyn sallittavuudesta.¹⁴⁶

¹⁴⁶ Ks. *Sandström 2006*, s. 117–118.

4 Osakkeiden suuntaaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä

4.1 Osakkeiden primaari- ja sekundaarimarkkinat

Osakkeiden myyminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä voidaan toteuttaa sekä osakkeiden ensisijais- eli primaarimarkkinoilla että osakkeiden toissijais- eli sekundaarimarkkinoilla. Osakkeiden primaarimarkkinoilla tarkoitetaan osakkeen ensimarkkinoita, jossa yhtiö toimii osakkeiden luovuttajana tai liikkeellelaskijana.¹⁴⁷ Yhtiön näkökulmasta osakkeiden myyminen primaarimarkkinoilla on keskeistä, sillä yhtiön kannalta osakkeen rahoitusfunktio toteutuu vain silloin, kun yhtiö on osakkeen luovuttajana tai liikkeellelaskijana.¹⁴⁸

Osakkeiden sekundaari- eli jälkimarkkinoilla tarkoitetaan arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa osakkeiden kauppaa, joka ei vaikuta osakeyhtiön rahoitustilanteeseen. Arvopaperimarkkinoilla tapahtuva osakkeiden kauppa ei vaikuta osakeyhtiön rahoitustilanteeseen, koska se ei tuo yhtiölle lisää varallisuutta.¹⁴⁹ Vaikka osakkeista jälkimarkkinoilla maksettavat osto- ja myyntihinnat eivät vaikuta yhtiön rahoitukseen, on jälkimarkkinoilla osakkeista maksettavalla hinnalla väliä, koska tehokkailla arvopaperimarkkinoilla muodostuvaa hintaa on pidettävä osakkeen käypänä hintana.¹⁵⁰ Käyvän hinnan määrittely on siinä mielessä tärkeää, että käyvän hinnan arvoa voidaan käyttää hyväksi arvioitaessa yhtiön toimenpiteiden vaikutusta vähemmistöosakkaiden asemaan.¹⁵¹

4.2 Osakkeiden suuntaaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavassa suunnatussa osakeannissa on kysymys osakeannista, jolla yhtiö kerää varoja poikkeamalla vanhojen osakkeenomistajien oikeudesta merkitä osakkeita omistusosuksiensa mukaisessa suhteessa. Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavalla suunnatulla osakeannilla tarkoitetaan järjestelyä, jossa osakkeista pyydetään tarjouksia ensin nopeutetussa tarjousmenettelyssä, minkä jälkeen osakeanti suunnataan tarjousmenettelyssä annettujen tarjousten perusteella korkeimmat tarjoukset tehneille

¹⁴⁷ Osakkeiden luovuttamisella tarkoitetaan tässä osakeyhtiön hallussa olevien omien osakkeiden luovuttamista ja liikkeelle laskemisella viitataan uusien osakkeiden liikkeelle laskemiseen.

¹⁴⁸ *Raitio 2014*, s. 83.

¹⁴⁹ *Raitio 2014*, s. 83.

¹⁵⁰ *Kaisanlahti 2002*, s. 87.

¹⁵¹ *Airaksinen – Jauhiainen 2000a*, s. 15.

sijoittajille tai muille hallituksen valitsemille tahoille. Jotta osakeanti voitaisiin toteuttaa nopeutetussa tarjousmenettelyssä, edellyttää osakeannin toteuttaminen käytännössä sitä, että osakeyhtiön hallitus on ennakolta valtuutettu päättämään suunnatusta osakeannista. Lisäksi käytännön syistä mahdollisuus tarjousten tekemiseen varataan tyypillisesti institutionaalisille sijoittajille, joilla on kyky ja valmius tehdä tarjouksia sekä maksaa osakkeiden merkintähinta hyvin nopeassa aikataulussa.¹⁵²

Osakeyhtiön hallituksen päättäessä osakeannin suuntaamisesta, hallituksen päätöksen hyväksyttävyydelle on asetettu samat edellytykset kuin yhtiökokouksen päätökselle.¹⁵³ Osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta voidaan lähtökohtaisesti poiketa vasta silloin, kun omistuksen suhteessa järjestettävällä osakeannilla ei kyettäisi hankkimaan riittävästi pääomaa, tai jos suunnatulla annilla pääomaa on saatavissa selvästi paremmilla ehdoilla.¹⁵⁴ Uuden riskipääoman saaminen ei siis riitä perusteeksi suunnatulle annille, mikäli ensin ei ole selvitetty mahdollisuuksia saada rahoitusta osakkeenomistajiin kohdistetulla annilla tai vieraan pääoman ehdoin tapahtuvalla, ehdoillaan kohtuullisella rahoituksella.¹⁵⁵

Käytännön tasolla nopeutetussa tarjousmenettelyssä on kyse tarjousantimenettelystä, jossa osakeannissa suunnattaville osakkeille tavoitellaan mahdollisimman suurta hintaa.¹⁵⁶ Tarjousten pyytäminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä voidaan toteuttaa esimerkiksi yhden

¹⁵² *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012*, s. 65.

¹⁵³ Ks. *HE 109/2005 vp.*, s. 100, jossa todetaan, että: ”Hallituksen osakeantivaltuutuksen nojalla tekemiä päätöksiä koskee ehdotuksen 1 luvun 7 §:ssä tarkoitettu yhdenvertaisuusperiaate, samoin kuin käsillä olevan luvun 4 §:n 1 momentin säännös siitä, että suunnattu osakeanti on sallittu vain, jos siihen on yhtiön kannalta painava tai erityisen painava taloudellinen syy. Sitä, onko tällainen syy olemassa, ei kuitenkaan voimassa olevasta laista poiketen tarvitsisi arvioida vielä osakeantivaltuutusta annettaessa, vaan vasta suunnatusta osakeannista päätettäessä”. Ks. myös *HE 109/2005 vp.*, s. 103.

¹⁵⁴ Ks. *Mähönen – Villa 2012*, s. 295, jossa Mähönen ja Villa toteavat, että: ”Osakeyhtiölakisääntelyn lähtökohtana on, että osakkeenomistajilla on oikeus ylläpitää suhteellinen omistus- ja valtaosuutensa yhtiössä silloinkin, kun yhtiöllä on tarvetta lisätä oman pääoman ehtoisen rahoituksen määrää. Etuoikeudesta voidaan lähtökohtaisesti poiketa vasta silloin, kun omistuksen suhteessa järjestettävällä osakeannilla ei kyettä hankkimaan riittävästi pääomaa tai jos suunnatulla annilla pääomaa on saatavissa selvästi paremmilla ehdoilla. Yhtiökäytännössä osakeannin järjestäminen on tavanomaisesti järjestetty hallitukselle annetuilla valtuutuksilla. Näin on toimittu erityisesti julkisissa ja noteeratuissa yhtiöissä. Yhtiökäytännössä annetut osakeantivaltuutukset ovat olleet väljästi rajattuja, mikä on antanut hallitukselle mahdollisuuden poiketa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta sekä hyvin vapaan oikeuden päättää merkintähinnan määrää”.

¹⁵⁵ Ks. *Nuolimaa 1989*, s. 188 sekä *af Schultén 2003*, s. 275, jossa af Schultén toteaa, että: ”Niinpä jos tavanomaiseen investointiin/laajentamiseen tarvitaan myös osakepääomaehtoista rahaa, tulisi hallituksen ensin selvittää, onko se kerättävissä tavanomaisella uusmerkinnällä. Vasta jos tämä on epätodennäköistä tai jos suunnatulla annilla voidaan muusta syystä hankkia yhtiölle uutta pääomaa selvästi paremmilla ehdoilla, voidaan harkita merkintäetuoikeudesta poikkeamista”. Huomaa myös, että af Schultén kuului komiteamietinnön *KM 1990:44* toimikuntaan ja Nuolimaata puolestaan kuultiin painavan taloudellisen syyn valmistelutyössä asiantuntijana.

¹⁵⁶ Ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012*, s. 65, jossa Kyläkallio, Irola ja Kyläkallio kuvaavat tarjousantimenettelyä seuraavasti: ”Silloin kun osakeannin suuntaamisella pyritään mahdollisimman hyvän hinnan saamiseen osakkeista, menetellään esimerkiksi seuraavasti: Hinnanmäärittelyssä käytetään tarjousantimenettelyä,

yön aikana toteutettavana järjestelyinä, jossa osakkeiden suunnattua liikkeelle laskua suunnitteleva yhtiö käyttää apunaan osakeannin järjestäjäpankkia tarjousten vastaanottamiseksi.¹⁵⁷ Nopeutettu tarjousmenettely ajoitetaan esimerkiksi siten, että koko tarjousprosessi saadaan vietyä alusta loppuun asti Helsingin pörssin ollessa suljettuna kello 18.30 ja 10.00 välisenä aikana.¹⁵⁸ Nopeutetussa tarjousmenettelyssä yhtiöstä riippumaton osakeannin järjestäjäpankki pyytää lyhyellä aikavälillä valitsemiltaan sijoittajilta tarjouksia siitä, miten paljon ja mihin hintaan sijoittajat olisivat valmiita ostamaan suunnatussa annissa liikkeelle laskettavia osakkeita. Pyytäessään tarjouksia, osakeannin järjestäjäpankki varaa sijoittajille ajan, jonka puitteissa järjestäjäpankin valikoimat sijoittajat tekevät osakkeista tarjoukset annin järjestäjäpankille.¹⁵⁹ Vastaanotettuaan tarjoukset, osakeannin järjestäjäpankki rakentaa sijoittajilta vastaanotetuista tarjouksista tarjouskirjan ja informoi osakeannin suuntaamista suunnittelevan osakeyhtiön hallitusta tarjousmenettelyssä osakkeille muodostuneesta hinnasta.

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä on kysymys eräänlaisesta huutokaupprosessista, jossa tarjouskilpailuun valitut sijoittajat tekevät keskenään kilpaa tarjouksia liikkeeseen laskettavaksi suunnitelluista osakkeista. Tehdessään tarjouksia sijoittajat eivät tiedä toistensa teke-

jossa osakeannin järjestämisessä avustavan ja yhtiöstä riippumattoman investointipankin valitsevat tahot tekevät tarjouksia merkittäväksi annettavista osakkeista. Tarjousannissa mahdollisuus tarjousten tekemiseen varataan usein käytännön syistä suurimmille osakesijoittajille. Ulkomaisilla markkinoilla investointipankit ja vastaavat osakkeita merkitsevät välittäjät tekevät tarjouksia. Kotimaassa mahdollisuus tarjousten tekemiseen annetaan yleensä suoraan merkittävimmille sijoittajille. Osake-emissio toteutetaan useimmiten tarjousten tekoajan umpeuduttua tarjousten pohjalta määräytyvällä hinnalla. Osakeanti suunnataan tarjousten tehneille. Hinnan on tarkoitus vastata osakkeiden markkinahintaa. Varsinainen osakeantipäätös tehdään vasta yhtiön vastaanotettua tarjoukset”.

¹⁵⁷ Ks. tarjousantimenettelystä *HE 89/1996 vp.*, s. 74, jossa on todettu, että: ”Sekä kotimaisilta että ulkomaisilta markkinoilta rahoitusta hankkivat suuret yritykset ovat siirtyneet erityisesti osakeantien hinnanmäärittelyssä käyttämään erityistä tarjousantimenettelyä, jossa yleensä annin järjestämisessä avustavan ja liikkeeseenlaskijasta riippumattoman investointipankin valitsevat tahot tekevät tarjouksia merkittävistä osakkeista. Tarjousannissa mahdollisuus tarjousten tekemiseen varataan usein käytännön syistä suurimmille osakesijoittajille. Ulkomaisilla markkinoilla tarjouksia tekevät investointipankit ja vastaavat osakkeita merkitsevät välittäjät. Kotimaassa mahdollisuus tarjousten tekemiseen annetaan yleensä suoraan merkittävimmille sijoittajille. Osake-emissio toteutetaan useimmiten tarjousten tekoajankohdan umpeuduttua tarjousten pohjalta määräytyvällä hinnalla suunnattuna antina tarjouksen tehneille tahoille. Hinnan on tarkoitus vastata osakkeiden markkinahintaa. Varsinainen antipäätösinkin tehdään muodollisesti vasta yhtiön vastaanotettua tarjoukset”.

¹⁵⁸ Ks. järjestelyn läpiviennistä yhden yön aikana eli klo: 18.30 ja 10.00 välillä esim. *Revenio Group Oyj 24.4.2019*, josta ilmenee, että tarjousaika osakkeista pidettiin klo 18.30 – 9.00 välillä. Ks. vastaavasti myös *Caverion Oyj 14.6.2018*, josta ilmenee, että tarjousaika osakkeista pidettiin klo 18.31 – 9.00 välillä.

¹⁵⁹ Koska osakemerkintä voidaan tehdä vasta hallituksen osakeantipäätöksen jälkeen, tehdessään tarjouksen, sijoittaja tyypillisesti valtuuttaa myös osakeannin järjestäjäpankin hyväksymään hallituksen tarjouksen osakkeiden merkinnästä, jos hallitus päättää suunnata osakkeita sijoittajalle sijoittajan tarjouskirjaan tekemien tarjousten perusteella. Velvoiteoikeudellisesti osakeannissa voidaan katsoa olevan kysymys osakkeita liikkeeseen laskevan yhtiön tekemästä tarjouksesta ja sijoittajan hyväksyvistä vastauksesta, jonka osakeannin järjestäjäpankki valtuutuksen perusteella hyväksyy sijoittajan puolesta.

miä tarjouksia tai tyypillisesti edes tarjouskilpailuun osallistuvia tahoja. Menettelyllä pyritään turvaamaan tarjousten tekeminen korkeaan hintaan, jolloin liikkeelle laskettavalla osakemäärällä pystytään keräämään yhtiöön mahdollisimman paljon lisävarallisuutta. Vastaanotettavat tarjoukset pyydetään normaalisti yhtiötä sitomattomina tarjouksina, jolloin osakkeiden suunnattua liikkeelle laskua suunnittelevan yhtiön mahdollisuutena säilyä kieltäytyä suuntaamasta osakkeita tarjousten perusteella annettujen hintojen mukaisina sijoittajille.¹⁶⁰ Koska osakeannin suuntaavan yhtiön intressinä lisävarallisuuden hankinnassa on suunnata osakeanti korkeimmat tarjoukset tehneille sijoittajille, nopeutetussa tarjousmenettelyssä rakennettu tarjouskirja toimii käytännössä pohjana hallituksen päätöksenteossa, vaikka hallituksella on sinällään itsenäinen (ja annetuista tarjouksista riippumaton) toimivalta päättää siitä, mihin hintaan ja kenelle osakeanti suunnataan.

