

**Käyvän hinnan määrittäminen noteeraamattoman yhtiön
vähemmistöosakkeiden lunastuksessa sekä negatiivisen
lunastushinnan muodostuminen**

Lapin yliopisto
Oikeustieteiden tiedekunta
Kauppa-oikeus
Pro gradu -tutkielma
Jussi Helmijoki
2022

Lapin yliopisto

Tiedekunta: Oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Käyvän hinnan määrittäminen noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeiden lunastuksessa sekä negatiivisen lunastushinnan muodostuminen

Tekijä: Jussi Helmijoki

Koulutusohjelma/oppiaine: Kauppaoikeus

Työn laji: Pro gradu -tutkielma

Sivumäärä: XVI + 86

Vuosi: 2022

Tiivistelmä:

Tutkielman tarkoituksena on selvittää, mitä käyvällä hinnalla tarkoitetaan, kenen näkökulmasta sitä määritellään sekä miten noteeraamattomien osakeyhtiöiden lunastushinta määräytyy. Lisäksi tutkielma keskittyy tarkastelemaan voiko lunastushinta olla negatiivinen. Teema lähestytään oikeusdogmaattisin menetelmin sekä oikeustaloustieteestä saatavia tulkintoja hyödyntäen. Tutkielmassa taustatukea haetaan myös taloustieteestä sekä ruotsalaisesta oikeuskäytännöstä ja -kirjallisuudesta.

Lunastushinta määräytyy käyvän hinnan mukaan. Käypä hinta on kuitenkin varsin avoin käsite, eikä sitä ole laintasolla tai esitöissä määritelty tarkasti. Arvokäsitteenä käyvällä hinnalla tarkoitetaan OYL 18 luvun mukaisessa lunastushinnan määrittämisessä objektiivista vaihtoarvoa, joka lähtökohtaisesti on osakkeen markkinahinta. Mikäli markkinahinta ei ole luotettavasti muodostunut, voi käypä hinta perustua myös toissijaisiin arvostusmenetelmiin. Tärkeintä on kuitenkin huomioida, että lunastushinnan määrittämisessä tulee ottaa huomioon kaikki yksittäistapaukseen vaikuttavat seikat.

Erityisesti noteeraamattomien yhtiöiden kohdalla käyvän hinnan muodostus perustuu usein toissijaisiin arvostusmenetelmiin, sillä vähäisen osakkeiden likviditeetin vuoksi luotettavan markkinahinnan muodostuminen voi olla haastavaa. Tuotto- ja substanssiarvoa vertailtaessa voidaan todeta, että tuottoarvo soveltuu paremmin kannattavalle ja liiketoimintaa jatkavalle yritykselle, mutta tästäkään ei voida ehdotonta pääsääntöä kuitenkaan muodostaa. Substanssiarvo taas toimii parhaiten voittoa tavoittelemattomien yhtiöiden kohdalla, jolloin varsinaista tuottoa ei ole edes tarkoitus tavoitella.

Vanhastaan osakkeen negatiiviseen lunastushintaan on suhtauduttu vähintäänkin epäilevästi, eikä sellaista tiettävästi ole muodostunut ennen korkeimman oikeuden ratkaisua 2020:99. Osakkeelle voi siis muodostua negatiivinen lunastushinta, kun osakkeeseen kohdistuvat velvollisuudet muodostuvat suuremmiksi kuin sen tuottamat ”taloudelliset” oikeudet.

Avainsanat: Lunastushinta, vähemmistöosake, negatiivinen lunastushinta, käypä hinta, markkinahinta, substanssiarvo, tuottoarvo

X Tutkielma ei sisällä muita kuin tekijän/tekijöiden omia henkilötietoja.

SISÄLLYS

LÄHTEET	IV
LYHENTEET	XVI
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkielman tausta	1
1.2 Tutkimustehtävän ja metodin valinta	2
1.2.1 Tutkimustehtävä	2
1.2.2 Tutkimusmetodin valinta	2
1.2.3 Taustatukea metodin valintaan	3
1.3 Lainoppi	3
1.3.1 Mitä lainoppi on?	3
1.3.2 Teoreettinen ja käytännöllinen lainoppi	4
1.3.3 Lainopin rajoitteista	5
1.3.4 Tulkintasäännöistä	5
1.3.4.1 Sanamuodon mukainen tulkinta	6
1.3.4.2 Systemaattinen tulkinta	6
1.3.4.3 Teleologinen eli tarkoituksellinen tulkinta	7
1.3.4.4 Taloudellista tulkintaa	7
1.3.5 Kirjallisuus	7
1.4 Lopuksi	8
2 LUNASTUSSÄÄNTELY, VÄHEMMISTÖNSUOJA JA SITÄ KOSKEVAT KESKEISIMMÄT PERIAATTEET OSAKEYHTIÖLAISSA	8
2.1 Osakeyhtiölain ja lunastussäntelyn tausta	8
2.2 Vähemmistönsuoja osakeyhtiölaissa	10
2.2.1 Tahdonvaltaista vai pakottavaa sääntelyä	10
2.2.2 Lakiperusteisen sääntelyn merkitys vähemmistönsuojan osalta	11
2.2.3 Vähemmistönsuojan kansainvälinen konteksti	12
2.3 Merkittävimmät periaatteet vähemmistönsuojan näkökulmasta	14
2.3.1 Periaate keskeisyys	14
2.3.2 Enemmistöperiaate	15
2.3.3 Yhdenvertaisuusperiaate	17
2.3.3.1 Periaatteen tausta ja historia	17
2.3.3.2 Yhdenvertaisuusperiaatteen nykyinen rakenne ja merkitys vähemmistönsuojassa	18
3 VÄHEMMISTÖOSAKKEIDEN LUNASTUS	20
3.1 OYL 18 luvun mukainen lunastus	20
3.2 Perusteita instituution tarpeellisuudesta	21
3.3 Lunastusvelvollisuus	22

3.4 Lunastusoikeus	24
3.5 Lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta ilmoittaminen	26
3.6 Perusoikeuslottuvuus lunastuksessa	27
4 ARVONMÄÄRITYKSEN VAIHEET	32
4.1 Arvonmääritystehtävä	33
4.2. Lähtökohtaoletukset eli premissit; arvo kenelle? Vaihtoarvo tai omistaja-arvo	34
4.3 Mitä arvoa määritetään eli arvon perusta	36
4.4 Arvonmääritysmenetelmät ja arvotyypit	39
4.5 Markkina-arvo arvonmääritysmenetelmänä	42
4.5.1 Markkinahinnan muodostumisen taustaa ja perusteita ensisijaisuudelle	42
4.5.2 Aiemmat kaupat markkina-arvon määrittämisessä	46
4.5.3 Markkina-arvon selvittäminen vertailumenetelmin	49
4.5.4 Arvostuskertoimien soveltaminen ja oikeuskäytäntö	52
4.6 Toissijaiset arvostamistavat	54
4.6.1 Tuottoarvomalli	54
4.6.2 Substanssiarvo	56
4.6.3 Prioriteettina tuottoarvo vai substanssiarvo	59
4.6.4 lunastushinnan määräytyminen välimieskäytännössä	62
4.6.5 Ei-voitontuottamisyhtiöt ja negatiivinen lunastushinta	63
4.6.6 Yhteenvedoa arvostustavoista	64
4.7 Operationaaliset arvopremissit	65
4.8 Mahdolliset oikaisut ja yhteenvedo	66
5 KÄYPÄ HINTA ARVONPERUSTANA VÄHEMMISTÖOSAKKEIDEN LUNASTUKSESSA	67
5.1 Käyvän hinnan taustasta	67
5.2 Markkinahinta käyvän hinnan lähtökohtana	68
5.3 Vakiintuneita lähtökohtia	69
5.4 Kohtuullisuus käyvän hinnan muodostumisessa	72
5.5 Johtopäätöksiä käyvästä hinnasta	73
6 CASE GUMBÖLE GOLF JA NEGATIIVINEN LUNASTUSHINTA	74
6.1 Asian tausta	74
6.2 Välimies- ja käräjäoikeuden ratkaisu	76
6.3 Korkeimman oikeuden ratkaisu	77
6.4 Osakkeen negatiivinen lunastushinta	79
6.5 Kriittisiä huomioita ratkaisusta	82
7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	84

LÄHTEET

Kirjallisuus ja artikkelit

Aarnio, Aulis: Mitä lainoppi on? Helsinki 1978.

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

Aarnio, Aulis: Luentoja lainopillisen tutkimuksen teoriasta. Helsinki 2011.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I, 2., uudistettu painos, Talentum Media Oy, Helsinki 2010.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I-II, 3., uudistettu painos, Talentum Media Oy, Helsinki 2018. Verkkojulkaisu, joka päivitetty vuoden 2021 aikana.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II 3., uudistettu painos, Talentum Media Oy, Helsinki 2018.

Andersson, Sten – Johansson, Svante – Skog, Rolf: Aktiebolagslagen. En kommentar. Del II, kap. 11–22. Med supplement 8, februari 2013. Vällingby 2013.

Andström, Kristina: Johdatus oikeustieteeseen. Päivitetty 11.9.2017. Saatavissa <https://blogs.helsinki.fi/avoin-johdatusoik/lainoppi-ja-oikeudenalat/#3>. (viitattu 27.4.2021).

Audretsch, David – Link, Albert N.: Valuing an Entrepreneurial Enterprise. Small Business Economics 38/2012, s. 139–45.

Barthel, Carl W.: Unternehmenswert, Der Markt Bestimmt Die Bewertungsmethode. Der Betrieb 1990 s. 1145 ss.

Baums, Theodor – Andersen, Paul Krüger: The European Company Law Act Project. ECGI working paper N° 097/2008.

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

Bonbright, James C.: The Valuation of Property. A Treatise on the Appraisal of Property for Different Legal Purposes. McGraw-Hill Book Company Inc. 1937.

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

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

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

Cederbrg, Lauri: Osakeyhtiölain määräykset. Osakkeenomistajien ja osakkeenomistajien vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä. Toinen painos. Porvoo 1941.

Collin, Jesse: Osakkeen luonne korkeimman oikeuden ratkaisun KKO 2020:99 valossa. Vahtera, Veikko ja Rantasaari, Krista (Toim.): Teoksessa Yhtiö, velka, velvoite – Juhlajulkaisu Seppo Villa 60 vuotta. Alma Talent. Helsinki 2021.

Defining Standards of Value. Opinion of the College of Fellows. Valuation. No 2 June 1989.

Feldman, Stanley J.: Principles of Private Firm Valuation. John Wiley and Sons Inc., 2005.

Fishman, Jay E. – Pratt, Shannon P. – Morrison, William J.: Standards of Value, Theory and Applications. Second Edition. John Wiley and Sons Inc., 2007.

Halonen, Jari – Jaatinen, Iida – Jalkanen-Steiner, Johanna – Johansson, Nina – Lähdemäki, Jukka – Mäkinen, Kasper – Pyykönen, Riikka-Liisa – Rantanen, Heidi – Sundvik, Peter – Suomela, Mari – Toivonen, Pekka – Torkkel, Timo – Torniainen, Tiina – Tuomala, Margit – Uttula, Santeri: IFRS-käytännön käsikirja 4. uudistettu painos. Edita Publishing Oy. Keuruu 2017.

Helminen, Sakari: Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Talentum 2006.

Hemmo, Mika: Sopimusoikeus II. 2. uudistettu painos. Gummerus kirjapaino Oy. Jyväskylä 2003.

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

https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/225264/hirvonen_mitka_metodit.pdf?sequence=1&isAllowed=y (viitattu 27.4.2021).

Hitchner, James R.: Financial Valuation. Applications and Models. Fourth Edition. Wiley 2017.

Holderness, Clifford G. – Sheehan, Dennis P.: Journal of financial economics, 1988, The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. Journal of financial economics. Vol.20, s. 317–346.

Husa, Jaakko: Lainopin maailmanviivat. Joensuu 1997.