Suunnatun osakeannin nopeutetun tarjousmenettelyn eri vaiheita voidaan havainnollistaa Taulukolla 1.¹⁶¹

¹⁶⁰ Sinänsä tarjousten pyytäminen yhtiötä sitovasti on mahdollista, sillä tarjousten vastaanottamista tarjousmenettelyssä ei ole laintasolla säännelty. Vaikka kysymys on yhtiön sopimusvapauteen kuuluvasta määräämistöimistä ja yhtiön hallituksen harkintavaltaan kuuluvasta asiasta, OYL 1:8:n voidaan nähdäkseni katsoa edellyttävän hallitusta pyytämään tarjouksia yhtiötä sitomattomasti. Yhtiön intressissä on välttää sitoutuminen liian alhaisiin tarjouksiin ja säilyttää vaihtoehto kaikkien tarjousten hylkäämiseen yhtiön hallituksella.

¹⁶¹ Taulukosta 1. puuttuvat arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä koskevat välivaiheet, joita voivat suunnatussa osakeannissa olla yhtiön velvollisuus listalleotto- ja/tai tarjousesitteenlaatimiseen, mikäli osakkeiden listaaminen pörssiin tai tarjoaminen eivät lukeudu esiteasetuksessa säädettyjen poikkeusten piiriin. Esityksessä säädettyjen tarjous- ja listalleottoesitteiden laatimisvelvollisuutta koskevat erilaiset poikkeussäännökset, mutta vapautukset esitteen julkaisemisvelvollisuudesta voidaan yhdistää keskenään (esiteasetus 1 artikla 6 kohta). Esimerkiksi tarjotessa osakkeita sijoittajille maksua vastaan, tarjousesitettä ei tarvitse laatia, jos osakkeita tarjotaan yksinomaan kokeneille sijoittajille tai jos osakkeita tarjotaan alle 150:lle henkilölle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia (esiteasetus 1 artikla 4 kohta). Jos tarjottavat osakkeet ovat lisäksi samanlaisia kuin samalla säännellyllä markkinalla (pörssissä) kaupankäynnin kohteena jo olevat osakkeet, yhtiön ei myöskään tarvitse laatia listalleottoesitettä, jos listattavien osakkeiden osuus yhtiön kaupankäynnin kohteena jo olevien osakkeiden lukumäärästä on alle 20 prosenttia 12 kuukauden ajanjaksonalla mitattuna. Pyyttämällä esimerkiksi tarjoukset nopeutetussa tarjousmenettelyssä yksinomaan kokeneilta sijoittajilta tai alle 150 sijoittajalta ja rajoittamalla osakeannissa liikkeeseen laskettavien osakkeiden määrä alle 20 prosenttiin yhtiön liikkeessä olevien osakkeiden lukumäärästä, yhtiöt voivat välttää sekä listalleotto- että tarjousesitteen laatimisvelvollisuuden, mikä osaltaan pienentää osakeannin järjestämisestä yhtiölle aiheutuvia kustannuksia. Ks. aiheesta tarkemmin esim. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 711.

Taulukko 1

<p>1. Osakeyhtiön yhtiökokous antaa hallitukselle osakeantivaltuutuksen kahden kolmasosan määränemmistö päätöksellä OYL 5:27:n mukaisesti.</p>	<p>2. Osakeyhtiölle syntyy rahoitustarve lisäpääoman hankkimiseksi.</p>
<p>3. Hallitus selvittää vaihtoehdot yhtiölle tarvittavan lisäpääoman hankintaan.</p>	<p>4. Vaihtoehtoisten rahoitusmuotojen selvityksen jälkeen, hallitus katsoo varojen hankinnalle suunnatun osakeannin muodossa olevan yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, joka oikeuttaa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen.</p>
<p>5. Helsingin pörssi sulkeutuu kello 18.30. Osakkeiden kysynnän ja tarjonnan mukaan muodostunut pörssikurssi (yhtiön osakkeista jälkimarkkinoilla maksettava käypä hinta) on sekä sijoittajien että hallituksen tiedossa.</p>	<p>6. Osakkeiden suunnattua liikkeelle laskua suunnitteleva yhtiö ottaa yhteyttä osakeannin järjestäjäpankkiin ja pyytää järjestäjäpankkia pyytämään sijoittajilta tarjouksia nopeutetussa tarjousmenettelyssä siitä, miten paljon ja mihin hintaan sijoittajat olisivat valmiita ostamaan osakeannissa liikkeelle laskettavia osakkeita.</p>
<p>7. Osakeannin järjestäjäpankki rakentaa sijoittajilta vastaanotetuista tarjouksista tarjouskirjan ja tarjousten vastaanottamiselle varatun ajan jälkeen informoi osakeyhtiön hallitusta nopeutetussa tarjousmenettelyssä osakkeille muodostuneesta hinnasta.</p>	<p>8. Hallitus päättää vastaanotettujen tarjousten perusteella, mihin hintaan ja kelle yhtiö tarjoaa uusia osakkeita suunnatusti merkittäväksi.</p>
<p>9. Osakkeet tarjotaan suunnatusti merkittäväksi maksua vastaan.</p>	<p>10. Sijoittajat merkitsevät osakkeet maksua vastaan. Osakkeita liikkeelle laskenut yhtiö informoi markkinoita osakeannin toteuttamisesta ja tuloksesta.</p>
<p>11. Helsingin pörssi avautuu kello 10.00.</p>	<p>12. Uusia osakkeita liikkeeseen laskenut yhtiö hakee osakkeiden listaamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi pörssiin, mikäli osakeannissa suunnatut osakkeet ovat uusia osakkeita.</p>

4.3 Nopeutetussa tarjousmenettelyssä suunnattavien osakkeiden pörssi-yhtiö konteksti

Suomalaiset pörssiyhtiöt ovat pitkälti hajaomistettuja ja vähemmistöomistajien asemaa pörssiyhtiöissä kuvaa omistuksen sijoitusluonteisuus.¹⁶² Sijoittajilla ei yleensä ole halua sijoittaa

¹⁶² Vähemmistöomistuksen sijoitusluonteisuus pörssiyhtiössä perustuu määräysvallan jakautumiseen sijoitetun pääoman perusteella. Pörssiyhtiössä vähemmistöomistukseen sisältyvä äänioikeus on käytännöllisesti katsoen

määräänsä enempää varoja yhden yhtiön osakkeisiin, vaan sijoittajien strategiana on hajauttaa osakeomistukseen sisältyvää riskiä.¹⁶³ Nopeutetussa tarjousmenettelyssä mahdollisuus tarjousten tekemiseen varataan usein käytännön syistä suurimmille osakesijoittajille.¹⁶⁴ Menettelyä voidaan pitää luontevana niissä tilanteissa, joissa yhtiöllä on kiireellinen tarve lisärahoituksen hankinnalle.¹⁶⁵ Suomessa ammattimaisesti rahaa osakkeisiin sijoittavilla eläke-rahastoilla sekä muilla suurilla sijoittajilla on kyky maksaa osakkeiden merkintähinta hyvin nopeassa aikataulussa, toisin kuin piensijoittajilla. Osakkeita voidaan tarjota nopeutetussa tarjousmenettelyssä nopean maksukyvyn omaavien institutionaalisten sijoittajien lisäksi myös yhtiön enemmistöomistajille, sillä yhtiön enemmistöomistajat, joilla on suurin intressi määrävaltaoikeuksiensa säilyttämiseen yhtiössä, tekevät suunnatussa annissa liikkeelle laskettavista osakkeista todennäköisimmin korkeimmat tarjoukset. Mikäli osakkeista maksetaan niiden käypä hinta ja osakeannin laimennusvaikutus on vähäinen, vähemmistön on ongelmatonta hyväksyä hallituksen päätös osakkeiden suuntaamisesta.

4.4 Nopeutetun tarjousmenettelyn edut

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä yhtiöön kerättävän oman pääoman ehtoinen rahoitus parantaa yhtiön taloudellista asemaa ja toimintaedellytyksiä. Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettava suunnattu osakeanti on järjestämiskuluiltaan merkintäetuoikeusantia halvempi

melko merkityksetön, sillä vähemmistöomistajilla ei ole tosiasiallista mahdollisuutta vaikuttaa äänestystulokseen esimerkiksi hallituksen vaalissa. Koska vähemmistöllä ei ole määrävaltaa päätöksentekoon, vähemmistön oikeuksia suojataan yhdenvertaisuusperiaatteella. Vähemmistön ongelmatonta hyväksyä enemmistöperiaatteen mukainen päätöksenteko, jos vähemmistö saa yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti yhtäläiset edut kuin enemmistökin. Oikeuskirjallisuudessa Veikko Vahtera on katsonut väitöskirjassaan, että vähemmistön suoja ilmentää osakeyhtiön tehokkuusluonnetta taloudellisen organisoitumisen muotona. Ks. tästä *Vahtera 2011*, s. 96-97, jossa Vahtera tiivistää asian toteamalla, että: ”Jos vähemmistön suoja ja yhdenvertaisuusperiaatetta ei olisi olemassa, osakkeenomistajilla ei olisi kannustinta ryhtyä osakkeenomistajaksi. Näin ollen pörs-siyhtiössä korostettu heikomman (vähemmistön) suojaaminen ilmentää osakeyhtiön tehokkuusluonnetta taloudellisen organisoitumisen muotona”.

¹⁶³ Ks. *Airaksinen – Jauhiainen 2000a*, s. 15, jossa kirjoittajat kuvaavat, että: ”Markkinaehtoisessa järjestelmässä sijoittajat näyttäisivät hajauttavan sijoituksensa verrattain tehokkaasti. Tällöin yhteen yhtiöön tehtyjen sijoitusten merkitys ei ole ratkaiseva, vaan keskeistä on markkinoiden toimivuus kokonaisuutena”.

¹⁶⁴ Ks. *HE 89/1996 vp.*, s. 74.

¹⁶⁵ Ks. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 742 – 743, jossa Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho toteavat suunnatun annin suhteen, että: ”Esimerkiksi osakeannissa, jossa anti suunnataan institutionaalisille sijoittajille, ei liene perustetta sulkea annin ulkopuolelle muiden merkitsijöiden kanssa samankaltaista sijoittajaa vain sen vuoksi, että tämä on jo ennestään yhtiön osakkeenomistaja. Lisäksi tilanteissa, jossa suunnattu osakeanti on (esim. uhkaavan maksukyvyttömyyden johdosta) toteutettava hyvin nopeasti, osakeanti merkittävimille osakkeenomistajille saattaa olla varmin ja mahdollisesti ainoa keino hankkia tarvittavaa pääomaa yhtiölle. Tällaisissa tilanteissa on syytä kiinnittää erityistä huomiota painavan taloudellisen syyn perustelemiselle osakeantiehdoissa sekä sen varmistamiseen, että osakkeen merkintähinta vastaa vähintään osakkeen käypää arvoa”.

etenkin pörssiyhtiössä¹⁶⁶ ja annilla pystytään keräämään yhtiöön varoja nopeammin merkintäetuoikeyksiin verrattuna.¹⁶⁷ Kalliimmaksi merkintäetuoikeyksin tekee muun muassa osakeannin järjestäjien veloittamat palkkiot, joiden suuruus vaihtelee sen mukaan, kuinka suuresta annista on kysymys.

Verrattuna vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen, nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavalla suunnatulla osakeannilla on mahdollista kohentaa yhtiön vakavaraisuutta ja parantaa yhtiön toimintaedellytyksiä.¹⁶⁸ Tämä on monelle yhtiölle tärkeää, koska liian korkea vieraan pääoman osuus yhtiön rahoitusrakenteessa kaventaa yhtiön voitonjakomahdollisuuksia ja heikentää yhtiön houkuttelevuutta sijoituskohteena. Oman pääoman lisääminen yhtiön rahoitusrakenteessa saattaa olla myös tärkeää yhtiöllä entuudestaan olevien lainasopimusten vuoksi, sillä yhtiötä sitovien lainasopimusten kovenanteihin voi kuulua tietyn omavaraisuusasteen vaatimus.¹⁶⁹ Mikäli yhtiö ei esimerkiksi pysty täyttämään sille asetettuja velvollisuuksia tietyn omavaraisuusasteen säilyttämisestä, lainan kovenantit saattavat laukaista koron nousun tai pahimmassa tapauksessa eräännyttää koko lainan maksettavaksi.¹⁷⁰

Nopeutetun tarjousmenettelyn etuna voidaan pitää sitä, että nopeutetun tarjousmenettelyn toteuttaa yhtiöstä riippumaton osakeannin järjestäjäpankki, joka tekee esityksen hallitukselle siitä, kenelle osakkeita tarjotaan merkittäväksi, mihin hintaan osakkeita tarjotaan merkittäväksi ja miten osakeannissa liikkeeseen laskettavat osakkeet allokoidaan. Suunnatusta osakeannista päättävä hallitus ei siis valitse tarjousmenettelyyn valittavia tahoja, vaan ainoastaan hyväksyy yhtiöstä riippumattoman osakeannin järjestäjäpankin tekemän esityksen. Nopeutetun tarjousmenettelyssä suunnattavan osakeannin etuna voidaan pitää myös sitä, että tarjousmenettelyllä on mahdollista saada yhtiöön uusia kansainvälisiä sijoittajia.¹⁷¹ Mikäli osakeanti suunnataan yhtiön ulkopuolisille institutionaalisille sijoittajille ja osakkeista maksetaan niiden käypä hinta, annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien on helppo hyväksyä päätös lisärahoituksen hankinnasta suunnatulla annilla.