International Valuation Standards. Framework and Requirements. International Valuation Standards Council 2013. Suomenkielisinä *Kauko Viitanen – Heidi Falkenbach* (toim.): Kansainväliset arviointistandardit 2013. Suomennoksen julkaisija ja kustantaja Suomen Kiinteistöarvointiyhdistys ry. (IVS 2013)

International Valuation Standards. Framework and Requirements. International Valuation Standards Council 2020. Suomenkielisinä *Saija Toivonen* (toim.): Kansainväliset arviointistandardit 2020. Suomennoksen julkaisija ja kustantaja Suomen Kiinteistöarvointiyhdistys ry. (IVS 2020)

IVS Framework 2011 Edition of International Valuation Standards. The International Valuation Standards Council, 2011.

Jyränki, Antero: Uusi perustuslakimme. Iura Nova. Turku 2000.

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

Kairinen, Tiina: Pörssiosakkeen lunastushinnan määrittäminen välimieskäytännössä. Teoksessa: *Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari:* Arvopaperimarkkinat, Turun yliopisto 2001, s. 25–71.

Kaisanlahti, Timo: Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. Oikeustiede – Jurisprudentia 1995 s. 141–236.

Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Oy Edita Ab. Helsinki 1999.

Kaisanlahti, Timo: Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Oikeustiede – Jurisprudentia 2002 (JP) s. 73–128.

Kaisanlahti, Timo: Minority shareholders in the Finnish system of Corporate Governance. The Research Institute of the Finnish Economy. Discussion Papers No. 810. Helsinki 2002.

Kallunki, Juha-Pekka, – Niemelä, Jaakko E.: Osakkeen arvonmääritys, onnistunut sijoituspäätös. Talentum Media Oy, 2012.

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle: Pienyritysten kohtaamat hallinto- ja muut sääntelykustannukset. Joensuun yliopistopaino. Joensuu 2008.

Kolehmainen, Antti: Oikeustapauskommentti KKO 2008:74. Defensor Legis 6/2008, s. 1048–1055.

Koski, Pauli: Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita. Tammer-Paino Oy Tampere 1993.

Koski, Pauli – af Schulten, Gerhard – Seppo Villan avustuksella: Osakeyhtiölaki selityksin II luvut 9–17. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2000.

Kraakman, Reiner – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward: The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, s. 79–108. 3rd Edition. Oxford 2009.

Kuusiniemi, Kari – Peltomaa, Hannu: Lunastuslainsäädäntö ja korvausjärjestelmä. Edita, 2000.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö I–II. Edita Publishing. Oy. 8., uudistettu painos 2020.

Kärki, Anssi: Piercing the Corporate Veil in Finland – A Multijurisdictional Study Aimed at Developing the Finnish Piercing Doctrine. Acta electronica Universitatis Lapponiensis 276, Rovaniemi 2020.

La PORTA, Rafael – Lopez - De - Silanez, Florencio – Shleifer, Andrei (1998). “Law and Finance.” Journal of Political Economy. s. 1113–1155.

Leppiniemi, Jarmo: Omaisuuden arvo; arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Kauppakaari Oyj, 1999.

Leppiniemi, Jarmo – Kaisanlahti, Timo: Liikekirjanpito. Jatkuvatäydenteinen. Talentum Media Oy, 2000 alkaen. Saatavissa osoitteessa <http://fokus.talentum.fi>.

Leppiniemi, Jarmo – Lounasmeri, Sari: Yritysrahoitus. Jatkuvatäydenteinen. Talentum Media Oy, 2000 alkaen. Saatavissa osoitteessa <http://fokus.talentum.fi>.

Leppiniemi, Jarmo – Leppiniemi, Raili – Kaisanlahti, Timo: Tilinpäätöksen tulkinta. Jatkuvatäydenteinen. Talentum Media Oy, 2000 alkaen. Saatavissa osoitteessa <http://fokus.talentum.fi>.

Läspä, Toni: Osakeyhtiölain tahdonvaltainen sääntely. Turku 2005.

Mattila, Pauli K.: Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa erityisesti silmällä pitäen kiinteää omaisuutta ja yritysvarallisuutta. Suomen lakimiesliiton kustannus, 1984.

Mellen, Chris M. – Evans, Frank C.: Valuation for M&A, Building Value in Private Companies. Second Edition. John Wiley and Sons Inc., 2010.

Mercer, Z. C. – Harms, Travis W.: Business Valuation, an Integrated Theory. Second Edition. John Wiley and Sons Inc., 2008.

Mähönen, Jukka: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Helsinki 2001.

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo: Osakeyhtiölaki käytännössä. Alma Talent Oy, 2006.

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

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. 4. painos. Helsinki 2020.

Määttä, Kalle: Yritysoikeus yritystoiminnan suunnittelussa. Edita Prima Oy, Helsinki 2005.

Macey, Jonathan R.: Svensk aktiebolags rätt I omvandling – en rättsekonomisk analys. Stockholm 1993.

Nilsson, Åke – Öhlin, Lars: Yrityksen arvon määrittäminen. Oy Rastor Ab, 1984.

Norr, Joonas: Perusoikeudet, kohtuus, hyvä tapa ja sopimusoikeudellinen kokonaisharkinnan kontrolloitavuus. Lakimies 2/2018 s. 177–199.

Nuolimaa, Risto: Lunastuslauseke ja suostumuslauseke. Osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus. Mikkeli 1984.

Nuolimaa, Risto: Yleisjuridiikkaa osakkeen lunastuskysymyksissä ja erityisesti ratkaisussa KKO 2004:91. Teoksessa Urpilainen, Matti – Vahtera, Veikko (toim.): Minne menet vero-oikeus? s. 113–129. Turku 2013.

Palvi, Mauri: Yrityskauppa ja yrityksen substanssiarvo. Teoksessa Artto, Eero – Koskela, Markku (toim.): Tilinpäätös, tuloslaskenta ja rahoitus, s. 268–277. Oy Gaudeamus Ab, 1988.

Peczenik, Aleksander: Juridikens teori och metod. Tukholma 1995.

Penttilä, Seppo: Osakkeen arvo verotuksessa, tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen. Finnpublishers Oy, 1991.

Pratt, Shannon P. – Reilly, Robert F. – Schweih, Robert P.: Valuing Small Businesses and Professional Practices. Third Edition. The Mc Graw Hill Companies Inc., 1998.

Pratt, Shannon P. – Niculita, Alina V.: Valuing a Business, the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. Fifth Edition. The Mc Graw Hill Companies Inc., 2008.

Pönkä, Ville: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Helsinki 2012.

Pönkä, Ville: Osakkeen lunastaminen: osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellinen tutkimus. Talentum, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2015 1. p.

Pönkä, Ville: Osakkeen negatiivinen lunastushinta – Arviointia ratkaisun KKO 2020:99 valossa. Defensor Legis 4/2021. Referee-artikkeli.

Rimali, Essi: Pörssiyrityksen vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen – käyvän hinnan määrittämisen yhtenäistymisestä osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkina-alueissa. 2007. Oikeustiede jurisprudential XL s. 227-300.

Sandström, Torsten: Svensk aktiebolagsrätt. Stockholm 2005.

Savela, Ari: Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis N:o 1/2010.

Savolainen, Hanna: Pienyrityksen arvonmäärittäminen oikeudellisena ongelmana, osa I: Arvokäsitteiden merkityksestä. Edilex 2014.

Savolainen, Hanna: Pienyrityksen arvonmäärittäminen oikeudellisena ongelmana, osa II: Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä. Edilex 2014. (Savolainen 2014B).

Savolainen, Hanna – Saastamoinen Jani: OYL 18:7:n mukainen käypä hinta – tilastollinen analyysi noteeraamattomien yhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymisestä. *Lakimies* 2/2016 s. 245–268.

Savolainen, Hanna: OYL 18:7 mukaisen käyvän hinnan määrittäminen. *Edilex* 2016/33. (Savolainen 2016B)

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

Savolainen, Hanna: Arvoltaan negatiivisen pienyrityksen käypä arvo oikeudellisessa arvonmäärittämisessä. *Edilex* 2022.

Schleifer, Andrei – Vishny, Robert W: A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 1997, s. 737–783.

Seppänen, Harri: Yrityksen arvonmäärittäminen. Alma Talent. Helsinki 2017.

Seppänen, Harri: OYL 18 vähemmistöosakkeiden lunastushinta: Käyvän hinnan käsitteen määrittäminen. *Defensor Legis* 2/2020, s. 199–214.

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

Sillanpää, Matti: Julkisesta ostotarjouksesta – arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Jyväskylä 1994.

Sjöberg, Gustaf: Tvångsinlösen. Stockholm 2007.

Tainio Aki, Golfyhtiön osakkuus – Cross-sectional field study Uudenmaan golfyhtiöistä. Pro gradu -tutkielma (Tampereen yliopisto, Johtamiskorkeakoulu). 2015.

Taxell, Lars Erik: Aktiebolagets organisation, Åbo Akademis Förlag, Åbo 1988.

Timonen Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Helsinki 1997.

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

Timonen, Pekka: Osakkeen negatiivinen lunastushinta. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): Korkeimman oikeuden ratkaisut kommentein 2020 II. Talentum Media Oy, 2020.

Tuori, Kaarlo: Kriittinen oikeuspositivismi. Vantaa 2000.

Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) as promulgated by the Appraisal Standards Board of The Appraisal Foundation, U 5, Definitions, USPAP 2012–2013 Edition.

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

Vahtera, Veikko: Huoneistojen hallinnan menettämisestä aiheutuvien kustannusten ja vahinkojen huomioiminen lunastushinnassa lunastettaessa kiinteistöosakeyhtiön vähemmistöosakkeita OYL 18 luvun mukaisesti – KKO 2012:64. Lakimies 2012/6 s. 959–966.

Vahtera, Veikko: KKO 2020:99 – Vähemmistöosakkeiden lunastus ja negatiivinen lunastushinta. Lakimies 3–4/2021 s. 665–675.

Verohallinnon ohje varojen arvostamisesta perintö- ja lahjaverotuksessa, Drno VH/6166/00.01.00/2021, päivitetty viimeksi 27.12.2021. (Verohallinto 2021).

Virtanen, Kalervo: Yrityksen arvon määrittäminen potentiaalisen ostajan näkökulmasta, erityisesti epävarmuus huomioonottaen. Helsingin kauppakorkeakoulu, 1972.

Virtanen, Kalervo: Yrityksen arvonmäärittäminen ongelmia. Teoksessa Arto, Eero: Laskentatoimi, rahoitus, artikkelikokoelma. Neljäs, täysin uudistettu painos. Oy Gaudeamus Ab, 1981.

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

Villa, Seppo – Airaksinen, Manne – Bärlund Johan – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Knuts, Märten – Kuoppamäki, Petri – Kymäläinen, Seppo – Mähönen, Jukka – Pihlajarinne, Taina – Raitio, Juha – Rissanen, Kirsti – Viitanen, Klaus – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus, 4., uudistettu painos. Alma Talent Oy, 2020.

Virtanen, Kalervo: Yrityksen arvonmäärityksen ongelmia. Teoksessa Artto, Eero: Laskentatoimi, rahoitus, artikkelikokoelma. Neljäs, täysin uudistettu painos. Oy Gaudeamus Ab, 1981.

Virallislähteet

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

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

HE 309/1993 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta

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

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

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi

HE 71/2013 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain 18 luvun ja kauppakamarilain 5 ja 6 §:n muuttamisesta

KM 1992:3. Perusoikeuskomitean mietintö.

Oikeusministeriön julkaisu 2003:4, s. 228–229.

Perustuslakivaliokunnan lausunto 4/2000 vp.

Perustuslakivaliokunnan lausunto 53/2001 vp.

Muut lähteet

Arvopaperimarkkinayhdistys ry. Corporate governance Suomessa. [<https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/yleista-corporate-governancesta/>] (käyty 8.10.2021)

Almatalent. Tunnuslukuopas. [<https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/>] (käyty 3.2.2022)

Golfpiste. Esimerkkejä golfosakkeiden hinnoista. [Golfpiste.com] (käyty 24.2.2022)

Helsingin Sanomat. Mies osti golf-osakkeita ja selitti uskoneensa arvonnousuun, käräjäoikeus antoi tuomion velallisen epärehellisyydestä. [<https://www.hs.fi/talous/art-2000008445635.html>] (käyty 25.2.2022)

Inderes, Q&A. Kasvuyhtiösijoittaminen ja PEG-luku. [<https://www.inderes.fi/fi/kysymys/kasvuyhtiosijoittaminen-ja-peg-luku>] (käyty 4.2.2022)

Kauppalehti. Golfosakkeiden kauppa käy nihkeästi vuodesta toiseen - hinnat matalat jopa nollassa. [<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/golfosakkeiden-kauppa-kay-nihkeasti-vuodesta-toiseen-hinnat-matalat-jopa-nollassa/bf29fef0-6225-362a-8bce-ed8a8d729e0d>] (käyty 17.5.2022)

Salkunrakentaja, 5.8.2019. Näin omistamastasi osakkeesta voi tulla arvoton rahaimuri. Julkaistu 5.8.2019. Saatavissa [<https://www.salkunrakentaja.fi/2019/08/osakkeesta-arvoton-rahaimuri/>.] (Käyty 28.4.2021)

ST-Akatemia. Mikä arvo? Transaktiohintaa kertoo – Woltilta odotetaan hypervolttia. [<https://stakatemia.fi/blogit/mika-arvo-transaktiohintaa-kertoo-woltilta-odotetaan-hypervolttia/>] (Käyty 17.5.2022)

Mot. Arvottomien kiinteistöjen Suomi: käsikirjoitus. Julkaistu 15.02.2022. Saatavissa [<https://yle.fi/aihe/artikkeli/2022/02/15/arvottomien-kiinteistöjen-suomi-kasikirjoitus.>] (Käyty 9.4.2022.)

YLE. Golfista kasvoi korona-ajan ennätyslaji eikä suosio näytä taittumisen merkkejä – toiminnanjohtaja: "Buumi kiihtyy entisestään". [<https://yle.fi/uutiset/3-11890670>] (käyty 24.2.2022)

Oikeuskäytäntö

Korkein oikeus

KKO 1990:171

KKO 1993:31

KKO 1993:62

KKO 1999:42

KKO 2008:74

KKO 2009:19

KKO 2012:64

KKO 2020:99

Ruotsin korkein oikeus

Balken, NJA 1996 s. 293.

Välitystuomiot

Accountor Oy 18.4.2013

Auria Oy 21.12.2004

Cave Oy, 11.11.2013

CCC Corporation Oy, 24.2.2012

Data Hat Oy 19.3.2002

Finnish Commuter Airlines Oy 23.9.2008

Finnrobotics Oy, 11.12.2013

Gumböle golf Oy, 24.4.2018

HSG Business Process Outsourcing Oy, 7.8.2009

KM-Yhtymä Oy 20.6.2013

Kokkolan Puhelin Oy, 9.6.2010

Kutalab Oy, 16.7.2008

Mehiläinen Oyj, 15.12.2006

Metalpak Oy 14.11.2012

Oy Dentaldepot Ab 11.7.2003

Oy Radiolinja Ab 29.5.2001

Plandent Oyj, 31.1.2006

Pohjola-Yhtymä Oyj, 2.5.2007

PolarSol Oy, 31.12.2013

Priimus Group Oy 31.1.2012

Riihimäen Puhelin Oy, 6.10.2003
Suomen Asiakastieto Oy 22.12.2006
Supertel Oy 22.4.2005
Teknopolis Kareltek Oy 9.2.2007
Tikka Communications Oy 8.5.2006
Turun arvokiinteistöt Oyj 2.5.2005
Vuosaaren Urheilutalo Oy 29.9.2021

LYHENTEET

EOYL	Edellinen osakeyhtiölaki (734/1978)
HE	Hallituksen esitys
KKO	Korkein oikeus
KPL	Kirjanpitolaki (1336/1997)
OikTL	Laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista (228/1929)
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PeVL	Perustuslakivaliokunnan lausunto
PL	Suomen perustuslaki (731/1999)
VOYL	Vanha osakeyhtiölaki (22/1895)

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta

Vähemmistöosakkeiden lunastusinstituutio on ollut jo melko pitkään nykyisessä muodossaan. Sen perusta on OYL 18 luvussa. Kyseinen luku on kuitenkin kirjoitettu varsin avoimesti lunastushinnan määrittämisen osalta. OYL 18:1.1:n mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (lunastaja), on oikeutettu käyvistä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa (vähemmistöosakkeenomistaja), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lisäksi OYL 18:7.1:n mukaan osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Molemmat pykälät siis vahvistavat, että vähemmistöosakkeiden lunastus tulee tehdä käyvän hinnan mukaan. Kuten huomata saattaa, käypä hinta on hyvin yleisluontoinen käsite eikä se sellaisenaan tarjoa ratkaisua siihen, mikä varsinaisen lunastushinnan tulisi olla.

Tulkinnanvaraisen käsitteen käyttö on erityisen hankalaa sen vuoksi, ettei OYL, oikeuskäytäntö tai oikeuskirjallisuus määrittele käyvän hinnan perustetta riittävällä tavalla, kuten mitä käyvällä hinnalla tarkoitetaan ja kuinka se määritellään.¹ Käyvän hinnan määrittelyn lähtökohta (markkinahinta) on kuitenkin muodostunut melko vakiintuneeksi OYL esitöiden ja oikeuskäytännön kautta. Sen sijaan se, minkälaista arvoa käyvällä hinnalla tarkoitetaan ja kuinka se määritellään, mikäli markkinahintaa ei voida muodostaa on jäänyt osakeyhtiölaissa ja sitä koskevassa oikeuskäytännössä sekä oikeuskirjallisuudessa melko vähälle huomiolle. Ongelma on erityisen suuri noteeraamattomien yhtiöiden kohdalla, joille markkinahinnan muodostumatta jääminen on yleisempää. Se antaa hyvän aiheen perehtyä mainittuun problematiikkaan tarkemmin.

Lisäksi käyvän hinnan määrittelyssä on lähes olemattomalle tasolle jäänyt negatiivisen lunastushinnan problematiikka ja se onko lunastushinnan edes mahdollista olla negatiivinen. Tähän problematiikkaan on nyt saatu selviä suuntaviivoja korkeimman oikeuden ratkaisun 2020:99 avulla ja tutkielmassa syvennytäänkin myös tähän aihepiiriin.

¹ Seppänen 2020, s. 199.

1.2 Tutkimustehtävän ja metodin valinta

1.2.1 Tutkimustehtävä

Tämän tutkielman tutkimustehtävänä on vastata kysymykseen, miten noteeraamattomien osakeyhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinta määräytyy ja voiko se olla negatiivinen. Tutkielma rajautuu siis koskemaan lähinnä yhtiöitä, joita ei ole noteerattu julkisessa kaupankäynnissä eli pörssissä. Suurin osa osakeyhtiöistä on noteeraamattomia, jonka vuoksi aihepiirin tutkimiselle on kysyntää. Lisäksi erityisesti golfyhtiöiden ja asunto-osakeyhtiöiden kohdalla on noussut esiin kysymys osakkeen negatiivisesta arvosta ja siitä, voiko lunastushinta olla negatiivinen, jolloin vähemmistöosakas joutuisi maksamaan pääomistajalle osakkeiden lunastuksesta.²

Tutkimustehtävästä voidaan johtaa seuraavat tutkimuskysymykset:

1. Mitä OYL 18:7:n lunastushinnan sääntelyssä tarkoitetaan osakkeen käyvällä hinnalla ja kenen näkökulmasta OYL 18:7:n mukaista käypää hintaa tarkastellaan?
2. Mitkä ovat keskeisimmät osakkeiden arvonmäärittämenetelmät ja kuinka ne soveltuvat noteeraamattoman osakeyhtiön osakkeiden arvonmäärittämiseen?
3. Voiko lunastushinta muodostua negatiiviseksi? Jos voi, niin millä edellytyksillä?

Tutkimuksesta rajautuu pois siis noteeratut osakeyhtiöt, mutta noteerattujen yhtiöiden arvottamisessa käytettyjä menetelmiä voidaan kuitenkin hyödyntää myös noteeraamattomien yhtiöiden osalta. Tutkielman aihe on jo itsessään rajattu hyvin tarkaksi, jonka vuoksi muita erityisiä rajauksia ei ole tarvetta tehdä.

1.2.2 Tutkimusmetodin valinta

Tutkimusmetodiksi tutkielmaan valitsin lainopin. Tutkimuskysymys on selvästi lainopillinen, sillä siinä pyritään selvittämään, miten OYL 18:7:ää on tulkittava. Lainopissa on keskeistä eri normien tulkinta ja systematisointi. Tutkimuksessa lainsoveltamisen tulkinta-apukeinona käytetään lunastusmenettelyitä koskevaa välimies- ja oikeuskäytäntöä. Erityisesti korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 2020:99 on prejudikaattina merkittävä.

Analysoitavat oikeustapaukset on kuitenkin valittava huolella, sillä tutkimus voi jäädä pinnalliseksi ja puutteelliseksi, jos siitä ei käy ilmi, millaisin menetelmin ja kriteerein tutkimuksessa käytettävät oikeustapaukset on valittu. Huono pohjustus jättää

² Negatiivisen osakkeen arvon osalta otsikoissa ovat viime aikoina olleet myös korkean vastikkeen liikehuoneistot. Ks. <https://yle.fi/aihe/artikkeli/2022/02/15/arvottomien-kiinteistojen-suomi-kasikirjoitus>.

mahdollisuuden sille, että tutkija on valikoinut vain sellaisia oikeustapauksia, jotka antavat myötätukea omille ajatuksille ja tulkinnoille.³

1.2.3 Taustatukea metodin valintaan

Aulis Aarnio on listannut tuntomerkkejä hyvälle lainopilliselle tutkimukselle. Hän painottaa, että kaikkien tuntomerkkien ei tarvitse täytyä, jotta kyseessä olisi laadukas lainopillinen tutkimus. Voidaan kuitenkin pitää selvänä, että monen niistä tulisi täytyä.⁴

Ensinnäkin tutkittava ongelma tulee tunnistaa.⁵ Se on tutkielmassani helposti tunnistettavissa. OYL 18:7:n mukaisessa käyvän hinnan määrittämisessä on yksinomaan kyse siitä, mikä olisi oikea tapa määrittellä lunastettavan osakkeen hinta ja kuinka erilaiset osakkeeseen kohdistuvat oikeudet ja velvoitteet tulee ottaa huomioon.

Toisekseen Aarnio painottaa identifioimaan uusia ongelmia tutkimuksessa.⁶ Myös tämän osalta tutkimukseni täyttää tämän. Negatiivista lunastushintaa ei tiettävästi ole ennen käsitelty korkeimmassa oikeudessa ja siksi sen valitseminen tutkimuskohteeksi on ajankohtainen. Lisäksi ennestään ei ole korkeimman oikeuden tasolla selvästi käsitelty sitä, kuinka osakkeeseen kohdistuvat oikeudet ja velvollisuudet tulee ottaa huomioon arvonmäärittämisessä.

Muita Aarnion listaamia tavoitteita ovat muun muassa: tutkielman tulee sisältää perusväitteitä, asianomaisen oikeudenalan yleisten oppien ydinsisällön tunteminen, oman alan opillisten perusteiden osaaminen, keskeisten oikeussääntöjen ja -periaatteiden jäljittäminen tutkittavan ongelman osalta sekä esitettyjen väitteiden perusteleminen. Luonnollisesti myös edellä mainittuihin on kiinnitetty tutkimuksessa huomiota.⁷

Näiden tuntomerkkien myötä on hyvinkin selvää, että lainoppi on oikea metodi tutkia tutkimuskysymystäni ja perehtyä aihealueeseen. Pidänkin oikean metodin valintaa selkeänä, eikä sen suhteen jää juuri tulkinnan varaa.