¹⁶⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 742.

¹⁶⁷ Tämä johtuu siitä, että OYL 9:5:n mukaan merkintäajan tulee olla auki vähintään 2 viikkoa.

¹⁶⁸ HE 11/1992 vp., s. 13.

¹⁶⁹ Ahtola 2002, s. 48.

¹⁷⁰ Ahtola 2002, s. 52.

¹⁷¹ Uusien kansainvälisten sijoittajien saamista yhtiöön on käytetty osakeannin perusteena esimerkiksi Basware Oyj:n osakeannissa. Osakeantia on perusteltu toteamalla, että: ”Merkintäetuoikeyudesta poikkeamiseen on painava taloudellinen syy, koska yhtiö lisää osakeannilla taloudellista liikkumavaraansa ja valmiuttaan mahdollisiin yritysostoihin, laajentaa osakas pohjaansa erityisesti institutionaalisilla kansainvälisillä sijoittajilla sekä saa oman pääomanehtoista rahoitusta ehdoilla (mukaan lukien aikataulu ja hinta), jotka eivät yhtiön hallituksen käsityksen mukaan olisi muutoin saatavilla” (ks. *Basware Oyj:n hallituksen pöytäkirja 4.9.2014*).

Osakeannin järjestäjäpankin päättäessä tarjouskilpailuun kutsuttavat tahot, tarjousannissa saattaa syntyä toisinaan tilanne, jossa mahdollisuus tarjouksen tekemiseen osoitetaan yhtiön ulkopuolisten sijoittajien ohella myös yhtiön hallituksen lähipiiriin kuuluvalla taholle.¹⁷² Arvioidessa sitä, toteutetaanko tällaisessa tapauksessa osakeanti kielletyllä tavalla lähipiiriin hyväksi, on kiinnitettävä erityistä huomiota osakeannin tarkoitukseen, merkintähintaan ja annin vaikutuksiin osakkaiden vaikutusvaltasuhteissa.¹⁷³

Osakeannin järjestäjäpankin rooli osakeannissa ei muutoinkaan ole ongelmaton. Osakeannin järjestäjäpankki on toimeksiantosuhteessa ainoastaan yhtiöön ja pyrkii ainoastaan yhtiön kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen.¹⁷⁴ Osakeannin järjestäjäpankin tehtävänä ei ole valvoa osakeannin järjestävän yhtiön kaikkien osakkeenomistajien etua ja hylätä tarjouksia siinä tilanteessa, jos osakkeista tarjotut merkintähinnat eivät vastaa osakkeiden käypää hintaa ja osakeannin riskinä on, että osakeanti on omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua osakkeiden merkitsijöille yhtiön vanhojen osakkeenomistajien kustannuksella. Tämä vastuu kuuluu osakeyhtiön hallitukselle, jolla on mahdollisuus hylätä osakeannin järjestäjäpankin tekemä esitys.¹⁷⁵

4.5 Kahdeksan käytännön liike-elämässä toteutettua suunnattua osakeantia, jotka on toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä

Jotta tässä tutkielmassa voitaisiin tarkastella eri yritysten nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteuttamia suunnattuja osakeanteja tarkemmin, tutkielmaan on valittu sattumanvaraisesti

¹⁷² Ks. HE 89/1996 vp., s. 74, jossa on todettu, että: ”Tarjousannissa saattaa syntyä tilanteita, joissa mahdollisuus tarjouksen tekemiseen ja osakkeiden merkintään halutaan osoittaa myös sellaiselle taholle, joka kuuluu lähipiiriin esimerkiksi siksi, että omistaa yli yhden prosentin yhtiöstä. Keskeistä sen arvioinnissa, onko tarjousanti toteutettu kielletyllä tavalla lähipiiriin hyväksi, on annin todellinen tarkoitus sekä merkintähinta ja annin vaikutukset osakkaiden vaikutusvaltasuhteissa”. Ks. myös *Pönkä 2012*, s. 368, jossa Pönkä toteaa, että: ”Lisäksi silloin, kun osakkeita annetaan yhtiön vanhoille osakkeenomistajille tai näiden lähipiiriläisille, yhdenvertaisuusperiaatetta rikotaan herkemmin kuin silloin, jos anti suunnataan osakkeenomistajista täysin riippumattomille tahoille”.

¹⁷³ Ks. HE 89/1996 vp., s. 74.

¹⁷⁴ Ks. pankin toimimisesta yhtiön lukuun *Revenio Group Oyj 25.4.2019*; *Caverion Oyj 15.6.2018*; *Robit Oyj 24.5.2017*; *SSH Communications Security Oyj 20.6.2016*; *Scanfill Oyj 15.3.2016*; *Pihlajalinna Oyj 15.12.2015* ja *Baswaren Oyj 5.9.2014*. Asia on ilmaistu esim. Scanfil Oyj:n pörssitiedotteessa toteamalla, että: ”Nordea Pankki Suomi Oyj (”Nordea”) toimii osakeannissa ainoastaan Scanfil Oyj:n eikä kenenkään muun lukuun, eikä Nordea pidä ketään muuta tahoa asiakkaanaan osakeannin yhteydessä. Nordea ei ole vastuussa kenellekään muulle kuin Scanfil Oyj:lle, eikä se anna osakeantiin tai muihin tässä viitattuihin asioihin liittyviä neuvoja”.

¹⁷⁵ Ks. OYL 1:8:n mukaisesta huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta suhteessa yhtiöön ja sen kaikkiin osakkeenomistajiin *HE 109/2005 vp.*, s. 40.

tarkastelun kohteeksi kahdeksan pörssi-yhtiötä, jotka ovat tehneet suunnatun osakeannin nopeutetussa tarjousmenettelyssä vuosien 2014 – 2019 välisenä aikana.¹⁷⁶ Helsingin pörssin päälistayhtiöiden otannasta on muodostettu taulukko 2, jossa osakeannin järjestäneet yhtiöt on listattu osakeantipäivämäärän perusteella taulukoksi.

Taulukossa 2 tarkastelun kohteena olevia seikkoja ovat osakeannin merkintähinta ja osakeannin laimennusvaikutus. Osakkeista maksettavalla merkintähinnalla ja osakeannin laimennusvaikutuksella pyritään taulukossa kuvaamaan niitä taloudellisia muutoksia, joilla suunnattu osakeanti vaikuttaa annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien omistamien osakkeiden tuottoon ja taloudelliseen arvoon. Suunnatun osakeannin ulkopuolelle jäävän osakkeenomistajan suhteellisen omistusosuuden pienentyminen vaikuttaa yhtiöstä vastaisuudessa saatavien varojen jakoon, sillä osakeannissa annettavat uudet osakkeet tuottavat lähtökohtaisesti samat oikeudet kuin vanhatkin osakkeet. Koska osakeannissa liikkeeseen laskettavilla osakkeilla on, ellei nimenomaan toisin päätetä, sama oikeus voittoon ja muihin etuihin kuin vanhoillakin (esim. täysi osinko edelliseltä vuodelta, vaikka osakeanti tapahtuisi vasta tilivuoden lopussa) ja yhtiön purkautuessa yhtäläinen oikeus jako-osuuteen, vähenee annin ulkopuolelle jäävän osakkeenomistajan osakkeita kohden suoritettava määrä sitä enemmän, mitä enemmän osakkeenomistajan omistusasema laimenee yhtiössä.¹⁷⁷

¹⁷⁶ Vuosien 2014 – 2019 valintaan vaikutti yksinkertaiset syyt. Ensinnäkin asiakirjojen hankkiminen PRH:n Virre -palvelusta onnistuu sähköisesti vuoden 2014 jälkeiseltä ajalta. Toiseksi tutkielman tarkastelujakso haluttiin kohdentaa suhteellisen vakaan kasvun aikakauteen. Esimerkiksi vuoden 2020 maaliskuusta alkanut koronapandemian aikakausi ei olisi ollut sopiva, koska kriisi on johtanut suuriin markkinaheilahteluihin pörssi osakkeiden kohdalla.

¹⁷⁷ *Caselius – Heikonen – Huttunen 1974*, s. 104 – 105. Ks. osingonmaksuun liittyvästä dilutaatiosta lisäksi *Raitio 2014*, s. 170, jossa Raitio toteaa, että: ”Jos yhtiön osinkojenmaksuun käyttämä rahamäärä pysyy ulkopuolelle suunnatun osakeannin jälkeen ennallaan, kokee vanha osakkeenomistaja käytännössä taloudellisen menetyksen, koska tämän osuus jaettavasta osinkomäärästä pienenee. Laimeneminen toteutuu myös silloin, jos osinko määräytyy per osake -tyyppisesti. Tällöinkin vanhan osakkeenomistajan osuus suhteellisesti osinkoihin käytetystä rahasta pienenee”.

Taulukko 2

Suunnatun osakeannin järjestänyt yhtiö	Päivämäärä	Tarjouksen koko ennen osakeannin järjestelypalkkioita (milj. €)	Liikkeelle laskettujen uusien osakkeiden määrä	Prosentti osuussuhteessa yhtiön aikaisempiin osakkeisiin ¹⁷⁸	Alennusprosentti suhteessa tarjoamispäivän päätöskurssiin ¹⁷⁹
Revenio Group Oyj	24.4.2019	42,3	2 350 000	9,8 %	- 4,1 %
Caverion Oyj	14.6.2018	60,0	9 524 000	7,4 %	- 6,5 %
Robit Oyj	24.5.2017	49,5	5 000 000	31,0 %	- 9,7 %
Suomen Hoivatilat Oyj	24.3.2017	31,5	3 500 000	21,6 %	- 3,4 %
SSH Communications Security Oyj	20.6.2016	8,0	2 950 000	9,4 %	- 6,2 %
Scanfil Oyj	14.3.2016	17,1	5 715 000	10,0 %	- 15,5 %
Pihlajalinna Oyj	14.12.2015	25,5	1 500 000	7,8 %	- 8,2 %
Basware Oyj	4.9.2014	43,2	1 290 000	10,0 %	- 2,9 %

Taulukossa 2 tarkasteltavat suunnatut osakeannit ovat kaikki toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä.¹⁸⁰ Taulukkoa 2 tarkastelemalla voidaan huomata, että jokaisessa taulukossa tarkasteltavassa suunnatussa osakeannissa on poikettu osakkeille pörssissä merkintäpäivänä muodostuneesta hinnasta. Taulukkoa 2 tarkastelemalla voidaan havaita, että yhtiöiden osakkeista maksetut merkintähinnat suhteessa osakkeille pörssissä muodostuneisiin päätöskurssiin ovat vaihdelleet -2,9 prosentin ja -15,5 prosentin välillä, keskimääräisen alennusprosentin ollessa noin -7 prosenttia. Osakeantien laimennusvaikutus yhtiöiden aikaisempiin osakkeisiin nähden on puolestaan vaihdellut 7,4 prosentin ja 31,0 prosentin välillä, keskimääräisen laimennusvaikutuksen ollessa noin 13,4 prosenttia.

¹⁷⁸ Taulukossa ilmoitetut prosentit on ilmoitettu prosentin kymmenysoosan tarkkuudella.

¹⁷⁹ Taulukossa ilmoitetut prosentit on ilmoitettu prosentin kymmenysoosan tarkkuudella.

¹⁸⁰ Ks. *Revenio Group Oyj 25.4.2019; Caverion Oyj 15.6.2018; Robit Oyj 24.5.2017; Suomen Hoivatilat Oyj 24.3.2017; SSH Communications Security Oyj 20.6.2016; Scanfill Oyj 15.3.2016; Pihlajalinna Oyj 15.12.2015 ja Basware Oyj 5.9.2014.*

Taulukossa 2 tarkasteltavia merkintähintoja ei olla hallitusten pöytäkirjoissa tarkasti perusteltu, vaan osakkeille asetettuja merkintähintoja on perusteltu ainoastaan viittaamalla nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja toteamalla, että merkintähinta vastaa yhtiön hallituksen käsityksen mukaan osakkeen käypää arvoa.¹⁸¹ Myöskään osakeanteja koskeissa pörssitiedoissa osakkeista maksettavaa merkintähintaa ei ole tarkasti perusteltu, vaan osakkeille asetettu merkintähinta on ilmoitettu kaikessa yksinkertaisuudessaan vertaamalla osakkeiden merkintähintaa suhteessa yhtiön osakkeille kaupankäynnissä viimeksi muodostuneeseen päätöskurssiin tai jättämällä vertailu tekemättä.¹⁸² Scanfil Oyj:n tapauksessa osakkeiden merkintähinta on kuitenkin ilmoitettu vertaamalla osakkeiden merkintähintaa osakkeista valitulla aikajaksolla maksettuihin hintoihin. Asia on ilmaistu Scanfil Oyj:n toimesta toteamalla, että osakkeiden merkintähinta on 9,9 prosenttia alempi kuin yhtiön osakkeen kaupankäyntimäärillä painotettu keskikurssi osakeannin julkistamista edeltävältä kuukaudelta.¹⁸³ Hinnan ilmoittamistavalla, jossa verrataan osakkeille asetettua merkintähintaa tietyllä aikavälillä painotettuun keskikurssiin, on ilmeisesti pyritty luomaan mielikuva suunnatussa annissa annetun alennuksen pienuudesta. Scanfil Oyj:n pörssitiedotteessa ilmoitettu 9,9 prosentin alennus verrattuna yhtiön osakkeen kaupankäyntimäärillä painotettuun keskikurssiin olisi voitu ilmoittaa myös toteamalla osakkeiden merkintähinnan olevan 15,5 prosenttia alhaisempi merkintäpäivän päätöskurssiin verrattuna.