1.3 Lainoppi

1.3.1 Mitä lainoppi on?

Lainoppi on tulkintatiedettä, joka tulkitsee oikeudellisia tekstejä. Se tutkii oikeusnormeja, niiden tausta-ajatusta, joista oikeusnormilauseet antavat informaatiota.

³ Husa 1997 s. 98.

⁴ Ks. Aarnio 2011 s. 111.

⁵ Ks. Aarnio 2011 s. 111.

⁶ Ks. Aarnio 2011 s. 112.

⁷ Ks. Aarnio 2011 s. 111–113.

Tämän takia lainopin keskeisin menetelmä on tulkinta. Lainopin tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus, normien maailma eli pitämisen maailma. Se tuottaa normatiivista tietoa normien sisällöstä ja todellisuudesta eli tieteellistä tietoa oikeusnormeista.⁸

Lainopilla voidaan katsoa olevan kaksi keskeistä tehtävää: tulkinta ja systematisointi. Sen tarkoituksena on selvittää oikeusnormien sisältöä. Selvitettäessä normien sisältöä, esittää lainoppi kahdenlaisia väitteitä oikeusnormeista: normikannanottoja ja tulkintakannanottoja. Ero näiden kahden välillä löytyy siitä, että toinen tutkii huomattavasti syvällisemmin normeja. Normikannanotot ovat väitteitä siitä, mitkä oikeusnormit voimassa olevaan oikeuteen kuuluvat. Tulkintakannanotoissa taas väitetään jotain normin sisällöstä.⁹ Tätä tulkintaa voi kuitenkin arvostella kriittisesti, kuten Kaarlo Tuori on tehnytkin. Hänen mukaansa normikannanotto edellyttää aina tulkintakannanottoa ja voidaan katsoa, että tulkintakannanotossa on mukana normikannanottoa.¹⁰

1.3.2 Teoreettinen ja käytännöllinen lainoppi

Lainoppi voidaan jakaa teoreettiseen ja käytännölliseen lainoppiin. Kun oikeusnormeja systematisoidaan, ollaan teoreettisen lainopin piirissä. Tällöin tuotetaan oikeudellisia teorioita sekä tarkastellaan ja muotoillaan niitä. Tuloksena syntyy eri alojen yleisiä oppeja, joita pidetään myös ajan tasalla. Käytännöllinen lainoppi taas tulkitsee oikeusnormeja ja esittää niitä koskevia tulkintasuosituksia. Käytännöllisen lainopin tehtävänä on testata systematisointeja ja teorioita. Se selvittää arkikäytännön ongelmatilanteita ja sen piiriin kuuluvat esimerkiksi oppi- ja käsikirjat, monografiat ja tieteelliset artikkelit. Kumpikin näistä lainopin muodoista on tärkeässä asemassa eivätkä voi syrjäyttää toisiaan. Niitä molempia tarvitaan ja molemmilla on oma tehtävänsä oikeusjärjestyksen hahmottamisessa.¹¹

Voidaan sanoa, että teoreettisen ja käytännöllisen lainopin välillä vallitsee jatkuva vuorovaikutus. Esimerkkinä voidaan käyttää empiiristen tieteiden tutkimusprosessia. Aluksi esitetään tiettyyn teoriaan perustuva hypoteesi ja tämän jälkeen voidaan hypoteesia testata. Hypoteesiin voidaan tehdä tarvittavia korjauksia ja lopulta muodostaa ilmiötä koskeva tieteellinen teoria, jota voidaan lopulta testata käytännössä. Tämä muodostaa eräänlaisen kehän, jossa teoria joutuu aina alistumaan korjauksille.

⁸ Hirvonen Ari, 2011 s. 21–22 & 36.

⁹ Hirvonen Ari, 2011 s. 22.

¹⁰ Tuori 2000, s. 308.

¹¹ Ks. Aarnio 2011 s. 104.

Näin päästään tieteen ytimeen, jossa totuutta ei voida saavuttaa, mutta sitä voidaan lähestyä. Kun äskeinen ajatusmaailma yhdistetään lainoppiin, päästään kuvioon, jossa lainopin systematisointien kautta syntyvät yleiset opit ja näitä testataan käytännöllisen lainopin tulkinnoilla. Tulkinnat taas kertovat, mitä korjauksia yleisiin oppeihin tulee tehdä. Oletettavasti näitä tulkintoja voidaan tehdä lähestulkoon loputtomasti lisää, mikä tarkoittaa jatkuvaa alistuneisuutta korjauksille tai ainakin korjausyrityksille. Lainopissakaan ei siis täyteen varmuuteen voida päästä ja siinä se rinnastuu vahvasti muihin tieteisiin, joissa jokainen teoria on tulevaisuuteen nähden avoin.¹²

1.3.3 Lainopin rajoitteista

Lainoppi tutkii nykyistä voimassa olevaa lainsäädäntöä. On kuitenkin mahdollista, että lainsäädännön havaitaan olevan vajavaista tai epätarkoituksenmukaista. Tällöin voidaan ottaa kantaa siihen, millaiseksi lainsäädäntöä tulisi kehittää. Tällä voidaan katsoa kuitenkin olevan kytkentää käytännöllisen lainopin kanssa, vaikka siinä keskitytäänkin nimenomaan voimassa olevien normien tulkitsemiseen.

Toinen lainopin rajoite liittyy sen ytimeen. Tutkimuksessani tullaan perehtymään myös taloustieteisiin ja sen näkemyksiin osakkeen hinnasta. Tällöin ei olla enää lainopin ydinalueella, eikä siis tutkita yksittäisen pykälän sisältöä varsinaisesti. Lainsäätäjällä on jättänyt OYL 18:7:n mukaisen käyvän hinnan määrittämisen avonaiseksi ja siksi hinnan määrittämisessä on tärkeää käyttää taloustieteitä apuna. Tämä tarkoittaa toisaalta sitä, että analyysi on melko laajaa ja pyrkimys on edelleen tutkia, kuinka yksittäistä pykälää tulisi käytännössä tulkita. Tämähän on toisaalta lainopin idea.

1.3.4 Tulkintasäännöistä

Itse tulkinta tapahtuu nykyään oikeudellisissa teksteissä pääasiassa argumentatiivisella menetelmällä. Se tarkoittaa, että tulkintaprosessissa esitetään tulkintaväite tai -ehdotus. Tämä käytännössä edellyttää sitä, että oikeusjärjestykseen sisältyy tulkintaehdotuksen mukainen normi, jota normiformulaatio ilmentää. Tulkintaväitteen tai -ehdotuksen tueksi esitetään erilaisia perusteita eli argumentteja, joilla on tarkoitus perustella ja osoittaa todeksi tulkintaväite. Perusteita voidaan löytää oikeuslähteistä, jotka oikeustieteellinen tiedeyhteisö hyväksyy oikeudellisen tiedon perusteiksi.¹³

Lainopillisessa työssä tulkintametoodeilla siirrytään tulkintaperusteista eli oikeuslähteistä tulkintatulokseen eli tulkintakannanottoihin. Lähtökohdan muodostaa tavallisimmin

¹² Aarnio 2011, s. 104–105.

¹³ Andström 2017, kappale 1.

lakiteksti, jonka sisältöä selvitetään. On kuitenkin mahdollista, että tulkinnalla pyritään konstruoimaan jotakin tiettyä spesifiä tapausta. Tulkinta-asetelma voi siis olla kahdenlainen.¹⁴ Tulkintametoja on monenlaisia ja käyn seuraavaksi läpi metodeja, joita käytän omassa tutkielmassani sekä lähdeaineistoa.

1.3.4.1 Sanamuodon mukainen tulkinta

Tässä tulkinnassa on kyse kirjaimellisesta tai kieliopillisesta tulkinnasta, jossa pitäydytään lakitekstin ilmaisun luonnollisen kielen eli arkikielen mukaisessa normaalimerkityksessä. Tarvitaan hyvät perustelut, mikäli yleisestä kielenkäytöstä halutaan poiketa. Toisaalta laissa voi olla jo valmiiksi esimerkiksi termejä, joilla on erityinen oikeudellinen merkitys ja pysyttäytyminen ilmaisun oikeudellisessa merkityksessä on myös sanamuodon mukaista tulkintaa.¹⁵

Tutkielmassani perehdytään termeihin, joiden kieliopillista merkitystä voidaan pitää selvänä mutta niiden oikeudellinen tulkinta on jätetty avoimeksi. On mahdollista, että osaan termeistä joutuu tulkinta tukea hakemaan myös muista tieteistä, kuten taloustieteistä. Esimerkkeinä mainiten termit ”osakkeen käypä hinta” ja ”vähemmistöosakkeenomistajien yhteenlaskettu etu”.

1.3.4.2 Systemaattinen tulkinta

Kyseisessä tulkintamuodossa lakitekstiä tulkittaessa huomion otetaan muut oikeusnormit, oikeudenalan yleiset opit, lainopin teoriat, oikeusjärjestyksen systematiikka ja logiikka sekä oikeusjärjestys kokonaisuudessaan.¹⁶ Kyseisessä tulkintamuodossa on selvitettävä ne systemaattiset yhteydet, joissa säännökset (ja/tai asiat) ovat yhteydessä toisiinsa. Kun nämä yhteydet on selvitetty, voidaan tulkinnan kohteena oleva ongelma ”asettaa” systeemiin ja saada aikaan oikea ratkaisu.¹⁷

Tutkielmassani olennaista on keskittyä erityisesti osakeyhtiölaista ilmeneviin yleisiin oppeihin ja periaatteisiin. Oletettavaa on, että muilla oikeusnormeilla on oma merkityksensä ja kansallista oikeusjärjestystä on syytä noudattaa. Yhtiöoikeudessa on muodostunut vahvoja yleisiä oppeja ja yhtenä niistä on yhdenvertaisuus periaate. Se on usein vahvasti läsnä ja sillä voidaan taata erityisesti pienemmille osakkeenomistajille saman arvoista kohtelua kuin suuremmille omistajille.

¹⁴ Aarnio 1989, s. 192–194.

¹⁵ Hirvonen Ari, 2011 s. 38–39. Ks. myös Aarnion tulkintaperusteita Aarnio 1989 s. 217–218.

¹⁶ Hirvonen Ari, 2011 s. 39.

¹⁷ Aarnio 1978, s. 103.

1.3.4.3 Teleologinen eli tarkoituksellinen tulkinta

Tässä tulkinnassa selvitetään ensin tavoitteet, jota sääntelyllä pyritään edistämään. Tämän jälkeen eri tulkintavaihtoehdoilla selvitetään tosiasiallisia seurauksia ja lopulta valitaan se, joka edistää sääntelyn tavoitteita parhaiten. Tulkinta on mahdollista erotella subjektiivisteleologiseksi tulkinnaksi, jolla haetaan lainsäätäjän mukaista tulkintaa tai objektiivisteleologiseksi tulkinnaksi, jossa huomioidaan kokonaisvaltaisesti ja puolueettomasti erilaiset oikeudelliset tarkoitukset.¹⁸

Avointen termien selvittämiseksi on selvitettävä lainsäätäjän tahtoa, mutta mielestäni on syytä myös huomioida puolueettomia erilaisia oikeudellisia tai jopa taloudellisia tarkoituksia. Tutkielmassani voikin huomioida molempia teleologisen tulkinnan muotoja.

Kuten huomataan, voi yhdessä tutkielmassa olla useita eri tulkintasääntöjä. Mielestäni tämä antaakin tutkimukselle paremman pohjan, sillä näin se saa useampia erilaisia näkökulmia. Tärkeintä onkin, ettei tutkimusta tehtäisi hyvin suppeasta näkökulmasta, mikä kasvattaa riskiä siitä, että tutkimuksen lopputulos on sellainen kuin tutkija sen halusikin olevan.

1.3.4.4 Taloudellista tulkintaa

Tutkielmassani tullaan käyttämään myös taloudellisia argumentteja. Taloustieteessä on runsaasti käsitelty osakkeen hintaa ja sen määrittämisestä. Tutkielman keskeisin osa onkin osakkeen hinnan muodostuminen. Onkin mielestäni tärkeää, että tutkielmassa haetaan uusia näkökulmia myös taloustieteen puolelta siitä, miten osakkeen hinta kannattaa määrittää.

1.3.5 Kirjallisuus

Tutkielman lähdeaineiston keskeisimpänä tekijänä on osakeyhtiölaki ja sen esityöt. Lisäksi lainsäädännön valmisteluaineistolla niin nykyisen -lain kuin edellistenkin osakeyhtiölakien osalta on merkittävä asema oikeuslähteenä. Oikeuskäytännön osalta merkittävin oikeuslähde on aiemmat välitystuomiot sekä jossain määrin aiemmat korkeimman oikeuden ratkaisut, joita tosin on hyvin rajallisesti. Tutkielmassa käytetään myös taloustieteen lähdeaineistoa ja oikeusvertailevaa aineistoa Ruotsista sekä Yhdysvalloista.

¹⁸ Peczenik 1995, s. 56-59.

1.4 Lopuksi

Yhteenvetona voidaan todeta, että on ilmeistä, miksi juuri lainoppi on se metodi, jota tutkielmassa käytetään. Tutkielmasta erityisen tekee se, että siinä perehdytään myös taloustieteelliseen analyysiin, joka ei ole varsinaista lainoppia. Sitä voidaan kuitenkin hyödyntää taustatekijänä ja mielestäni se vain rikastaa oikeudellista analyysia.

Tutkielman keskiönä on osakeyhtiölain 18 luvun 7 pykälä, joka on säännelty hyvin avonaiseksi. Tämän kaltainen sääntelytapa ei ole harvinaista, mutta jättää oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden varaan sen, kuinka pykälää tullaan lopulta tulkitsemaan ja soveltamaan. Ongelmallisuus on suurimmillaan silloin, kun oikeuskäytäntöä tai -kirjallisuutta ei ole vielä saatavilla.

2 LUNASTUSSÄÄNTELY, VÄHEMMISTÖNSUOJA JA SITÄ KOSKEVAT KESKEISIMMÄT PERIAATTEET OSAKEYHTIÖLAISSA

2.1 Osakeyhtiölain ja lunastussääntelyn tausta

Suomessa on ollut voimassa vain kolme varsinaista osakeyhtiölakia. Ensimmäinen varsinainen osakeyhtiölaki oli vuoden 1895 laki osakeyhtiöistä. Toinen osakeyhtiölaki oli vuoden 1978 osakeyhtiölaki. Nykyinen osakeyhtiölaki on annettu 21.7.2006 ja se tuli voimaan 1.9.2006, jolloin se kumosi edellisen lähes 30 vuotta vanhan osakeyhtiölain. Voidaankin todeta, ettei osakeyhtiölain kokonaisuudistuksia ole järin tiheästi tehty.¹⁹

Vaikka kokonaisuudistuksia on tehty harvakseltaan, on erilaisia muutoksia tehty kuitenkin useita. Nykyistä osakeyhtiölakia on muutettu kahdeksantoista kertaa. Suurin osa muutostarpeista johtuu kehittyvästä EU:n sääntelystä, mutta toki mukana on myös puhtaasti kansallisesta muutostarpeesta johtuneita muutoksia.²⁰

Voimassa olevan lain 18 luvussa säädetään vähemmistöosakkeiden lunastamisesta. Luvun säännökset korvaavat EOYL:n 14 luvun 19–21 §:n säännökset. Tämä uusi luku on rakennettu edellisen lain sääntelyn periaatteiden pohjalle. Lisäksi nykyinen laki korvasi edellisen lain 16 luvun 5 §:n säännökset lunastusriitoja koskevasta

¹⁹ Ks. Mähönen – Villa 2015, s.13.

²⁰ Ks. Villa ym. 2020, luku 2 kpl 4 johdanto osa.

välímiesmenettelystä.²¹ 1.1.2014 saatettiin voimaan vähemmistöosakkeiden lunastamista koskevat OYL 18 luvun muutokset (726/2013).²²

Jotta määräysvallan keskittymiseen liittyvän lunastussäätelyn justifikaation voisi todella ymmärtää, on otettava katsaus vielä kauemmas sääntelyhistoriaan. Suomessa määräysvallan keskittymiseen perustuvasta lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta säädettiin ensimmäisen kerran vuoden 1978 osakeyhtiölaissa (EOYL 14:8.1). Lainvalmistelussa ei ole eksplisiittisesti todettu, että määräysvallan keskittymiseen liittyvän lunastussäätelyn sisällyttäminen osakeyhtiön sulautumista koskevaan lukuun perustui mitä ilmeisimmin ajatukseen siitä, että tällaisen lunastusmahdollisuuden tarve koski tyypillisesti tytäryhtiösulautumisia.²³ EOYL 14:8:ää koskevassa hallituksen esityksessä onkin huomautettu, että lunastussäätelyn teknisenä tarkoituksena oli osaltaan yksinkertaistaa tytäryhtiöfuusiota tilanteessa, jossa sulautuva yhtiö ei alkujaan ole ollut emoyhtiön kokonaan omistama. Lisäksi esityksessä korostettiin tehokkuusnäkökohtia, jotka ilmenivät erilaisten eturistiriitojen osalta emoyhtiön ja vähemmistöosakkaiden kesken.²⁴

EOYL 14:8:ään perustuvan lunastusoikeuden ja -velvollisuuden suurin epäkohta oli kuitenkin lunastusmekanismin rajautuminen koskemaan pelkästään konsernisuhteita. Vuoden 1977 laajassa osakeyhtiölakiuudistuksessa saatiin onneksi muutos tähän epäkohtaan ulottamalla lunastusoikeus ja -velvollisuus koskemaan tilanteita, joissa enemmistöosakkeenomistaja oli muu kuin konsernin emoyhtiö, siis luonnollinen henkilö.²⁵ Perusteluiden mukaan soveltamisalaa ehdotettiin laajennettavaksi, sillä enemmistöosakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeiden omistajien välisten eturistiriitojen yleisyyteen ei saa vaikuttaa se, onko enemmistöosakkeenomistaja oikeushenkilö vai luonnollinen henkilö. Uudistus koskisi siten myös osuuskuntia, avoimia yhtiötä, kommandiittiyhtiöitä, yhdistyksiä ja muita yhteisöjä ja säätiöitä. Lisäksi myös ulkomaiset osakkeenomistajat kuuluisivat soveltamisalaan.²⁶

²¹ HE 109/2005 vp, s. 168.; OM 2003:4, s. 228–229.

²² Villa ym. 2020, luku 2 kpl 4 johdanto osa.

²³ Pönkä 2015 s. 142–143.

²⁴ HE 27/1977 s. 107–108.

²⁵ Pönkä 2015 s. 143.

²⁶ HE 89/1996 s. 157.

2.2 Vähemmistönsuoja osakeyhtiölaissa

2.2.1 Tahdonvaltaista vai pakottavaa sääntelyä

Vähemmistöosakkeenomistajien suojaamista pidetään tärkeänä ja sen vuoksi siitä säännellään erikseen laintasoisesti. Suojaamisen välttämättömyys on perusteltavissa osakeyhtiön tarkoitusta ja toiminnan edellytyksiä miettimällä. Osakeyhtiöille on hyvin tyypillistä erilaisten rahoitusmuotojen käyttö. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen edellyttää yhtiöltä riittäviä takeita siitä, etteivät enemmistöosakkeenomistajat tule väärinkäyttämään määräysvalta-asemaansa yhtiön päätöksenteossa. Ilman riittäviä takeita on vaikea kuvitella tilannetta, jossa sijoittaja haluasi sijoittaa yhtiöön, jossa ei voi olla varma, että hänenkin etuaan ajatellaan yhtiön toiminnassa. Vähemmistönsuoja sääntelyllä heikennetään enemmistöperiaatetta, mutta vastaavasti turvataan se, että riittävän suuri osa yhtiön osakkeenomistajista kannattaa tiettyjä liiketoiminnallisia ratkaisuja.²⁷

Suurempaa pohdintaa aiheuttaa kuitenkin se, missä määrin osakeyhtiölain säännösten tulisi olla pakottavia ja missä määrin tahdonvaltaisia. Sääntelyn pakottavuutta perustellaan tarpeellisuudella suojata osakkeenomistajia johdon, vähemmistöosakkeenomistajia enemmistön ja velkojia yhtiön väärinkäytöksiltä. Tahdonvaltaisuuden kannalla olevat näkevät osakeyhtiölain vakio- tai mallisopimuksena ja painottavat erityisesti osapuolten vapautta päättää itse, missä määrin haluavat käyttää mallia hyväkseen. Pakottavan sääntelyn katsotaan aiheuttavan tehokkuustappioita, kun toimijat eivät pysty tekemään yhteistyösuhteensa kannalta mahdollisimman tehokkaita sopimuksia, mikä johtaa lopulta tehokkuustappioihin. Kyse onkin siis pääasiassa oikeudenmukaisuus – taloudellinen tehokkuus vastakkainasettelusta.²⁸

Oikeudenmukaisuusajatuksella tarkoitetaan ajatusmallia, kaikille yhtäläisesti, jollei joidenkin sidosryhmien asema oikeuta eriarvoiseen kohteluun. Tehokkuudella tarkoitetaan taas ajatusmallia, missä yrityksen toiminta pyritään saamaan mahdollisimman tehokkaaksi. Tällä tarkoitetaan tässä tutkielmassa taloustieteessä suosittua varallisuuden maksimoinnin käsitettä. Eroavaisuus OYL:ssa näkyy siinä, että oikeudenmukaisuus kiinnittää huomiota yhtiön resurssien (varojen) jakautumiseen.

²⁷ Ks. Vahtera 2011 s. 278.

²⁸ Pönkä 2012 s. 123.

Tehokkuudella sen sijaan tavoitellaan varallisuuden kasvattamista ilman niiden jakautumisen huomioimista.²⁹

Tällä hetkellä voidaan katsoa, että osakeyhtiölaki on ainakin ideologisesti lähempänä tahdonvaltaisuutta, mutta on huomioitava, että se sisältää kuitenkin lukuisia pakottavia säännöksiä. Pakottavuuden voi katsoa olevan poikkeus OYL 1:9:n (tahdonvaltaisuus) mukaisesta pääsäännöstä. Sopimusvapaus on elinkeinotoiminnan perusta ja ydin ja tästä johtuen pakottavuus tulisi aina voida erikseen perustella.³⁰

2.2.2 Lakiperusteisen sääntelyn merkitys vähemmistönsuojan osalta

Lakiperusteisen sääntelyn tarpeellisuutta vähemmistönsuojassa voidaan perustella transaktiokustannusten minimoinnin tavoitteella. Vähemmistönsuojasta olisi joka tapauksessa sovittava ja lainsäätäjän tarjoama vakiosopimus – eli osakeyhtiölaki – vähentää luonnollisesti sopimisesta aiheutuvia kustannuksia. Lisäksi se lisää ennakoitavuutta vaihdannassa, sillä osakeyhtiöoikeudellisten sidosryhmäsuhteiden lakiperusteinen sääntely helpottaa yhtiön kanssa toimimista, sillä toimintaa harjoittava voi tällöin jo etukäteen tietää minkälaisin säännöin hänen riskipositionsa yrityksessä tulee määräytymään. Vähimmäissuojasääntely lisää myös yhdenvertaisuutta, sillä muuten osakkeenomistajien oikeusasema määräytyisi yksinomaan omistajan omien neuvottelukykyjensä perusteella.³¹

Sopimusteoriassa on kuitenkin heikkoutena informaation epäsymmetrisyys, joka aiheuttaa epätäydellisiä sopimuksia. Kuten todettu, osakkeenomistaja tuskin osaisi neuvotella täydellistä sopimusta osakkeita ostaessaan ja siksi tietyt vähimmäisoikeudet onkin hyvä varmistaa pakottavan sääntelyn kautta. Sopimusteoria ei tämän vuoksi riitä ainoaksi yhtiöoikeudellista sääntelyä selittäväksi teoriaksi, sillä pakottavaakin sääntelyä tarvitaan.³²

Tämän tyyppisestä sopimusajattelusta syntyy helposti ajatus heikomman osapuolen suojaamisesta. Vähemmistönsuojan justifikaatio voidaan näennäisesti nähdäkin sellaisena, mutta huomioitaessa osakeyhtiön ensisijainen tarkoitus, eli taloudellinen tehokkuus, ei heikomman osapuolen suojaamista voida pitää osakeyhtiölain oikeuspoliittisena tavoitteena.³³

²⁹ Läspä 2005 s. 42, 43 & 47.