¹⁸¹ Ks. *Revenio Group Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.4.2019* osakeannin ehdot liite, jossa todettiin tarjousmenettelyssä muodostunut merkintähinta ja, että merkintähinta vastaa hallituksen käsityksen mukaan osakkeiden käypää arvoa; *Caverion Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.6.2018*, s. 3, jossa todettiin merkintähinnan perustuvan nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja vastaavan hallituksen käsityksen mukaan käypää arvoa; *Robit Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.5.2017*, s. 1, jossa todettiin merkintähinnan perustuvan nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja vastaavan hallituksen käsityksen mukaan käypää arvoa; *Suomen Hoivatilat Oyj:n hallituksen pöytäkirja 23.3.2017*, s. 2, jossa todettiin hinnan määrittämisen perustuvan tarjousmenettelyssä vastaanotettuihin tarjouksiin (huom. pöytäkirjassa ei todettu käyvää hinnasta mitään); *SSH Communications Security Oyj:n hallituksen pöytäkirja 20.6.2016* suunnatun osakeannin ja osakepääomakorotuksen ehdot liite, jossa todettiin merkintähinnan perustuvan nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja vastaavan hallituksen käsityksen mukaan käypää arvoa; *Scanfill Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.3.2016*, s. 2, jossa todettiin merkintähinnan perustuvan nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja vastaavan hallituksen käsityksen mukaan käypää arvoa; *Pihlajalinna Oyj:n hallituksen pöytäkirja 14.12.2015* osakeannin ehdot liite, jossa todettiin merkintähinnan perustuvan nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja vastaavan hallituksen käsityksen mukaan käypää arvoa ja *Baswaren Oyj:n hallituksen pöytäkirja 4.9.2014*, s. 1, jossa todettiin merkintähinnan perustuvan nopeutettuun tarjousmenettelyyn ja vastaavan hallituksen käsityksen mukaan osakkeen markkina-arvoa.

¹⁸² Osakkeille asetettua merkintähintaa on verrattu pörssikurssiin Revenio Oyj:n toimesta (ks. *Revenio Group Oyj 25.4.2019*), Caverion Oyj:n toimesta (ks. *Caverion Oyj 15.6.2018*) ja Suomen Hoivatilat Oyj:n toimesta (ks. *Suomen Hoivatilat Oyj 24.3.2017*). Osakkeiden hintaa ei ole verrattu mihinkään SSH Communications Security Oyj:n toimesta (ks. *SSH Communications Security Oyj 20.6.2016*) eikä Basware Oyj:n toimesta (ks. *Basware Oyj 5.9.2014*). Osakkeiden hintaa ei ole verrattu mihinkään myöskään Robit Oyj:n toimesta (ks. *Robit Oyj 24.5.2017*) eikä Pihlajalinna Oyj:n toimesta (ks. *Pihlajalinna Oyj 15.12.2015*), mutta näiden yhtiöiden osalta on tiedotettu, että yhtiön pääomistajat ovat osakeannin yhteydessä myyneet osakkeita merkintähinnan kanssa yhdenmukaisella hinnalla.

¹⁸³ Ks. *Scanfill Oyj 15.3.2016*.

Edellä Scanfil Oyj:n järjestämän osakeannin tiedottamisessa käytetty tarkastelutapa, jossa merkintähintaa ei ole verrattu osakkeiden tarjoamispäivän päätöskurssiin, vaan yhtiön osakkeista valitulla aikajaksolla aikaisemmin maksettuihin keskihintoihin herättää kysymyksen siitä, voitaisiinko osakkeiden käyväksi arvoksi katsoa pörssissä osakkeille viimeisimpänä muodostuneen päätöskurssin sijaan osakkeiden keskimääräinen arvo tietyn ajanjakson aikana. Kysymys on osakkeenomistajien oikeuksien kannalta hyvin keskeinen, sillä käyvän hinnan avulla vähemmistön on mahdollista arvioida enemmistön ja johdon toimia yhtiössä.¹⁸⁴

4.6 Osakkeiden käyvän hinnan määrittely

Osakkeen käyvän hinnan määrittelyssä on olennaista tiedostaa, että pörssikurssi kuvaa osakkeen kysyntää ja tarjontaa pörssissä, jossa niin myyjät kuin ostajat pyrkivät voitontavoittelutarkoituksessa välttämään erehtymistä osakkeen oikeasta arvosta.¹⁸⁵ Osakkeen markkina-arvoon pörssissä vaikuttavat yhtiön taloudellisen aseman ohella odotukset yhtiön tulevaisuudesta sekä käsitykset yhtiön osakkeiden kysynnästä ja tarjonnasta tulevaisuudessa.¹⁸⁶ Osakkeen pörssikurssi ei myöskään perustu yksittäisen sijoittajan näkemykseen osakkeen käyvästä hinnasta, vaan pörssikurssi muodostuu lukuisten sijoittajien kysynnän ja tarjonnan mukaan, ja kuvaa näin ollen parhaalla mahdollisella tavalla markkinoilla vallitsevaa käsitystä osakkeen oikeasta arvosta.¹⁸⁷ Helsingin pörssissä muodostuva päätöskurssi eroaa myös

¹⁸⁴ Ks. *Airaksinen – Jauhiainen 2000a*, s. 15, jossa kirjoittajat toteavat, että: ”Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeelle voidaan pörssikurssin perusteella määritellä suhteellisen luotettava käypä hinta. Se on objektiivisempi kuin muut arvostusmenetelmät, koska se ei perustu vain yhden henkilön käsitykseen osakkeen arvosta. Tätä arvoa ja sen kehitystä voidaan käyttää hyväksi arvioitaessa yhtiön toimenpiteiden vaikutusta vähemmistöosakkaiden asemaan. Esimerkiksi käypään hintaan tapahtuva yhtiön omien osakkeiden hankinta, suunnattu osakeanti tai osakkeiden lunastus eivät tyyppitapauksessa loukkaa yhtiön osakkaan asemaa riippumatta siitä, osallistuiko tämä menettelyyn vai ei. Jos julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakekurssi antaa jatkuvasti parhaan käytettävissä olevan tiedon osakkeen käyvästä hinnasta, voi olla mahdollista keventää niitä yhtiöoikeudellisia mekanismeja, joita erilaisiin yhtiöoikeudellisiin transaktioihin on osakkaiden suojaamisen tarkoituksessa liitetty. Perinteiset yhtiöoikeudelliset suojamekanismit, kuten erilaiset määränemistö- ja muut muotovaatimukset, vaikkeuttavat usein sellaisten menettelyjen toteuttamista, joissa suhteellisen tehokkaiden markkinoiden olemassaolo pitkälti takaisi osakkaiden oikeuksien suojaamisen”.

¹⁸⁵ Ks. *Kaisanlahti 2002*, s. 87, jossa Kaisanlahti toteaa, että: ”Pörssikurssi perustuu kysyntään ja tarjontaan markkinapaikalla, jossa niin myyjät kuin ostajat pyrkivät voitontavoittelussaan välttämään erehtymistä osakkeen oikeasta arvosta. Tällöin markkinahinta irtaantuu subjektiivisesta näkökulmasta; lukuisten sijoittajien kysynnän ja tarjonnan kautta syntyvä markkinahinta on näin aina objektiivisempi kuin yksittäisen sijoittajan käsitys ”oikeasta” arvosta. Taloustieteen nobelisti Paul A. Samuelson tiivistää osuvasti: ”— no other estimate of intrinsic values is likely to be more accurate than what buyers and sellers agree on the marketplace.” Kulloinenkin pörssikurssi kuvaa myös viimeksi toteutunutta Pareto-tehokasta muutosta, jossa myyjä vapaaehtoisesti siirtää osakkeensa omistuksen ostajalle hyväksymällä kauppahinnalla”.

¹⁸⁶ *KM 1990:44*, s. 40.

¹⁸⁷ Ks. *Kaisanlahti 2002*, s. 87.

pörssipäivän aikana tapahtuvista hinnanvaihteluista siinä mielessä, että päätöskurssi ei muodostu viimeisimmän kaupan mukaan, vaan pörssissä klo 18.20 – 18.30 pidettävä päätöshuutokauppa turvaa osakkeille vapaassa vaihdannassa muodostuvaa käypää hintaa siten, ettei pörssipäivän lopussa tehty yksittäinen osakekauppa pääse vääristämään päätöskurssia.

Toisin kuin osakkeille kaupankäynnissä muodostunut viimeisin päätöskurssi, osakkeista aikaisemmin maksetut osto- ja myyntihinnat eivät kuvasta sijoittajien parasta ja viimeisimpään informaatioon perustuvaa arviota osakkeiden käyvästä hinnasta, eivätkä aikaisemmat osto- ja myyntihinnat siten tarjoa tarkinta kuvaa osakkeiden todellisesta arvosta vaihdannassa. Esimerkkinä aikaisemman informaation käyttökelvottomuudesta osakkeen oikeaa arvoa määrittäessä voidaan mainita esimerkki, jossa osakeyhtiö antaa positiivisen tulosvaroituksen. Positiivinen tulosvaroitusta vaikuttaa osakkeen arvoon tyypillisesti kohottaen osakkeiden arvostustasoa jälkimarkkinoilla. Jos osakkeiden uusanti tehtäisiin ennen positiivista tulosvaroitusta vallinneesta arvostustasosta, pohjautuisi osakkeen arvonmäärittely vajavaiseen tietoon ja osakkeen arvostustaso olisi siten väärä. Edellä mainitusta syystä, osakeanneissa maksettuja merkintähintoja tulee verrata lähtökohtaisesti osakkeille ennen antia muodostuneeseen pörssikurssiin, joka kuvastaa osakkeiden käypää arvoa vaihdannassa.¹⁸⁸

Vaikka osakkeiden lähtökohtaisena käypänä hintana tulee pitää lähtökohtaisesti osakkeille pörssissä muodostunutta hintaa, poikkeamista pörssissä osakkeille muodostuneesta kaupankäyntikurssista voidaan pitää perusteltuna, jos yhtiön suurten osake-erien kauppohen hintataso poikkeaa osakkeille pörssissä noteeratusta pörssikurssista.¹⁸⁹ Esimerkiksi taulukossa 2 tarkastellun Robit Oyj:n osakeannin yhteydessä yhtiön suurin osakkeenomistaja Five Alliance Oy ilmoitti myyvänsä 2 000 000 osaketta samalla hinnalla, mikä osaltaan puoltaa käsi-

¹⁸⁸ Ks. tässä esitetyn argumentaation kanssa yhtenevästi mm. *Vahtera 2011*, s. 251, jossa Vahtera on todennut, että: ”OYL 9:4:ssä edellytetään, että hyväksyttävyyden arvioinnissa kiinnitetään huomio osakkeen käyvän hinnan ja merkintähinnan suhteeseen. Jos suunnatun annin tarkoituksena on kerätä ainoastaan pääomaa nykyisten osakkeenomistajien ollessa kykenemättömiä sitä riittävästi antamaan, on arvioitava yleensä pörssikurssin ja merkintähinnan välistä suhdetta. Pörssi-yhtiön osakkeenomistajia suojaa osakkeen markkinahinta silloin, jos osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketaan”.

¹⁸⁹ Ks. *Mähönen – Villa 2012*, s. 294, jossa Mähönen ja Villa toteavat, että: ”Osakkeen markkinahinta on ollut yleisin ja jo lähes vakiintunut hinnoittelutapa julkisen kaupankäynnin kohteena olevassa yhtiössä. Tästä markkinahinnasta voidaan poiketa vain erityisistä syistä. Markkinahinnasta poikkeavaan osakkeen käyvän hinnan määrittämisen vaikuttavana seikkana pidetään tyypillisesti yksittäisistä osakkeista maksettuja korkeampia hintoja sekä erityisesti suurten osake-erien kauppohen hintatasoa”. Ks. myös *Mäntysaari 2002*, s. 401, jossa Mäntysaari toteaa viittaamalla HE 11/1992 vp, OYL 4:4:n perusteluihin, että: ”Osakkeen merkintähinnan ensisijaisena vertailuperusteena voidaan pitää vapaassa vaihdannassa muodostunutta kaupantekokurssia. Muitakin seikkoja voidaan ottaa huomioon, jos tällaista arvoa ei ole tai tämän arvon ei voida katsoa antavan oikeaa kuvaa osakkeiden käyvästä arvosta”.

tystä siitä, että osakkeiden merkintähinta suunnatussa annissa vastasi todennäköisesti osakkeiden käypää hintaa.¹⁹⁰ Sama tilanne oli myös Pihlajalinna Oyj:n osakeannin kohdalla. Pihlajalinna Oyj:n suunnatun osakeannin yhteydessä yhtiön suurin osakkeenomistaja Sentica¹⁹¹ ilmoitti myyvänsä 1 500 000 osaketta samanaikaisesti ja samalla hinnalla, mikä myös puoltaa käsitystä siitä, että osakkeiden merkintähinta vastasi osakeannissa osakkeiden käypää hintaa.¹⁹²

4.7 Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun yhteensovittaminen suunnatussa osakeannissa

Tarkastellessa taulukkoa 2 herää kysymys siitä, miksi nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuissa suunnatuissa osakeanneissa on poikettu pörssissä osakkeille viimeksi muodostuneista kaupankäyntikursseista, jotka kuvaavat lähtökohtaisesti parhaalla mahdollisella tavalla sijoittajien parasta käsitystä osakkeiden oikeasta arvosta.¹⁹³ Nähdäkseni vielä olennaisempaa on kuitenkin kysyä, oikeuttaako yhtiön etu käyvästä merkintähinnasta poikkeamiseen, vai onko käyvästä hinnasta poikkeaminen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena kielletty? Kysymyksellä on myös tämän tutkielman kannalta keskeinen rooli, sillä jos osakkeiden käyvästä hinnasta poikkeaminen ei ole sallittua lisävarallisuuden hankintatilanteissa, taulukossa 2 tarkasteltavissa suunnatuissa osakeanneissa on poikettu osakeyhtiölaissa suunnatuille osakeanneille asetetuista edellytyksistä.