³⁰ Pönkä 2012 s. 123–124.

³¹ Pönkä 2012 s. 103.

³² Vahtera 2011 s. 83.

³³ Ks. Pönkä 2012 s. 103–104.

Vähemmistösuojanormit voidaankin nähdä tehokasta riskinjakoa palvelevana järjestelmänä. Tästä voidaan myös päätellä, että osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate on ensi sijassa taloudellista tehokkuutta edistävä, eikä niinkään heikompaa osapuolta suojaava normi.³⁴ On kuitenkin selvää, että asiaa ei voi nähdä kovin mustavalkoisena, sillä myös arvoilla, kuten oikeudenmukaisuus, on suuri merkitys. Tehokkuutta ja sen tavoittelemista ei pidäkään ajatella tinkimisenä oikeudenmukaisuudesta. Se on osa punnintaa, kun pyritään oikeudenmukaisuustavoitteeseen. Jos toimintavaihtoehtoista valitaan tehokkaampi, joka on kuitenkin yhtä oikeudenmukainen vaihtoehto, olisi epärationalista valita tehottomampi vaihtoehto kustannusten ollessa samoja. Tähän yhteyteen onkin todettava, että oikeustaloustieteen metodologiaa koskevassa kirjallisuudessa todetaan tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden vastakkainasettelun olevan hankalasti johdettavissa oleva asia taloudellisen analyysin hyödyntämisessä.³⁵

2.2.3 Vähemmistösuojan kansainvälinen konteksti

Vähemmistösuoja on hyvin universaali tema, kuten muihinkin osakeyhtiöoikeudellisiin sidosryhmiin kohdistuva sääntely³⁶. Kansalliset ratkaisut vaihtelevat kuitenkin hyvin paljon vähemmistöosakkeenomistajan suojaamista koskevissa asioissa, verrattuna esimerkiksi osakkeenomistajien ja johdon väliseen intressikonfliktiin vaikuttaviin sääntelymekanismeihin. Tutkimalla kansainvälistä corporate governance³⁷ -keskustelua, voidaan todeta, että sääntelyn tavoitteista ollaan maailmalla suhteellisen yksimielisiä.³⁸ Yksimielisyyden löytäminen niistä tavoista, joilla tavoitteet voisi saavuttaa on kuitenkin haastavaa. Edes Euroopan unionin jäsenvaltioiden kesken yksimielisyyttä ei ole löydetty.³⁹

Yhteiskunta kuitenkin markkinaistuu koko ajan ja sitä myöten eri corporate governance -järjestelmät lähestyvät toisiaan.⁴⁰ Erityisesti on huomioitava, että vähemmistösuojan ja informaation julkistamista koskevien sääntelymekanismien yhdenmukaistumisella –

³⁴ Pönkä 2012 s. 104: Ks. myös samansuuntaisesta ajattelusta Vahtera 2011 s. 97.

³⁵ Ks. Kaisanlahti 1999 s. 46–47.

³⁶ Ks. laajemmin kansainvälistä keskustelua vähemmistöomistajien ja pääomistajien välisistä konflikteista: Enriques – Hansmann – Kraakman 2017 s.104–105.

³⁷ ”Corporate governancelle ei ole olemassa yksiselitteistä määritelmää. Yleensä sillä tarkoitetaan kuitenkin sellaista yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, jonka määrittelee yritysjohto, eli hallituksen ja palkattujen johtajien roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Yksinkertaistettuna corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan.” <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/yleista-corporate-governancesta/>.

³⁸ Schleifer – Vishny 1997 s. 737.

³⁹ Pönkä 2012 s. 109.

⁴⁰ Vahtera 2011 s. 114.

konvergenssilla – on nähty informaatio- ja transaktiokustannuksia minimoivaa vaikutusta.⁴¹ Niiden minimointitarvetta voidaankin pitää konvergenssipaineiden ensisijaisena syynä. Rajoittavana vastavoimana konvergenssille on lopulta kuitenkin lokaalisuus.⁴² Tämän valossa voidaan pitää jopa hämmästyttävänä, että sääntely vähemmistösuojan osalta on EU:ssa niin kirjavaa. On kuitenkin löydettävissä useita syitä sille, miksi konvergenssin kehittyminen on niin hankalaa.

Yleisellä tasolla vähemmistösuojamekanismien keskinäistä eroavuutta selittää angloamerikkalaisten maiden ja Manner- sekä Pohjois- Eurooppalaisten maiden osakeyhtiöiden omistus- ja rahoitusrakenteiden erilaisuus. Angloamerikkalaisissa maissa osakeyhtiöiden omistus on tyypillisesti melko hajautunutta ja rahoitus rakentuu perinteisesti vahvemmin vieraan pääoman varaan. Tästä johtuen viimeksi mainituissa oikeuskulttuureissa osakeyhtiöoikeudellinen sidosryhmäsääntely on painottunut osakkeenomistajat – johto -relaatioon, kun taas Manner-Euroopassa ja Pohjoismaissa sääntely on keskittynyt selvemmin vähemmistöosakkeenomistajien suojaamiseen enemmistöosakkeenomistajien opportunisteilta ja velkojien suojaamiseen yhtiön opportunisteilta.⁴³

Edellä mainitun lisäksi säädöskehikon eroavaisuutta voidaan perustella oikeustilan muutoksista aiheutuvista kustannuksista. Muutokset aiheuttavat yrityksille kustannuksia muun muassa siksi, että yritysten tarvitsee perehtyä uuden lainsäädännön sisältöön, uudistaa laskutus- ja muita järjestelmiä ja ylipäänsä elää epävarmassa yrityskentässä.⁴⁴

Oikeustilan muutosriskit eivät kuitenkaan ole täysin ennalta arvaamattomia. Iso osa Suomen lainsäädännön muutoksista ovat perua EU-sääntelystä. EU-sääntelyn kuten direktiiviehdotusten seuraaminen antaa mahdollisuuden reagoida nopeammin ja tehokkaammin mahdollisiin riskeihin. Toisaalta on huomattava, että oikeustila ei aina muutu ennakkoidusti vaan komission antama direktiiviehdotuskin voi vielä muuttua. Lisäksi direktiivit jättävät valtioille usein myös liikkumavaraa sen suhteen, miten direktiivin edellyttämä lainsäädäntö lopulta pannaan täytäntöön.⁴⁵ Asetusten osalta tosin tällaista epäselvyyttä ei ole, sillä ne ovat suoraan sovellettavaa oikeutta. Oikeustilan muutosten kalleus riippuu toki siitä, kuinka suuria muutoksia kunkin maan kansalliseen sääntelyyn aiheutuisi, mutta kuten edellä on esitetty, sääntelyn hajanaisuus tarkoittaisi

⁴¹Ks. Baums – Andersen 2008 s. 3.

⁴² Vahtera 2011 s. 114.

⁴³ Pönkä 2012 s. 109–110.

⁴⁴ Kanniainen – Määttä 2008 s. 58.

⁴⁵ Määttä 2005 s. 36–37.

usealle maalle merkittäviä kustannuksia, kun nykyinen sääntelykehys ja käytännöt ovat niin maakohtaisia. Edellä mainitut syyt ovat esimerkkejä siitä, miksi tehokkaat sääntelyratkaisut ovat enemmän tai vähemmän kansallisia, eikä universaaleja, tai edes EU:n sisäisiä ratkaisuja.

Tunnetussa law and finance -tutkimuksessa, La Porta et al. (1998), esitetään laajan empiirisen tutkimuksen johtopäätöksenä näkemyksiä vähemmistösuojan eri tasoista, käytännössä ympäri maapallon. Yllättävää ei ole se, että lait vaihtelevat huomattavasti eri puolilla maailmaa, mutta huomionarvoista on se, että niillä annetaan pääsääntöisesti hyvin rajallisesti sijoittajille oikeuksia. Tutkimuksen mukaan common law -maissa pyritään kuitenkin suojaamaan sijoittajia huomattavasti enemmän kuin maissa, joiden oikeusjärjestelmä perustuu siviilioikeuden pohjalle. Erityisesti Ranskan siviilioikeus nähtiin negatiivisessa valossa. Skandinaaviset maat sijoittuvat välimaastoon sijoittajien suojelussa.⁴⁶

Kaisanlahti on kuitenkin pitänyt edellä mainitun tutkimuksen johtopäätöksiä vähintään hyvin herkkinä kritiikille. Hänen mukaansa Suomen lainsäädäntö on vähemmistönsuojelun osalta varsin nykyaikaista, eikä ainakaan niin kehittymätöntä kuin jotkut tutkimukset saattavat väittää. Yhtäläisyydet ovat yleisempiä kuin poikkeavuudet verrattuna Yhdysvaltoihin. Suomen julkistamissäännöt, joissa annetaan tietoa vähemmistöomistajille päätöksentekoa ja valvontaa varten, ovat yleisesti ottaen amerikkalaisten sääntöjen mukaisia. Kaisanlahti korostaa vielä yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä ja sen korkeatasoista huomioimista tuomioistuimissa. Hän heittääkin ilmoille teesin, jonka mukaan yhdenvertaisen kohtelun periaate takaa vähemmistöosakkaille edut parhaimmalla tavalla. Objektiivisuuden vuoksi se voi toimia tehokkaasti myös itsesääntelykeinona esimerkiksi sisäpiiriläisten sopimattomia liiketoimia vastaan.⁴⁷

2.3 Merkittävimmät periaatteet vähemmistönsuojan näkökulmasta

2.3.1 Periaate keskeisyys

Nykyistä osakeyhtiölakia voidaan sanoa periaatekeskeiseksi, jota edellinen osakeyhtiölaki ei ollut. Osakeyhtiölain ensimmäisessä luvussa on luettelo yleisistä periaatteista, joihin voidaan vedota, kun lain yksittäisestä säännöksestä ei ole saatavissa

⁴⁶ La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer – Vishny 1998 s. 1151.

⁴⁷ Kaisanlahti 2002 tiivistelmä osa & s. 63–64 .

riittävästi tukea tai säännös on esimerkiksi kirjoitettu tarkoituksella avoimeksi.⁴⁸ Periaatteita ensimmäisessä luvussa on yhteensä kahdeksan. Niiden tarkoituksena on erityisesti turvata vähemmistöosakkeenomistajien ja velkojien asemaa yhtiössä, jotta voitaisiin välttää tilanteita, joissa yhtiön johto ja määräävät osakkeenomistajat toimisivat itsekkäästi.⁴⁹

Seuraavaksi perehdytään OYL:n periaatteisiin, jotka ovat vähemmistönsuojan kannalta merkityksellisimpiä. Tutkimuskysymysten näkökulmasta on tärkeää tiedostaa, mikä on periaatteiden merkitys vähemmistönsuojassa ja kuinka se vaikuttaa osakkeen hinnan määritykseen.

2.3.2 Enemmistöperiaate

Osakeyhtiöissä valtaa perustuu pääasiassa enemmistöperiaatteeseen.⁵⁰ Sen mukaisesti osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa ja päätökset tehdään lähtökohtaisesti annettujen äänten enemmistöllä, mikäli OYL:sta tai yhtiöjärjestyksestä ei muuta johdu (OYL 1:6). Tämä merkitsee sitä, että se kenellä on suurin omistusasema yhtiössä voi myös vaikuttaa eniten päätettäessä yhtiön asioista. Suurin omistusasema tarkoittaa nimittäin käytännössä suurinta äänivaltaa. On kuitenkin huomattava, että kyseessä on lähinnä informatiivinen säännös, sillä päätöksenteon tarkempi sääntely sisältyy OYL 5 lukuun.⁵¹

Periaatteen ongelmana on mahdolliset opportunistiset tilanteet.⁵² Määräävien osakkeenomistajien opportunisteilta on selvästi vaikeampaa suojautua kuin johdon opportunisteilta. Johto voidaan tarvittaessa vaihtaa, mutta määräävän osakkeenomistajan asemaan on vaikea puuttua, mikäli tällä on halua pysyä edelleen omistajana yhtiössä. Erityisen suojattomaksi vähemmistöomistajan aseman tekee tilanne, jossa muu omistus on äärimmäisen hajautunutta.⁵³

Enemmistöperiaate on välttämätön päätöksenteon periaate ja ilman sitä ei osakeyhtiömuotoinen orgaani, voi toimia. Ilman kyseistä periaatetta yhtiökokouksen luonne menettää merkityksensä.⁵⁴ Enemmistöperiaate takaa yhtiön päätöksenteon tehokkuuden, erityisesti verrattuna tilanteeseen, jossa päätöksenteko tapahtuisi korkeilla

⁴⁸ Avoimille säännöksille muodostuu oikeudellista sitovuutta yhtäältä periaatteiden ja toisaalta oikeustapausten ja -kirjallisuuden avulla.

⁴⁹ Ks. Mähönen – Villa 2015 s. 3 sekä Ks, tarkemmin periaatteiden perusteluista; HE 109/2005 vp, s. 18.

⁵⁰ Läspä 2005 s. 87.

⁵¹ HE 2005:109 s. 39.

⁵² Macey 1993 s. 98.

⁵³ Mähönen, Villa 2015 s. 354.

⁵⁴ Taxell 1988 s. 40.

määräenemmistövaatimuksilla. Enemmistö voi päättää harjoitettavasta liiketoiminnasta, mutta vain rajoitetusti se voi vaikuttaa voiton jakamiseen.⁵⁵

OYL:n mukainen enemmistöperiaate antaa yhtiöille mahdollisuuksia monenlaisiin sovellutuksiin yhtiöjärjestyksessään. Tapoja ovat esimerkiksi moni- ja vähä-äänisten osakkeiden käyttäminen, erilaisten äänestysasteikkojen ja äänileikkureiden käyttäminen, kumulatiivinen äänestäminen hallitusta valittaessa sekä yhtiökokouspäätöksenteon määräenemmistövaatimusten lisääminen ja kiristäminen. Kuten huomata saattaa, kyseessä ovat toimet, joilla rajoitetaan tavanomaista enemmistöpäätöstä ja parannetaan vähemmistön asemaa.⁵⁶

Yhtiökokouksen enemmistö on tyypillisesti vain väliaikainen äänten enemmistö. Enemmistö koostuukin usein vain muutamasta osakkeenomistajasta. Kun puhumme enemmistöstä yhtiökokouksessa, kyse ei siis ole yhtiön todellisesta enemmistöstä, vaan äänten enemmistöstä tietyssä yhtiökokouksessa tai tietyssä asiassa, sillä usein yhtiökokouksissa on osallistujia melko vähän.⁵⁷ Syitä yhtiökokousten vähäisille osallistujamäärille on useita. Osallistuminen yhtiökokouksiin on vapaaehtoista eli velvoitetta osallistua ei ole. Usein osakeyhtiöissä on suuromistajia, jotka pystyvät käytännössä ohjailemaan päätöksentekoa. Tämä johtaa tilanteisiin, joissa pienomistajan äänestämällä ei ole merkitystä. Mitä isommasta ja hajautuneemmasta omistus pohjasta on kyse, sitä enemmän yhtiössä on omistajia, jotka eivät osallistu yhtiökokouksiin. Moni voi myös luottaa siihen, että suuromistajilla on samanlaiset tavoitteet kuin itsellään, eli tyypillisesti yhtiön arvon kasvattaminen.

Keskinäisessä kanssakäymisessä vähemmistöomistajien suurin riski liittyykin enemmistöperiaatteeseen. Kyseessä on kuitenkin tiedostettu riski. Riskin vähentämiseksi ja väärinkäytösten estämiseksi määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajakeskittymän tulee taata riittävät takeet siitä, ettei enemmistö tai sen valitsema johto väärinkäytä määräysvaltaansa. Osakeyhtiölaissa on säädetty erilaisista suojaustoimenpiteistä vähemmistöosakkeenomistajan turvaksi. Tämä on toteutettu yhdenvertaisuusperiaatteen ja sen ympärille rakentuvien kasuististen vähemmistösuojasäännösten avulla. Vielä parempaa oikeussuojaa vähemmistöosakkeenomistaja voi saada erilaisin sopimuksin.⁵⁸

⁵⁵ Ks. Airaksinen, Pulkkinen, Rasinaho 2018 I osa, I luku 6§.

⁵⁶ Ks. Airaksinen ym. 2018 I osa, I luku 6§.

⁵⁷ Ks. Taxell 1988 s. 40-41.

⁵⁸ Pönkä 2012 s. 99-100.

2.3.3 Yhdenvertaisuusperiaate

2.3.3.1 Periaatteen tausta ja historia

Yksi osakeyhtiölain keskeisimmistä periaatteista on yhdenvertaisuusperiaate, jonka päällimmäisenä tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia (OYL 1:7). Se ei estä enemmistövallan käyttämistä, mutta estää enemmistöosakkeenomistajien suosimisen vähemmistön kustannuksella.⁵⁹ Periaatteen voisikin tiivistää enemmistövallan väärinkäytön kielloksi (tai opportunistin kielloksi), vaikka se meneekin olennaisesti pidemmälle. Mainittu periaate kieltää suosimasta ketään ulkopuolistakaan yhtiön kustannuksella, eli sen vaikutusalue on hyvin laaja.⁶⁰

Yhdenvertaisuusperiaatteella on pitkät perinteet osakeyhtiöoikeudessa. Se oli voimassa jo ennen kuin VOYL:iin otettiin yleislauseke ja jo silloin periaatetta pidettiin tärkeänä vähemmistön oikeusturvakeinona. Tällöin se ilmeni tosin yksittäisten pykälien avulla toisin kuin nyky muodossaan.⁶¹ Vanhastaan on esitetty, että yhdenvertaisuusperiaate olisi voimassa pelkästään yleisenä oikeusperiaatteena lain määräyksistä riippumatta. Tällaisen laista erillisen yhdenvertaisuusperiaatteen, jonka tarkkaa sisältöä ei pystyisi edes määrittämään, olemassaoloa on vaikea perustella. Esiin nousee oikeusturva ongelmat ja toisaalta se, että erilliselle periaatteelle on vaikea esittää mitään konkreettisia sovellusalueita. Yleiselle oikeusperiaatteelle voikin nähdä lähinnä teoreettista merkitystä. Mikäli laista poistettaisiin yleislauseke, voitaisiin ajatella, että yleinen laista erillinen periaate voisi astua esiin.⁶²

Vuoden 1895 osakeyhtiölain alkuvuosina olikin varsin yleistä, että enemmistö käytti valtaansa tosiasiallisesti väärin vähemmistöä kohtaan, sääntelyn vajavaisuudesta johtuen. Sen teho ei ollut riittävää ja käytäntö oli osoittanut, että talouden kasvaessa ja kehittyessä kaippaa myös vähemmistönsuoja entistä enemmän oikeussuojaa voimakkaampien ryhmien erikoisetujen tavoittelussa.⁶³ Lauri Cederbergille, joka oli vahvasti mukana uudistamassa VOYL säännöksiä vuoden 1935 päivitykseen, oli tärkeää, että kasuististen vähemmistösuojasäännösten rinnalle saataisiin yleissäännös (Generalklausel), joka ei vaatisi laajoja tulkintoja ja koostuisi yhdestä säännöksestä.⁶⁴ Samalla tehtiin myös muita vähemmistönasemaa parantavia uudistuksia, mutta

⁵⁹ HE 2005:109 s. 39.

⁶⁰ Savela 2010 s. 3.

⁶¹ Cederberg, 1931 LM s. 221–224.

⁶² Savela 2010 s. 3.

⁶³ Cederberg 1941 s. 5, 9 & 11.

⁶⁴ Cederberg 1941 s. 5 & 16-17.

keskeisimpänä uudistuksena voitaneen pitää yleislausekkeen kirjaamista VOYL 30.4§:ään.⁶⁵

Periaatteen suurta merkitystä vähemmistönsuojajärjestelmässä korostaa sekä osakeyhtiöiden monimuotoisuus että yhteiskunnan monimutkaistuminen, joiden vuoksi yhtiöiden toimintaa ei voida kattavasti normittaa yksityiskohtaisilla säännöksillä.⁶⁶ Lisäksi on huomioitava, että kovin yksityiskohtaista sääntelyä on hyvin hankalaa laatia ja vaikka siihen pyrittäisiinkin, niin aukotonta sääntelyä on käytännössä mahdotonta tehdä, mikä helposti johtaa siihen, että kovin yksityiskohtaisia sääntöjä olisi helppoa kiertää.⁶⁷ Nykyisen osakeyhtiölain hallituksen esityksessä onkin painotettu tavoitetta yhdenvertaisuusperiaatteen merkityksen vahvistumisesta. Tätä tavoitetta onkin saavutettu yhdistämällä yhdenvertaisuutta koskevat säännökset ja esittämällä ne lain alussa.⁶⁸

2.3.3.2 Yhdenvertaisuusperiaatteen nykyinen rakenne ja merkitys vähemmistönsuojassa
Yhdenvertaisuusperiaatetta voidaan Pöngän mukaan pitää vähemmistönsuojajärjestelmän kulmakivenä. Sillä ei ole kasuistisia vähemmistösuojasäännöksiä yleisesti täydentävää vaikutusta, vaan vähemmistösuoja rakentuu oikeastaan yhdenvertaisuusperiaatteen varaan ja muut suojamekanismit ovatkin oikeastaan tehostamassa sen tarjoamaa yleistä suojaa.⁶⁹ Säännöksellä voidaankin katsoa olevan tarkoitus normittaa yhtiöoikeudellista päämies-agenttisuhdetta, vähemmistöosakkeenomistajat – määräävä osakkeenomistaja -relaatiota. Kyseessä on intressikonflikti, jota voidaan pitää merkittävimpänä syynä vähemmistönsuojan tarpeellisuudelle.⁷⁰

Nykyisessä muodossaan yhdenvertaisuusperiaate on tuotu lain ensimmäiseen lukuun ja sen 7§:ään. Yhdenvertaisuusperiaate muodostuu kahdesta osasta. Osakeoikeuksien yhtäläisyyttä koskevasta olettamasäännöksestä; kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin sekä määräysvallan väärinkäytön kieltävästä yleislausekkeesta; Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on

⁶⁵ Ks. HE 29/1935 s. 2–5.

⁶⁶ HE 2005:109 s. 39.

⁶⁷ Savela 2010 s. 4.

⁶⁸ Ks. HE 2005:109 s. 18.

⁶⁹ Pönkä 2012 s. 148–149.