Kuten edellä tässä tutkielmassa on käynyt ilmi, yhtiön etu oikeuttaa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen, jos tämä etu on taloudellisesti tarpeeksi painava. Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen oikeuttava painava taloudellinen syy, ei kuitenkaan tee osakeannista automaattisesti yhdenvertaisuusperiaatteen mukaista. OYL 9:4.1:ssä edellytetään, että osakeannin hyväksyttävyyden arvioinnissa kiinnitetään myös huomiota osakkeen käyvän hinnan ja merkintähinnan suhteeseen.¹⁹⁴

¹⁹⁰ Ks. tästä *Robit Oyj:n hallituksen pöytäkirja 24.5.2017*, s. 2 ja *Robit Oyj 24.5.2017*, s. 19.

¹⁹¹ Sentica tässä Sentica Buyout III Ky ja Sentica Buyout III Co-Investment Ky yhdessä.

¹⁹² Ks. *Pihlajalinna Oyj 15.12.2015*.

¹⁹³ Vaikka tässä esitettyyn kysymykseen ei ole olemassa kaikenkattavaa vastausta todettakoon, että nähdäkseni nopeutetuissa tarjousmenettelyissä pyydettyjä tarjouksia rasittaa aina sijoittajien halu saada hieman alennusta osakkeille viimeksi pörssissä noteeratusta hinnasta, eiväthän sijoittajat halua tehdä tarjouksia ylikurssiin siitä hinnasta, millä sijoittajat voivat ostaa osakkeita vapailta markkinoilta.

¹⁹⁴ Ks. *Huttunen 2005*, s. 166, jossa Huttunen toteaa, että: ”Suunnatussa annissa saatava osakkeen merkintähinta ei sinänsä kuulu yhtiön kannalta painavaan taloudelliseen syyhyn mutta on tähän vääjäämättömässä kohdan yhteydessä. Suunnatun annin asianmukaisuutta harkittaessa on merkintähinta aina otettava huomioon”.

Kysymys alihintaisen suunnatun osakeannin hyväksyttävyydestä on äärimmäisen haastava, sillä yhdenvertaisuusperiaatteen käytännön soveltamisen näkökulmasta kaikista vaikeimpia tilanteita eri oikeustoimien osalta ovat ne, joissa yhdenvertaisuutta loukkaavaksi koetulle menettelylle voidaan esittää liiketaloudellisesti hyväksyttävä peruste.¹⁹⁵ Kysymykseen vastatessa on myös huomattava, että yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen tilannesidonnaisuudesta johtuen kaikki vastaukset asiassa tulevat liikkumaan jossain määrin abstraktilla alueella.¹⁹⁶ Olennaista nähdäkseni on kuitenkin huomata, että suunnatun maksullisen osakeannin hyväksyttävyyttä on arvosteltava samalla tavalla kuin suunnatun maksuttoman osakeannin hyväksyttävyyttä.¹⁹⁷ Lisäksi olennaista on tiedostaa, että suunnatuissa osakeanneissa joudutaan poikkeamaan aina osakkeenomistajien täydellisen yhdenmukaisesta kohtelusta. Mikäli OYL 1:7:n ensimmäistä virkettä tulkittaisiin tiukasti, edellyttäisi se, että osakeannissa tarjottaisiin aina kaikille osakkeenomistajille merkintäoikeus. Koska OYL 1:7:n ensimmäisestä virkkeestä ei voida suunnatussa osakeannissa pitää säännönmukaisesti kiinni, suunnatun osakeannin hyväksyttävyyden tarkastelu kiinnittyy nähdäkseni ensisijaisesti OYL 1:7:n toiseen virkkeeseen, jonka mukaan yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä jännitettä ei voida ratkaista kaikissa tilanteissa samalla tavalla. Yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen arvioinnissa on tilannekohtaisesti ratkaistava, miten yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen keskinäinen suhde

Selvää kuitenkin on, että merkintähinnan arviointi on tehtävä samoin kuin painavan taloudellisen syyn arviointi. Ks. tästä *Mäntysaari 2002*, s. 400, jossa Mäntysaari toteaa, että: ”Jos osakkeen merkintähinta alittaa osakkeen käyvän arvon ilman, että siihen olisi yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä, merkintäetuoikeudesta poikkeamisen aineelliset edellytykset eivät täyty merkintähinnan osalta. Käyvän arvo alittaminen ei ole silloin tarpeen yhtiön kannalta hyväksyttävän tarkoituksen saavuttamiseksi”.

¹⁹⁵ Ks. *Pönkä 2012*, s. 371, jossa Pönkä kuvaa asiaa todeten, että: ”Edellä esitetyn perusteella voidaan yhteenvedonomaaisesti todeta, että maksulliseen suunnattuun osakeantiin liittyvän painavan taloudellisen syyn edellytys pitää sisällään vaatimuksen toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamisesta. Näistä kahdesta vaatimuksesta yhdenvertaisuusperiaate nousee problemaattisemmaksi, koska suunnatut maksulliset osakeannit täyttävät käytännössä aina toiminnan tarkoituksen vaatimuksen”.

¹⁹⁶ Ks. *Pönkä 2013b*, s. 2016, jossa Pönkä toteaa, että: ”Toiseksi on muistutettava, että yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun välistä suhdetta koskevassa keskustelussa joudutaan väistämättä liikkumaan melko abstraktilla tasolla. Osakeyhtiöiden päätöksentekotilanteiden moninaisuudesta johtuen on luonnollisesti mahdollista määrittää tarkkoja kriteerejä sille, milloin jonkin toimen on yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välisessä punninnassa katsottava tuottavan OYL 1:7:ssä tarkoitettua epäoikeutettua etua”.

¹⁹⁷ Ks. *Pönkä 2012*, s. 367 ja 374; *Laine 2016*, s. 280 ja *Pönkä 2017b*, s.127.

eri oikeustoimien osalta jakautuu.¹⁹⁸ Suunnattujen osakeantien kohdalla tämä tarkoittaa sitä, että arviointi tulee tehdä viime kädessä eri suuntiin osoittavia seikkoja kokonaisuutena punnitsemalla.¹⁹⁹ Konkreettisen vastauksen löytämiseksi voidaan tällöin kysyä, miten yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen ristiriita on ratkaistava silloin, kun osakkeenomistaja kokee yhtiön edun mukaisen toimen loukkaavan hänen yhdenvertaisuuttaan (toisin sanoen hänen henkilökohtaista etuaan) suhteessa muihin osakkeenomistajiin.²⁰⁰

Vaihtoehtoiset näkökulmat edellä mainitun kysymyksen tarkasteluun on tiivistetty nähdäkseni parhaiten Ville Pöngän vuonna 2013 julkaisemassa artikkelissa: Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Pönkä on yhtiön etua ja yhdenvertaisuutta oikeuskirjallisuudessa käsitellessään tiivistänyt vaihtoehtoiset suhtautumistavat toteamalla, että: ”Pohjoismaiden oikeuskirjallisuudessa vaikuttaisi vallitsevan kaksi erilaista käsitystä siitä, miten yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön edun (tai liiketaloudellisen perusteltavuuden) välinen jännite olisi ratkaistava. Yhtäältä on katsottu, että yhtiön tarkoituksen ollessa voiton tuottaminen kaikille osakkeenomistajille, yhdenvertaisuusperiaatteen (toisin sanoen yksittäisen osakkeenomistajan individuaalisten preferenssien) on väistyttävä, jos yhtiön tekemä päätös tai muu toimenpide tähtää kaikkien osakkeenomistajien taloudellisen hyödyn maksimointiin. Toisaalta on korostettu, ettei yhtiön etua voida asettaa kategorisesti yhdenvertaisuusperiaatteen edelle, koska käytännössä tämä tarjoaisi enemmistöosakkeenomistajille ja johdolle mahdollisuuden perustella vähemmistön syrjimistä heppoisin perusteluin: monessa tilanteessa on varsin helppo näyttää, että yhdenvertaisuutta loukkaavaksi väitetty päätös tai muu toimenpide on pitkällä aikavälillä ainakin näennäisesti omiaan edistämään osakkeenomistajien yhteistä intressiä”.²⁰¹

¹⁹⁸ Ks. samansuuntaisesti *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012*, s. 66, jossa kirjoittajat ovat ilmaisseet asian toteamalla, että: ”Yhdenvertaisuusperiaate ja ”yhtiön kannalta painava taloudellinen syy” voivat toisinaan yksistään ratkaisun pohjaksi ottaessa johtaa eri tuloksiin. Tällaisessa tilanteessa on tapauskohtaisesti harkittava, kummalle niistä on annettava etusija”.

¹⁹⁹ Ks. KKO 2018:19 ratkaisun perusteluiden kohta 32, jossa todetaan, että: ”Kysymystä siitä, onko suunnattu osakeanti loukannut osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, on tulkinnanvaraisissa tilanteissa arvioitava viime kädessä eri suuntiin osoittavia seikkoja kokonaisuutena punnitsemalla. Osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja on arvioitava osakeyhtiöoikeudellisesti siltä kannalta, mitä lähinnä taloudellisia seurauksia päätöksellä on heille yhtiön osakkeenomistajina”.

²⁰⁰ *Pönkä 2013b*, s. 215.

²⁰¹ *Pönkä 2013b*, s. 216.

Jos osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu asetetaan yhtiön edun edelle suunnatussa osakeannissa, yhdenvertaisuusperiaate estää lisävarallisuuden hankintaan käytetyt alihintaiset suunnatut osakeannit, koska suunnatun annin alihintaisuus tuottaa lähtökohtaisesti osakkeiden merkitsijöille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan.²⁰² Jos suunnatun osakeannin arvioinnissa painotetaan taas yhtiön etua, tarpeeksi painava yhtiön etu voi oikeuttaa poikkeamaan osakkeenomistajien yhdenmukaisesta kohtelusta niissä tilanteissa, joissa yhtiön voitontuottamiskyvyn paraneminen pystyy objektiivisesti arvioituna kompensoimaan alihintaisen suunnatun osakeannin haitat.²⁰³

Koska osakeyhtiölaki ei kategorisesti edellytä osakkeiden merkintähinnan vastaavan osakkeiden käypää hintaa, vaan sallii osakkeiden suuntaamisen jopa kokonaan maksutta, yhtiön etu käy suunnatussa osakeannissa yhdenvertaisuusperiaatteen edelle.²⁰⁴ Käyvästä hinnasta poikkeaminen suunnatun osakeannin kohdalla voi siis olla hyväksyttävää, jos suunnattu anti on kokonaisarvioinnilla arvioiden kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.²⁰⁵ Olennaista merkintähinnan ja koko suunnatun osakeannin hyväksyttävyyden arvioinnissa ei nähdäkseni tällöin ole se, että kaikkia osakkeenomistajia kohdellaan yhdenmukaisesti, vaan se, ettei kenenkään osakkeenomistajan taloudellinen tilanteen voida olettaa suunnatun osakeannin seurauksena heikentyvän.²⁰⁶

²⁰² Ks. *HE 109/2005 vp.*, s. 40, jossa tiettyä osakkeenomistajaa suosiva hinnoittelu suunnatussa osakeannissa on mainittu nimenomaisena esimerkkinä yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisesta. Ks. myös *HE 109/2005 vp.*, s. 103, jossa todetaan, että: ”Yhtiölle osakkeista tulevalla vastikkeella on keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, koska suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan. Tämän vuoksi momentin toisessa virkkeessä säädetään nimenomaisesti, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota merkintähinnan ja osakkeen käyvän hinnan suhteeseen”.

²⁰³ Ks. yhtiön edun ensisijaisuudesta *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 743, jossa kirjoittavat toteavat, että: ”Riittävän painavan taloudellisen syyn käsillä ollessa alihintainen suunnattu osakeanti on kuitenkin selkeästi sallittu”.

²⁰⁴ Ks. *HE 109/2005 vp.*, s. 103, jossa kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua maksuttomassa suunnatussa osakeannissa perusteellaan toteamalla, että: ”Säännös korostaa sitä, että tällainen anti voi tulla kysymykseen vain niissä erityistapauksissa, joissa anti näennäisestä vastikkeettomuudestaan huolimatta on kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen”.

²⁰⁵ Ks. vastaavasti *Mähönen – Villa 2012*, s. 292, jossa Mähönen ja Villa katsovat, että: ”Koska suunnattu osakeanti vaikuttaa yleensä osakkeenomistajien välisiin suhteisiin, painavan taloudellisen syyn vaatimus kytkeytyy yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7) soveltamiseen. Yhdenvertaisuudesta poikkeaminen voi olla suunnatun osakeannin kohdalla perusteltua, jos osakeanti on kokonaisuutena arvioiden kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukaista. Näin painavan taloudellisen syyn arviointi on tehtävä konkreettisesti ottamalla huomioon yhdenvertaisuusperiaate”.

²⁰⁶ Ks. tässä argumentoidun kannanoton kanssa yhtenevästi *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018*, s. 44, jossa kirjoittajat kuvaavat yhdenvertaisuusperiaatteen arviointia toteamalla, että: ”Olennaista useissa yhdenvertaisuutta koskevissa arvioinneissa on, että päätös on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etujen mukainen ja että yhtiön osakkeenomistajien taloudellinen asema pysyy muuttumattomana tai että se paranee mahdollisimman tasaisesti. (tässä kirjoittajilla alaviite 57, jossa todetaan, että: Edellytyksenä ei luonnollisesti ole

Arvioitaessa kokonaisuutena suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä, arvioinnissa tulee kiinnittää huomiota siihen, onko merkintäetuoikeudesta poikkeaminen välttämätöntä, vai saataisiinko vastaava hyöty osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta vähemmän rasittavalla tavalla.²⁰⁷ Lisäksi huomiota tulee kiinnittää siihen, kompensoiko yhtiön voitontuottamiskyvyn pitkän aikavälin vahvistuminen annin ulkopuolelle jääviä osakkeenomistajia.²⁰⁸ Tätä arvioi-
dessa tulee kiinnittää huomiota osakkeiden merkintähinnan ja käyvän hinnan väliseen suhteeseen, annettavien osakkeiden määrään sekä siihen, mikä on annin tosiasiallinen käyttötarkoitus.²⁰⁹

Jos lisävarallisuuden hankkiminen yhtiöön suunnatulla osakeannilla on paras yhtiön käytössä olevista varojen hankintavaihtoehdoista, eikä esimerkiksi yhdenvertaisuusperiaatetta vähemmän rasittavan merkintäetuoikeusannin järjestäminen ole realistinen vaihtoehto,²¹⁰ yhdenvertaisuusperiaatteen tulee väistyä yhtiön edun tieltä.²¹¹ Tämä johtuu siitä, että mikäli

se, että jälkikäteen voitaisiin esim. pörssikurssien kehityksestä päätellä taloudellisen aseman parantuneen; keskeistä on se, että päätös ”on omiaan” johtamaan tekstissä tarkoitettuun taloudellisen aseman parantumiseen tai vähintään pysymiseen ennallaan.) Esimerkiksi suunnatussa osakeannissa olennaista on, yhtiön edun lisäksi, osakkeen antaminen käypään hintaan, sillä alihintainen anti merkitsee niiden osakkeenomistajien aseman heikentämistä, jotka eivät voi merkitä osakkeita. Toisaalta suunnattu anti on OYL:ssa tehty mahdolliseksi toteuttaa jopa kokonaan ilman vastiketta, mikäli tälle on erityisen painava taloudellinen syy, mikä edelleen alleviivaa yhdenvertaisuusperiaatteen taloudellista luonnetta”.

²⁰⁷ Ks. *Pönkä 2012*, s. 366–367, jossa Pönkä kuvaa, että: ”Suunnatun osakeannin tarkoittaessa osakkeiden yhdenvertaisen kohtelun vaatimuksen sivuuttamista, painavan taloudellisen syyn täyttymisen on katsottava edellyttävän, ettei vastaavaan lopputulokseen päästä osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta vähemmän rasittavalla tavalla. Jos kyse on siis esimerkiksi puhtaasti ylimääräisen varallisuuden hankkimisessa, osakeannin suuntaaminen on mahdollista vain, jos osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden noudattaminen ei ole realistinen vaihtoehto. Silloin, kun yhtiöllä on käytettävissään yhtiön – ja viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien – kannalta yhtä hyvään lopputulokseen johtavia rahoituksenhankintatapoja, osakeannin suuntaamisesta tulisi pidättäytyä”.

²⁰⁸ Ks. *Pönkä 2012*, s. 371, jossa Pönkä kuvaa, että: ”Arvioitaessa suunnatun maksullisen osakeannin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuutta on huomiota kiinnitettävä ensinnäkin siihen, onko merkintäetuoikeudesta poikkeaminen ylipäätänsä välttämätöntä vai voitaisiinko vastaava hyöty saavuttaa osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta vähemmän rasittavalla tavalla sekä siihen, kompensoiko yhtiön voitontuottamiskyvyn vahvistuminen pitkällä tähtäyksellä annin ulkopuolelle jääviä osakkeenomistajia kohtaavan menetyksen. Tätä arviointia tehtäessä on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeiden merkintähinnan ja käyvän hinnan väliseen suhteeseen, annettavien osakkeiden määrään, siihen, kenelle anti suunnataan sekä siihen, mikä on annin tosiasiallinen käyttötarkoitus”.

²⁰⁹ *Pönkä 2012*, s. 371.

²¹⁰ Osoituksena merkintäetuoikeusannin käyttökeltvottomuudesta voidaan pitää esimerkiksi sitä, ettei yhtiö aikaisemmin järjestämällä merkintäetuoikeusanneilla ole kyetty keräämään yhtiöön riittävää määrää lisävarallisuutta.

²¹¹ Ks. *Caselius – Heikonen – Huttunen 1974*, s. 105, jossa kirjoittajat kuvaavat, että: ”Vaikka osakepääomaa korottaessa on muistettava osakkeenomistajien samanarvoisuuden periaate, ei siitä voida pitää kiinni aivan orjallisesti. Yhtiön etu käy osakkeenomistajan yksityisen edun edellä”.

näin ei olisi, yhtiö joutuisi todennäköisesti ottamaan hyvin korkeakorkoista lainaa ja/tai supistamaan toimintojaan, mitä ei ole pidettävä mielekkäänä yhtiön voitontuottamistarkoituksen kannalta.

Vaikka yhtiön etu voitaisiin edellä todetulla tavalla nähdä ristiriitatilanteissa ensisijaisena yhdenvertaisuusperiaatteeseen nähden, ei yhdenvertaisuusperiaatetta voida osakeannin hyväksyttävyyсарvioinnissa kevyin perustein sivuuttaa. Liiketoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa ei tarkoita sitä, että yhtiön on tarkoitus palvella vain sen enemmistön etuja.²¹² Yhdenvertaisuusperiaate suunnatussa osakeannissa edellyttää, että osakkeista on lähtökohteisesti maksettava aina niiden käypä hinta ja ainoastaan niissä poikkeustapauksissa, missä osakeantia voidaan alennuksesta huolimatta pitää kaikille osakkeenomistajille aidosti edullisena, osakkeista maksettava merkintähinta voi alittaa käyvän hinnan.²¹³ Jotta alihintainen suunnattu osakeanti olisi sallittu, osakeannista päätettäessä on pystyttävä objektiivisesti arvioituna luottamaan siihen, että osakeanti palvelee selkeästi kaikkien osakkeenomistajien kollektiivista etua (OYL 1:5:n voitontuottamistarkoitusta) ja pystyy kompensoimaan annin ulkopuolelle jääville osakkeenomistajille osakeannista koituvat haitat.²¹⁴ Jos suunnatun annin tarkoituksena on kerätä ainoastaan pääomaa nykyisten osakkeenomistajien ollessa kykenemättömiä sitä riittävästi antamaan, osakeannin hyväksyttävyyden arvioinnissa on arvioitava huolellisesti pörssikurssin ja merkintähinnan välistä suhdetta.²¹⁵ Osakkeenomistajia suojaava pörssiyhtiössä oletettava pörssikurssista osakkeiden käypänä arvona.²¹⁶

²¹² Ks. *Koskinen – Saukkonen – Herranen 1986*, s. 58, jossa kirjottajat kuvaavat, että: ”Yhtiön ei ole tarkoitus palvella vain enemmistön etuja. Tämän periaatteen noudattamisella on suuri merkitys etenkin sellaisissa yhtiöissä, joissa osakkeenomistajat jakautuvat selvästi kahteen tyyppiin: päätösvaltaa käyttäviin ja pääomasijoituksen tehneisiin”.

²¹³ Ks. *Vahtera 2011*, s. 252, jossa Vahtera toteaa, että: ”Suunnatun annin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuus on ensi sijassa osakeomistukseen kohdistuvien taloudellisten vaikutusten perusteella. Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuus voi ilmetä suunnatun annin osalta useiden erilaisten taloudellisten seikkojen perusteella. Suunnattu anti voi olla sen avulla saavutettavan toimintakyvyn paranemisen nähden huomattavan laaja taikka sen ehdot muutoin olla osakkeenomistajan etuja loukkaavia. Loukkaavat edut liittyvät tyypillisesti siihen, että osakkeiden merkintähinta on niin alhainen, etteivät ehdot täytä yhdenvertaisuusperiaatteen edellytystä. Myös suunnatulla annilla saavutettava toimintakyvyn parantuminen saatetaan arvioida liian suureksi. Kummassakin tapauksessa vanhojen osakkeenomistajien omistus laimenee merkittävästi, eikä annin yhtiön toiminnan tarkoitusta edistävä vaikutus riitä kompensoimaan omistuksen laimentumisesta osakkeenomistajille syntyvää haittaa”.

²¹⁴ Alihintaisen suunnatun osakeannin haitoilla tarkoitetaan tässä annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien omistusosuuden dilutoitumista ja alihinnoittelun muodossa tapahtuvaa varallisuuden siirtoa annin ulkopuolelle jääviltä osakkeenomistajilta osakkeita merkitseväälle taholle.

²¹⁵ *Vahtera 2011*, s. 251.

²¹⁶ *Vahtera 2011*, s. 251.

4.8 Osakeantien perustelut

Suunnattujen osakeantien hyväksyttävyyttä arvioidaan kokonaisharkinnalla. Vaikka osakkeiden merkintähinnoilla on olennainen merkitys suunnattujen osakeantien hyväksyttävyyden kannalta, ei osakeyhtiölaki edellytä osakkeiden merkintähintojen vastaavan käypää hintaa. Jos osakkeiden hinnoittelulle voidaan esittää hyväksyttävä peruste ja osakeannin voidaan olettaa palvelevan myös osakeannin ulkopuolelle jääviä osakkeenomistajia, osakeanti ei riko yhdenvertaisuusperiaatetta. Se, että osakkeiden merkitsijät saattavat hyötyä osakeannista enemmän kuin annin ulkopuolelle jäävät, ei nähdäkseen ole omiaan tuottamaan ensiksi mainitulle OYL 1:7:ssä tarkoitettua epäoikeutettua etua.²¹⁷

Mikäli suunnattu osakeanti perustuu nopeutetussa tarjousmenettelyssä riittävän laajalta sijoittajajoukolta pyydetyille tarjouksille, osakeanti suunnataan yhtiön ulkopuolisille tahoille ja osakkeiden merkintähinta on hyvin lähellä osakkeen markkinahintaa, osakeantia voidaan pitää lähtökohtaisesti hyväksyttävänä.²¹⁸ OYL 9:4.1 ei estä käyvästä hinnasta poikkeamista.

²¹⁷ Ks. samansuuntaisesti *Pönkä 2012*, s. 296 – 297, jossa Pönkä esittää, että: ”Lienee selvää, ettei lainsäätäjällä ole tarkoittanut yhdenvertaisuusperiaatteen koskevan sellaisia toimenpiteitä, jotka eivät rasita lainkaan toista osakkeenomistajaa tai yhtiötä. Päinvastainen näkemys olisi absurdi: Jos tietty toimenpide on omiaan hyödyttämään yhtä osakkeenomistajaa ilman, että tästä aiheutuu välitöntä tai välillistä haittaa toiselle osakkeenomistajalle, ei voida sanoa, että ensiksi mainittu olisi hyötynyt OYL 1:7:ssä tarkoitettulla tavalla viimeksi mainitun tai yhtiön kustannuksella. Esimerkkinä toiminnasta, joka tuottaa etua osakkeenomistajalle ilman, että tästä aiheutuu vahinkoa toiselle osakkeenomistajalle, voidaan mainita tilanne, jossa yhtiö ostaa raaka-aineita käypään arvoon enemmistöosakkeenomistajan omistamalta yritykseltä. Jos yhtiö ei voisi saada vastaavia tuotteita muualta edullisempaan hintaan, enemmistöosakkeenomistajan etua yhtiöiden välisestä kaupankäynnistä ei voida pitää OYL 1:7:n tarkoittamana epäoikeutettuna hyötymisenä toisen osakkeenomistajan tai yhtiön kustannuksella. Yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella -ilmaisu pitää siis sisällään edellytyksen haitan aiheutumisesta. Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä huomauttaa, että toisinaan haitan mittaaminen rahassa voi olla hyvin vaikeaa tai jopa mahdotonta. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö kyse voisi olla sellaisesta haitasta, joka kuuluu yhdenvertaisuusperiaatteen suojapiiriin. Esimerkkinä haitasta, joka ei tarkoita välitöntä taloudellista tappiota voidaan mainita vähemmistöosakkeenomistajan hallinnoimisoikeuksien laimentuminen vilpillisen osakeannin seurauksena. *Samaa ajattelumallia noudattaen voidaan katsoa, ettei kyse ole ainakaan automaattisesti epäoikeutetusta edusta, jos tietty toimenpide tuottaa yhdelle osakkeenomistajalle enemmän etua kuin toiselle.* Mainituissa tilanteissa osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta voidaan katsoa loukatun lähinnä, jos on osoitettavissa, että vaihtoehtoisella toimenpiteellä olisi päästy asiallisesti samaan, mutta vähemmistöä enemmän hyödyttävään, lopputulokseen. (kursivointi tässä). Ks. vastaavasti myös *Pönkä 2013b*, s. 218.

²¹⁸ Ks. vastaavasti *Immonen 2000*, s. 261, jossa Immonen katsoo, että: ”Hallituksen esityksessä (HE 89/1996 vp) viitataan lisääntyvään menettelyyn, jossa annin hinnanmäärittelyssä käytetään erityistä tarjousantimentelyä. Siinä tietyille sijoittajajoukolle varataan oikeus tehdä tarjous. Kun tarjouksia on saatu, antipäätös tehdään suunnattuna antina tarjouksen tehneille tahoille. Tällaisena tahona voi myös olla lähipiiriin kuuluva taho. Lähtökohtaisesti tällä tavalla tehty osakepääoman korottaminen ei ole tehty lähipiiriin hyväksi, jos merkitsijöiden joukkoa on rajoitettu yhtiön rahoituksen hankinnan tehostamiseksi. Antia voidaan pitää hyväksyttävänä, jos se on ehtojensa ja toteutustapansa suhteen tarkoituksenmukainen rahoituksen hankkimiseksi, jos osakkeen merkintähinta on hyvin lähellä markkinahintaa sekä jos tarkoituksena ei ole vaikuttaa osakkaiden valtasuhteisiin yhtiössä”.

Kuitenkin niissä tilanteissa, joissa osakeannin hinnoittelu poikkeaa käyvistä markkinahinnasta tai osakeanti suunnataan yhtiön enemmistöomistajalle, johdolle, tai näiden lähipiiriin kuuluvalla taholla, osakeannin sallittavuuteen tulee suhtautua erittäin kriittisesti.²¹⁹

Taulukossa 2 tarkasteltuja suunnattuja osakeanteja on perusteltu siten, että osakeantipäätöksissä on todettu osakeannille olevan painava taloudellinen syy ja todettu osakkeiden merkintähinnan pohjautuneen nopeutettuun tarjousmenettelyyn. Osakeantipäätöksissä ei ole perusteltu itse merkintähintaa muuten kuin toteamalla, että merkintähinta vastaa hallituksen käsityksen mukaan osakkeen käypää hintaa.²²⁰ Painavaa taloudellista syytä on perusteltu yhtiöiden toimesta seuraavasti:

Taulukko 3

Yhtiö	Hallituksen pöytäkirjassa painavaksi taloudelliseksi syyksi esitetty peruste
Revenio Group Oyj	Osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketaan, koska Osakeannista saatavilla varoilla on tarkoitus rahoittaa 13.4.2019 julkistettua CenterVue SpA -yritysostoa, tukea Yhtiön kasvustrategiaa, optimoida Yhtiön pääomarakennetta sekä laajentaa Yhtiön osakas pohjaa ja siten parantaa Yhtiön osakkeen likviditeettiä. Lisäksi suunnattu osakeanti on perusteltu huomioiden esimerkiksi sen edullisuus ja nopeus. Merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle on siten Yhtiön kannalta osakeyhtiölain 9 luvun 4 §:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy.
Caverion Oyj	Todettiin, että yhtiön on liiketaloudellisesti perusteltua pyrkiä hankkimaan rahoitusta suunnatulla osakeannilla. Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen ja nopeutettuun aikatauluun on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, koska osakeannilla yhtiö voi vahvistaa taseasemaansa nopeasti ja kustannustehokkaasti säilyttääkseen strategisen joustavuutensa myös kilpailuoikeudellisen sikon maksamisen jälkeen. Osakeannilla Yhtiö voi myös laajentaa omistuspohjaansa ja siten parantaa osakkeen likviditeettiä.
Robit Oyj	Osakeannin tavoitteena on varmistaa Yhtiön kansainvälisen kasvustrategian toteuttaminen Osakeannilla hankittavilla varoilla. Osakeannin avulla kasvatetaan lisäksi Yhtiön institutionaalisten osakkeenomistajien määrää ja sijoittajien Yhtiötä kohtaan kokemaa kiinnostusta sekä parannetaan Yhtiön osakkeiden likviditeettiä. Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on Yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, koska tarjoamalla Osakkeita valikoidulle joukolle institutionaalisia ja mahdollisia muita sijoittajia on mahdollista saada nopeutetussa aikataulussa merkittävä määrä uutta Yhtiön tarvitsemaa lisärahoitusta oman pääoman ehtoisana rahoituksena ehdoilla, joiden arvioidaan olevan Yhtiölle edullisia ja jotka eivät Yhtiön hallituksen käsityksen mukaan olisi muuten Yhtiön saatavilla. Omistuksen keskittymisestä johtuen näin suuren oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen vanhoille osakkeenomistajille suunnatulla merkintäetuoikeusannilla Yhtiölle edullisin ehdoin ei ole Yhtiön hallituksen käsityksen mukaan mahdollista.

²¹⁹ Pönkä 2012, s. 368.

²²⁰ Ks. poikkeus tästä *Suomen Hoivatilat Oyj:n hallituksen pöytäkirja 23.3.2017*, jossa todettiin hinnan määrittelyn perustuvan tarjousmenettelyssä vastaanotettuihin tarjouksiin. Pöytäkirjassa ei ole mainintaa käyvistä hinnoista.

Suomen Hoivatilat Oyj	Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, koska osakkeita tarjottaessa valikoidulle joukolle institutionaalisia sijoittajia on mahdollista saada nopeutetussa aikataulussa merkittävä määrä uutta yhtiön tarvitsemaa lisärahoitusta oman pääoman ehtoista rahoituksena ehdoilla, joiden arvioidaan olevan yhtiölle edullisia.
SSH Communications Security Oyj	Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on Yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Osakeanti toteutetaan Yhtiön kassatilanteen vahvistamiseksi. yhtiö teki huhtikuussa eurooppalaisen rahoituslaitoksen kanssa 3,2 miljoonan euron sopimuksen, ja Yhtiö uskoo, että sillä on mahdollisuus solmia useita samansuuruisia asiakassopimuksia. Yhtiö uskoo, että SSH-avaintenhallintamarkkinat ovat vihdoin käynnistymässä, ja tuotteet skaalautuvat asiakkaiden tarpeisiin. Näin ollen yhtiö suunnittelee laajentuvansa merkittävästi myynti- ja toimitusvalmiuttaan, ja lisärahoitus antaa edellytykset näiden toimintojen systemaattiseen kehittämiseen, mikä on tärkeää markkinaosuuden kasvattamisen ja markkinajohtajuuden säilymisen kannalta. Vahvempi kassatilanne auttaa Yhtiötä myös puolustamaan patenttisalkkuaan ja tekemään aiempaa edullisempia lisenssisopimuksia. Yhtiö jatkaa myös investointeja asiakaskohtaisiin palomuuureihin.
Scanfil Oyj	Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on Yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, koska Yhtiö lisää osakeannilla taloudellista liikkumavaraansa, laajentaa osakaspohjaansa sekä saa oman pääoman ehtoista rahoitusta ehdoilla (mukaan lukien aikataulu ja hinta), jotka eivät Yhtiön hallituksen käsityksen mukaan olisi muuten Yhtiön saatavilla.
Pihlajalinna Oyj	Osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on Yhtiön kannalta osakeyhtiölain 9 luvun 4 §:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy, koska Osakeannin järjestämiseen liittyvät kustannukset ja rixit ovat alhaisemmat kuin merkintäetuoikeusannissa, Osakeanti on nopeampi toteuttaa kuin merkintäetuoikeusanti ja lisäksi koska Osakeannin kautta Yhtiön omistuspohjaa voidaan laajentaa ja likviditeettiä kasvattaa.
Basware Oyj	Merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on painava taloudellinen syy, koska yhtiö lisää osakeannilla taloudellista liikkumavaraansa ja valmiuttaan mahdollisiin yritysostoihin, laajentaa osakaspohjaansa erityisesti institutionaalisilla kansainvälisillä sijoittajilla sekä saa oman pääomanehtoista rahoitusta ehdoilla (mukaan lukien aikataulu ja hinta), jotka eivät yhtiön hallituksen käsityksen mukaan olisi muutoin saatavilla”

Osakeyhtiöiden edellä kuvatut painaviksi taloudellisiksi syiksi esittämät syyt perustuvat pitkälti yhtiöiden tarpeeseen saada uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta. Yhtiöiden osakeantipäätösten perusteluissa ei kuitenkaan tehdä vertailua merkintäetuoikeusantiin muiden yhtiöiden kuin Robit Oyj:n kohdalla. Parhaimmat perustelut osakeannille on nähdäkseni esittänyt Revenio Group Oyj, joka on perustellut uuden pääoman keräämistä mm. yritysostolla.²²¹ Nähdäkseni osakeantia on perusteltu suhteellisen hyvin myös Caverion Oyj:n, Robit

²²¹ Tällainen syy täyttää nähdäkseni selvästi *HE 11/1992 vp.*, s. 13 kuvaillun esimerkin, jossa todetaan, että: ”Suunnattu anti saattaa parantaa yhtiön toimintaedellytyksiä ja uusiutumiskykyä silloin, kun osakkeenomistajilta ei uusmerkinnällä todennäköisesti saataisi riittävästi riskipääomaa muun muassa yritysostoja ja suuria investointeja varten”.

Oyj:n ja SSH Communications Security Oyj:n kohdalla. Caverion Oyj:n kohdalla perusteluissa viitataan yhtiön noin 40 miljoonan euron kilpailuoikeudelliseen sakkoon,²²² Robit Oyj:n kohdalla viitataan kansainvälisen kasvustrategian rahoittamiseen ja SSH Communications Security Oyj:n kohdalla viitataan kassan vahvistamiseen siinä tilanteessa, jossa yhtiö on juuri tehnyt merkittävän sopimuksen ja pyrkii nyt skaalaamaan tuotantoaan. Suomen Hoivatilat Oyj:n, Scanfil Oyj:n, Pihlajalinna Oyj:n tai Basware Oyj:n kohdalla perusteluista ei käy ilmi, miten kassatilanteen vahvistuminen tai ”taloudellisen liikkumavaran” lisääminen suoranaisesti kehittävät yhtiön voitontuottamiskykyä. Osakeantipäätöksistä ei käy ilmi, miten yhtiöön kerättävä lisävarallisuus aiotaan käyttää. Osakeantipäätöksiä perustellaan yksilöimättömällä oman pääoman tarpeella ja sillä, että osakeanti laajentaa omistajapohjaa ja parantaa osakkeiden likviditeettiä.²²³ Nähdäkseni kaikkia edellä mainittuja perusteluita voidaan kuitenkin pitää hyväksyttävänä painavan taloudellisen syyn vaatimuksen kannalta, koska osakkeiden suuntaamista voidaan perustella hyväksyttävästi nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavan suunnatun osakeannin eduilla.²²⁴ On lisäksi korostettava, ettei OYL 9:5 edellytä osakeantipäätökseltä sitä, että osakeantipäätöksessä perustellaan mihin varat aiotaan käyttää. OYL 9:5 mukaan maksullista osakeantia koskevassa päätöksessä on mainittava ainoastaan: 1) annettavien osakkeiden lukumäärä tai enimmäismäärä osakelajeittain ja se, annetaanko uusia vai yhtiön hallussa olevia osakkeita; 2) kenellä on oikeus merkitä osakkeita ja suunnatussa osakeannissa lisäksi perustelut sille, että osakkeenomistajien etuoikeudesta poikkeamiseen on 4 §:n 1 momentissa tarkoitettu painava taloudellinen syy; 3) osakkeesta maksettava määrä (merkintähinta) ja perustelut sen määrittämiselle; sekä 4) osakkeen maksuaika.

Koska yhtiöiden osakeantipäätöksissä ei ole nähtävissä perusteita, miksi osakeannit eivät pystyisi kompensoimaan osakeantien ulkopuolelle jääville omistajaryhmille osakeanneista

²²² *Caverion Oyj 3.7.2018.*

²²³ Ks. omistajapohjan laajentamisesta ja likviditeetistä *Pönkä 2012*, s. 364, jossa Pönkä kuvaa, että: ”Suunnattujen osakeantien osalta on olemassa melko paljon empiiristä evidenssiä, joka osoittaa, että kyseiset annit vaikuttavat yleensä varsin positiivisesti osakkeen kurssikehitykseen. Yhtäältä tätä on selitetty sillä, että määrävallan keskittyessä osakkeenomistajien ja yhtiön johdon väliseen päämies-agentti suhteeseen liittyvä valvontaongelma pienenee, mikä on puolestaan omiaan tekemään kyseisestä yhtiöstä houkuttelevamman sijoituskohteen. Toisaalta on painotettu niin sanottua signaaliteoriaa, jonka mukaan osakeannin suuntaaminen antaa yhtiöstä yleensä positiivisen kuvan markkinoille edellyttäen tietenkin, että suursijoittajat ovat halukkaita osallistumaan rahoituskierrokseen. Tähän liittyen on tosin pidettävä mielessä, että toistuvasti tehtävillä suunnatuilla osakeanneilla on annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien kannalta negatiivista kumulatiivista vaikutusta, mikä saattaa puolestaan vähentää osakesäästäjien sijoitushalukkuutta”.

²²⁴ Ks. tästä *HE 109/2005 vp.*, s. 102, jossa korostettu, että painavaksi taloudelliseksi syyksi katsottavat olosuhteet ovat herkemmin käsillä suurissa julkisissa yhtiöissä kuin pienissä yhtiöissä.

aiheutuvia haittoja ja osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle on esitetty yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, osakeanneissa ei voida katsoa olevan poikettu suunnatuille osakeanneille osakeyhtiölaissa asetetuista edellytyksistä, vaikka osakkeiden merkintähinta suunnatuissa aneissa on poikennut selvästi julkisessa kaupankäynnissä osakkeille muodostuneesta hinnasta. Epäselvänä osakeantien hyväksyttävyyden kannalta voidaan kuitenkin pitää sitä, onko kaikkia taulukossa 2 tarkasteltuja osakeanteja voitu aidosti pitää yhtiön kaikille omistajille edullisina.²²⁵

4.9 Kompensaatioajattelu

Tässä tutkielmassa on esitetty, että yhtiön etu voi oikeuttaa poikkeamaan osakkeenomistajien yhdenmukaisesta kohtelusta niissä tilanteissa, joissa yhtiön voitontuottamiskyvyn parantaminen pystyy objektiivisesti arvioituna kompensoimaan alihintaisen suunnatun osakeannin haitat. Tutkielmaan valittu tarkastelutapa yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen yhteensovittamisesta kuvastaa siis kompenaatioajattelua, jossa osakeannin hyödyt asetetaan vastakkain osakeannin haittoihin nähden. Tutkielmassa on katsottu, että käyvästä hinnasta poikkeaminen suunnatun osakeannin kohdalla voi olla hyväksyttävää, jos suunnattu anti on kokonaisarvioinnilla arvioiden kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen. Edellytyksenä tällöin on, ettei kenenkään osakkeenomistajan taloudellinen asema suunnatun annin seurauksena heikkene. Tässä tutkielmassa esitetty ”kompensaatioajattelu” vastaa nähdäkseni asiallisesti Ville Pöngän oikeuskirjallisuudessa esittämää näkemystä siitä, miten yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välinen jännite tulee maksullisten suunnattujen osakeantien ja maksuttomien suunnattujen osakeantien osalta ratkaista.²²⁶

²²⁵ Osakeannin merkintähinnan hyväksyttävyys on noussut julkisuudessa esille erityisesti Scanfil Oyj:n 14.3.2016 järjestämän n. 17,1 MEUR osakeannin suhteen. Erityisesti Osakesäästäjien Keskusliitto kritisoi osakeantia todeten, että: ”Scanfil tarjosi osakkeita merkittäväksi 3,00 euron hintaan, joka vastaa 15 % alennusta anti-ilmoitusta edeltäneeseen pörssikurssiin. Yhtiö perusteli suunnattua antiaan yhtiön taloudellisen liikkumavaran lisäämisellä ja omistuspohjan laajentamisella. Yhtiön taloudellinen tilanne on kuitenkin hyvä, joten Osakesäästäjien Keskusliiton näkemyksen mukaan osakeyhtiölain vaatima painava taloudellinen syy ei tässä tapauksessa täytynyt ja viime viikolla järjestetty suunnattu anti siis loukkasi osakeyhtiölain edellyttämää osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta” (ks. *Osakesäästäjien keskusliitto 21.3.2016*). Ks. kritiikistä myös *Kauppalehti 21.3.2016*, jossa kritisoidaan mm. suunnatun osakeannin järjestämistä ennen vuosittaista osingonjakoa.

²²⁶ Ks. maksullisen suunnatun osakeannin kompenaatioajattelusta *Pönkä 2012*, s. 367, jossa Pönkä esittää, että: ”Suunnatusta osakeannista päättäminen on mahdollista vain, mikäli anti on pitkällä tähtäyksellä kaikkien osakkeenomistajien etujen mukainen. Tällaisen päätöksen tekeminen on siis mahdollista vain, mikäli annin ulkopuolelle jääville osakkeenomistajille aiheutuva välitön menetys kompensoituu pitkällä tähtäyksellä yhtiön voitontuottamiskyvyn parantumisena. Vaikka yksittäiselle osakkeenomistajalle aiheutuvan haitan ja yhtiön voitontuottamiskyvyn parantumisen etukäteinen vertailu on vaikeaa, se on kuitenkin välttämätöntä, jotta osakeannin suuntaamisesta voitaisiin päättää. Päätöksen tehneiden mahdollisen vahingonkorvausvastuun kannalta ei kuitenkaan ole olennaista se, tuleeko yhtiön voitontuottamiskyvyn parantuminen todella kompensoimaan

Tässä tutkielmassa esitettyä kompensatioajattelua voidaan kritisoida sen ilmeisestä tulkin-
nanvaraisuudesta. Yhtiöoikeudellisesti olisi selkeämpää, jos yhtiön etu oikeuttaisi ainoas-
taan merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen, muttei poikkeamaan osakkeiden käyvän hinnan
vaatimuksesta. Alihintaisten suunnattujen osakeantien kohdalla tämä tarkoittaisi kuitenkin
sitä, että kaikki alihintaiset suunnatut osakeannit olisivat kiellettyjä. Kategorinen käyvän
hinnan vaatimus estäisi tällöin yhtiötä poikkeamasta osakkeen käyvästä hinnasta niissäkin
tilanteissa, joissa osakeanti lievästä alihintaisuudestaan huolimatta olisi omiaan palvelemaan
kaikkien osakkeenomistajien omistuksen arvon kehitystä. Kompensatioajattelua voidaan
kritisoida erityisesti myös sen osalta, ettei kompensatioajattelu aseta mitään tarkkoja rajoja
sille, kuinka paljon osakkeiden merkintähinta voi alittaa osakkeiden käyvän hinnan lisäva-
rallisuuden hankintatilanteissa.²²⁷

Osakeantipäätösten taloudellisten vaikutusten arviointi osakeantien ulkopuolelle jäävien
osakkeenomistajien osalta on tässä tutkielmassa tarkasteltavien yhtiöiden kohdalla lähes
mahdotonta. Tämä johtuu siitä, ettei OYL 9:5 edellytä osakeantipäätökseltä sitä, että pää-
töksessä ilmoitetaan mihin rahat käytetään tai miten ja missä määrin näiden rahojen voidaan
olettaa kompensoivan käyvästä hinnasta poikkeamista. Osakeannin ulkopuolelle jätetyt
osakkeenomistajat voivat suoranaisesti nähdä vain osakkeille asetetun merkintähinnan ja
käyvän hinnan välisen suhteen, annettavien osakkeiden määrän ja painavaksi taloudelliseksi
syyksi esitetyn syyn, mutta heillä ei ole mahdollisuuksia tehdä objektiivista arvioita siitä,
miten osakeanti tosiasiallisesti kompensoi osakeannin ulkopuolelle jäämistä.

Annin ulkopuolelle jätettyjen osakkeenomistajien näkökulmasta erityisen hankalaksi lisäva-
rallisuuden hankintaan käytetyn suunnatun osakeantien hyväksyttävyyden tekee se, että

annin ulkopuolelle jääneille aiheutuneet lyhyen aikavälin menetykset. Olennaista on sen sijaan kiinnittää huo-
miota siihen, oliko päätöstä tehtäessä perusteltua syytä olettaa, että annilla tulisi olemaan kaikkia osakkeen-
omistajia pitkällä tähtäyksellä hyödyttävää vaikutusta”. Ks. myös maksuttoman suunnatun osakeannin kom-
pensaatioajattelusta *Pönkä 2012*, s. 374; *Laine 2016*, s. 280 ja *Pönkä 2017b*, s.127, jossa Pönkä on komment-
toinut Laineen väitöskirjassaan esittämää kompensatioajattelua toteamalla, että: ”Sivulla 280 kirjoittaja puhuu
niin sanotusta ”kompensaatioajattelusta” (viitaten allekirjoittaneen ”Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä” teokseen)
ja soveltaa sitä suunnattuun maksuttomaan osakeantiin. Olen Laineen kanssa samaa mieltä siitä, että tällaisen
analogian tekeminen on paikallaan: suunnattu maksuton osakeanti on katsottava yhdenvertaisuusperiaatteen
mukaiseksi vain, jos annista sen ulkopuolelle jääneille osakkeenomistajille välittömästi aiheutuneet taloudelli-
set menetykset kompensoituvat pitkällä aikavälillä yhtiön voitontuottamispotentiaalin parantumisen muo-
dossa”.

²²⁷ Kompensaatioajattelu on nähdäkseni huomattavasti selkeämmin hyväksyttävissä niissä tilanteissa, missä
osakeanti suunnataan johdolle tarkoituksessa kannustaa johtoa pyrkimään kaikkien osakkeenomistajien yhteis-
sen edun maksimointiin.

suunnatun osakeannin toteuttaminen alihintaisesti merkitsee välittömiltä vaikutuksiltaan varallisuuden siirtoa vanhoilta osakkeenomistajilta osakkeiden merkitsijöille.²²⁸ Jotta tämä varallisuuden siirto ei olisi epäoikeutettu, pitää yhtiön voitontuottamiskyvyn parantua siinä määrin, ettei annin ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien omistuksen arvo heikkene yhtiössä. Voitontuottamiskyvyn kasvun arviointi on puolestaan hankalaa, koska arvio perustuu lähtökohtaisesti arvioon yhtiön tulevaisuudennäkymistä. Osakeannin seurauksena tapahtuva yhtiön voitontuottamiskyvyn parantuminen ei myöskään kohdistu suoraan annin ulkopuolelle jääviin osakkeenomistajiin, vaan yhtiöön. Osakkeita alihintaan merkitsevä taho saa siis merkintähinnan ja käyvän hinnan välisen erotuksen ohella hyödykseen vanhojen omistajien kanssa yhdenmukaisen osuuden yhtiön parantuvasta voitontekokyvystä, mikäli osakkeita merkitsevä taho ei myy osakkeita eteenpäin.²²⁹ Mikäli pörssiosakkeita merkitsevä taho ei halua pysyä yhtiön osakkeenomistajana, vaan päättää myydä osakkeen välittömästi annin jälkeen pois käyvästä markkinahinnasta, osakkeita merkitsevällä taholla on mahdollisuus saavuttaa riskitöntä voittoa merkintähinnan ja käyvän hinnan välisen erotuksen verran.²³⁰

²²⁸ Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun kannalta ensisijainen vaihtoehto on merkintäetuoikeusanti. Merkintäetuoikeusannissa alennus käyvästä hinnasta on vain nimellinen, mikäli kaikki osakkeenomistajat sijoittavat yhtiöön lisää varoja. Lopputulemana alihintaisessa merkintäetuoikeusannissa on tällöin se, että yhtiön taloudellinen asema paranee eikä yhdenkään osakkeenomistajan taloudellinen asema heikkene. Mikäli osakkeenomistaja ei halua käyttää merkintäetuoikeuttaan, osakkeenomistaja voi myydä merkintäetuoikeuden eteenpäin. Silloin osakkeenomistajan omistus yhtiössä dilutoituu, mutta varallisuusasema ei heikkene.

²²⁹ Tämä johtuu siitä, että osakeannissa liikkeeseen laskettavat uudet osakkeet tuottavat lähtökohtaisesti samat oikeudet kuin yhtiön vanhat osakkeet.

²³⁰ Esitetty näkökanta mahdollisuudesta myydä osakkeet välittömästi eteenpäin perustuu osakeyhtiölaissa lähtökohtana olevaan osakkeiden vapaaseen luovutettavuuteen.

5 Loppupäätelmät

Osakeyhtiölaissa ei yksityiskohtaisesti säännellä sitä, milloin yhtiöllä on yhtiön edun kannalta tarkastettuna painava taloudellinen syy osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen. Osakeyhtiölaissa ei myöskään kategorisesti edellytetä osakkeista maksettavan niiden käypää hintaa suunnatussa osakeannissa. Osakeyhtiölaissa sen sijaan säädetään painavan taloudellisen syyn vaatimuksesta ja siitä, että suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen (OYL 9:4.1).

Koska osakeyhtiölaissa käytetyt ilmaisut painavasta taloudellisesta syystä, kävästä hinnasta ja hyväksyttävyydestä ovat tulkinnanvaraisia, tässä tutkielmassa on pyritty systematisoimaan osakeannin suuntaamisen edellytyksiä ja esittämään perusteltuja kannanottoja siitä, mitä seikkoja suunnatun osakeannin hyväksyttävyyden arvioinnissa tulee ottaa huomioon. Suunnatun osakeannin oikeudellisen arvioinnin tekemisen on esitetty tässä tutkielmassa jakautuvan kolmeen vaiheeseen. Suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa tulee ensin arvioida, onko osakeannista päätetty muodollisesti oikein. Toiseksi tulee arvioida, onko osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen ollut yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, ja kolmanneksi arvioidaan, onko osakeanti ollut yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen.

Tutkielmassa on esitetty, että painava taloudellinen syy ja yhdenvertaisuusperiaate eroavat toisistaan. Sellaisia tilanteita, joissa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen on painava taloudellinen syy, mutta osakeantia ei ole pidettävä yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena, voivat esimerkiksi olla: (i) alihintaan toteutettavat osakeannit, (ii) osakeannit, joissa suunnattu osakeanti ylimitoitetaan yhtiön tarpeisiin nähden, (iii) osakeannit, jotka suunnataan yhtiön enemmistöomistajille tai näiden lähipiiriin kuuluvalla taholla tai (iv) osakeannit, joiden seurauksena yhtiön omistus pohja muuttuu siten, ettei yksittäinen vähemmistöomistaja voi (tai etteivät vähemmistöomistajat yhdessä voi) annin seurauksena enää käyttää määrävähemmistöoikeuksia hyväkseen.

Tutkielmassa selvitettävänä tutkimuskysymyksenä on kysytty, onko nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuissa suunnatuissa osakeanneissa poikettu suunnatuille osakeanneille osakeyhtiölaissa asetetuista edellytyksistä. Vastausta tutkimuskysymykseen on haettu tarkastelemalla kahdeksaa Helsingin pörssin päälisayhtiön tekemää suunnattua osakeantia,

jotka on toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä. Tutkielmassa tarkasteltujen osakeantien osalta tutkielmassa on katsottu, että osakeantien suuntaamiselle on ollut yhtiöiden kannalta painava taloudellinen syy, mutta osakkeiden merkintähinnat ovat poikenneet osakkeiden käyvästä hinnasta. Tällaisten osakeantien hyväksyttävyyden osalta tutkielmassa on esitetty, että yhtiön etu voi oikeuttaa poikkeamaan osakkeenomistajien yhdenmukaisesta kohtelusta niissä tilanteissa, joissa yhtiön voitontuottamiskyvyn paraneminen pystyy objektiivisesti arvioituna kompensoimaan alihintaisen suunnatun osakeannin haitat. Tutkielman tutkimusmateriaalina olleiden hallitusten pöytäkirjojen ja pörssitiedotteiden perusteella ei ole ollut aihetta katsoa, etteikö yhtiöiden suunnatuissa osakeanneissa keräämä varallisuus voisi kompensoida osakeannin haittoja. Epäselväksi tutkimusmateriaalin perusteella on kuitenkin jäänyt, onko kaikkia tutkielmassa tarkasteltavia osakeanteja voitu aidosti pitää yhtiön kaikille omistajille edullisina.