⁷⁰ Mähönen, Villa 2015 s. 353.

omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.⁷¹

Yleislauseke onkin pysynyt lähes samanlaisena siitä asti, kun se otettiin vuonna 1935 osaksi osakeyhtiöoikeudellista vähemmistösuojajärjestelmää. Tämä mahdollistaa myös vanhemman oikeuskirjallisuuden hyödyntämisen tulkinta-apuna, sillä on huomattavissa, ettei 1900- ja 2000-luvuilla ole yhdenvertaisuusajattelussa syntynyt mitään suurempia aatteellisia läpimurtoja sitten Cederbergin.⁷²

Yhtäläisyyttä koskeva olettasäännös on pitkälti dispositiivinen eli yhtiöjärjestyksessä on mahdollista poiketa siitä pakottavan sääntelyn ja hyvän tavan asettamissa rajoissa. Poikkeamalla olettasäännöksestä, yhtiön osakkeet ovat oikeuksiltaan ja/tai velvollisuuksiltaan erilaisia tai erilajisia.⁷³ Yhtiöjärjestyksen muuttaminen vaatii määräenemmistöä eli muutosta on kannatettava vähintään kaksi kolmasosaa yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista (OYL 5:27.1 ja 5:27.2:n 1 kohta). Säännös on pakottava eikä määräenemmistövaatimusta voida lieventää yhtiöjärjestyksen määräyksellä (OYL 5:27.4). Määräenemmistöpäätös voi olla viite siitä, että päätös on tehty yleisesti osakkeenomistajien etua ajatellen. Se ei kuitenkaan estä yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamista.⁷⁴ Minkälaiset muutokset tahansa eivät kuitenkaan ole mahdollisia enemmistöperiaatteeseen nojaten. Ei edes määräenemmistöllä tai kvalifioidulla määräenemmistöllä.⁷⁵

Yhdenvertaisuusperiaatteeseen kuuluu siis myös yleislauseke, joka on OYL 1:7:n 2. virkkeessä. Yleislausekkeen ja yhdenvertaisuusperiaatteen välistä suhdetta ei ole kuitenkaan osakeyhtiölaissa erityisemmin perusteltu. Jää siis tulkinnanvaraiseksi, onko sille tarkoitus antaa yhdenvertaisuusperiaatteen rajat ylittävää merkitystä vai onko sen tarkoitus syventää periaatteen sisältöä.⁷⁶ Oikeuskirjallisuudessa taasen on käyty keskustelua yleislausekkeen pakottavuudesta. Lopputulokseksi vaikuttaa tulleen se, ettei yleislausekkeesta ole mahdollista poiketa yleisesti yhtiöjärjestyksessä. Puoltavaa näkökantaa tukee transaktiokustannusten minimoinnin tavoite sekä erilaiset tarkoituksenmukaisuusnäkökohdat. Yksikään vähemmistöosakkeenomistaja tuskin

⁷¹ Pönkä 2012 s. 150.

⁷² Pönkä 2012 s. 163–164.

⁷³ Pönkä 2012 s. 150.

⁷⁴ HE 109/2005 vp, s. 40.

⁷⁵ Mähönen, Villa 2015 s. 357–359.

⁷⁶ Mähönen, Villa 2015 s. 361 & 364.

haluaa antaa enemmistölle vapaat kädet päättää mielivaltaisesti omiin oikeuksiin- ja velvollisuuksiin liittyvistä asioista.⁷⁷

On kuitenkin muistettava, että OYL 1:7:n asettamista vaatimuksista voidaan poiketa, mikäli osakkeenomistajan, jonka oikeutta loukataan, kustannuksella hankittuun epäoikeutettuun etuun on saatu osakkeenomistajan suostumus (OYL 5:29.3).⁷⁸ Kuten huomataan, yhdenvertaisuusperiaatteesta on mahdollista poiketa hyvinkin laajasti niin yhtiöjärjestyksessä kuin yksittäisessä päätöksessä osakkeenomistajan suostumuksella.⁷⁹

3 VÄHEMMISTÖOSAKKEIDEN LUNASTUS

3.1 OYL 18 luvun mukainen lunastus

Osakeyhtiölaissa säädetään kahdesta erilaisesta vähemmistöosakkeiden lunastustilanteesta. Määrävällä osakkeenomistajalla on joko oikeus (squeeze-out) tai velvollisuus (sell-out) lunastaa yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet. Tästä niin kutsutusta vähemmistöosakkeiden lunastamisesta säädetään OYL 18 luvussa. Sen 18:1.1:n mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (*lunastaja*), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa (*vähemmistöosakkeenomistaja*), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lunastajan ei tarvitse kuitenkaan välttämättä olla kohdeyhtiön osakkeenomistaja.⁸⁰ Myös Ruotsissa raja-arvona on 90 % omistusosuus.⁸¹

OYL 18:1.2:n mukaan lunastajalle kuuluviksi katsotaan OYL 18:1.1:a sovellettaessa:

- 1) sellaisen yhteisön tai säätiön osakkeet ja äänet, jossa lunastajalla on määräysvalta siten kuin KPL 1:5:ssä säädetään, sekä
- 2) lunastajan tai 1 kohdassa mainitun yhteisön taikka säätiön yhdessä jonkun toisen kanssa omistamat osakkeet ja niiden tuottamat äänet.

Näiden lisäksi lunastajan ääniä laskettaessa ei oteta huomioon lakiin tai yhtiöjärjestykseen perustuvaa äänestysrajoitusta. Yhtiön kokonaisosakemäärässä ja kokonaisäänimäärässä ei oteta huomioon osakkeita ja ääniä, jotka kuuluvat yhtiölle itselleen tai yhtiön tytäryhteisölle. Jos lunastajia olisi 1–3 momentin mukaan useita,

⁷⁷ Pönkä 2012 s. 151–152.

⁷⁸ Villa 2008 s. 581.

⁷⁹ Pönkä 2012 s. 306.

⁸⁰ Mähönen, Säiläkivi, Villa 2006 s. 562–563.

⁸¹ Sandström 2005 s. 349.

lunastajana pidetään sitä, jolla välittömimmin on yhtiössä tässä pykälässä tarkoitettu osakkeiden ja äänten enemmistö. Siten esimerkiksi emoyhtiö, jolla tytäryhtiöidensä osakeomistuksen johdosta on yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön osakkeista ja äänistä, on lunastamiseen oikeutettu ja velvollinen, vaikka ei itse omistaisikaan osakkeita yhtiössä.⁸² Lunastusoikeutta ja velvollisuutta koskevista säännöksistä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa siltä osin kuin säännösten tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia. Yhtiöjärjestyksessä ei siten voida määrätä lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa osake- ja ääntenenemmistöä korkeammaksi kuin laissa säädetään. Vastaavalla tavalla, lunastusoikeuden rajaa ei voida laskea yhtiöjärjestyksessä.⁸³ Myös Ruotsissa lunastussäännösten pakottavuutta on tulkittu siten, ettei niistä voida määrätä yhtiöjärjestyksessä edes vähemmistön eduksi.⁸⁴

3.2 Perusteita instituution tarpeellisuudesta

Lunastusvelvollisuuden tai -oikeuden tarpeellisuutta voidaan perustella monin eri tavoin. Osakkeen lunastamisessa on kyse osakkeen pakko-ottamisesta tai velvollisuudesta lunastaa osakkeet. Pakko-ottamisessa on kyse varsin huomattavasta puuttumisesta osakkeenomistajan yksityisvarallisuuteen ja toisaalta velvollisuus lunastaa vähemmistöosakkeet vaikuttaa merkittävästi pääomistajan oman varallisuuden käyttöön. Tämän vuoksi lunastussääntely edellyttää painavia perusteita.⁸⁵

Määräysvallan keskittymiseen liittyvä lunastusvelvollisuus ja -oikeus ei ole yhtä yksipuolisesti vähemmistönsuojanormi kuin muut vähemmistöä koskevat osakeyhtiölain erityisperusteiset irrottautumisoikeudet.⁸⁶ OYL 18 luvun säännösten tärkeimpänä funktiona voidaan kuitenkin pitää sitä, että vähemmistöosakkeenomistajalla on mahdollisuus päästä eroon omistuksestaan silloin, kun määräysvallan huomattava keskittyminen johtaa enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisen intressikonfliktin kärjistymiseen.⁸⁷ Vastaavasti Ruotsissa vähemmistönsuojaaminen on merkittävä peruste lunastusvelvollisuudelle. Sielläkin on katsottu, että vähemmistöosakkaila tulee olla mahdollisuus irrottautua yhtiöstä, jossa on määräävä osakkeenomistaja.⁸⁸

⁸² Ks lisää. HE 109/2005 vp, s. 168.

⁸³ HE 109/2005 vp, s. 169.

⁸⁴ Andersson – Johansson – Skog 2013 s. 22:3.

⁸⁵ Ks. Pönkä 2015 s. 104.

⁸⁶ Ks. lisää OYL 16, 17 ja 23 luvuissa tarkoitetuista lunastustilanteista.

⁸⁷ Pönkä 2015, s. 142.

⁸⁸ Sandström 2005 s. 349.

Lunastusvelvollisuus ja lunastusoikeus ovat kuin toistensa vastapuolet ja siksi niiden käsitteleminen yhdessä on turhaa. Seuraavassa molempien puolia käsitellään siis erikseen.

3.3 Lunastusvelvollisuus

Lähtökohtana voidaan pitää sitä, että enemmistöosakkeenomistajan osakeyhtiölakiin perustuvaa lunastusvelvollisuutta voidaan puoltaa vähemmistöosakkeenomistajan suojaamisen tarpeella. Kun vähemmistön omistusosuus laskee yhtiössä alle 10 %, menettää se mahdollisuutensa turvautua yhdenvertaisuusperiaatetta konkretisoiviin ja täydentäviin oikeussuojamekanismeihin.⁸⁹ Siksi mahdollisuus irrottautua yhtiöstä voi tulla konkreettiseksi, kun vaikutusmahdollisuudet yhtiössä käyvät vähiin.

Niin sanottuja määrävähemmistömekanismia ovat esimerkiksi oikeus vaatia ylimääräisen yhtiökokouksen pitämistä (OYL 5:4), erityisen tarkastuksen toimittamista (OYL 7:7), ja vähemmistöosingon jakamista (OYL 13:7). Määräysvallan keskittyminen ei itsessään laajenna enemmistöosakkeenomistajan oikeuksia suhteessa vähemmistöosakkeenomistajiin ja onkin tärkeää ymmärtää, että määräysvalta-asemasta huolimatta on yhdenvertaisuusperiaatetta noudatettava samalla tavalla kuin ennenkin. On kuitenkin huomattu, että yhdenvertaisuusperiaate itsessään ei aina tarjoa tarpeeksi suojaa, varsinkaan suljetuissa yksityisissä osakeyhtiöissä määrävän aseman väärinkäytöksiä vastaan. Tämän vuoksi voidaan pitää tarkoituksenmukaisena, että enemmistöosakkeenomistajan omistusosuuden kasvaessa yli yhdeksänkymmenen prosentin rajan on vähemmistöosakkeenomistajilla realistinen mahdollisuus irrottautua yhtiöstä kohtuullisin ehdoin.⁹⁰

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että enemmistöosakkeenomistajalla saattaa olla suuri houkutus toimia yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti. Määräysvallan saavuttamiseksi, on enemmistöomistaja usein joutunut maksamaan ylihintaa maksamistaan osakkeista. Tämä taas aiheuttaa efektin, jossa houkutus saada ”omiaan takaisin” on suuri. Tämä tapahtuu kattamalla ylimääräiset hankintamenot ottamalla osakkeista maksetun hinnan ja niiden käyvän arvon välisen erotuksen yhtiön varoista. Käytännöllisenä esimerkkinä toimii hyvin esimerkiksi ylisuuret palkkiot yrityksen johdolle (enemmistöomistajalle) tai tavaroiden sekä palveluiden myyminen yhtiölle yli markkinahinnan.

⁸⁹ Pönkä 2015 s. 145.

⁹⁰ Pönkä 2015 s. 145–146.

Lunastusvelvollisuus onkin yksi edellä mainitun riskin parhaimmista estäjistä ja toimii hyvin riskin eliminoimiseksi.⁹¹

Pienosakeyhtiöissä riski on oleellisempi, sillä niissä ei tapahdu samanlaista markkina-valvontaa kuin suuremmissa, pörssiin listatuissa yrityksissä. Pienosakeyhtiöissä valvonta riippuu käytännössä yksinomaaisesti vähemmistöosakkeenomistajan omasta aktiivisuudesta. Lisäksi määräysvallan keskittyminen saattaa tosiasiallisesti vaikuttaa vähemmistöosakkeenomistajan suhteelliseen omistusoosuuteen siten, että tämä menettää mahdollisuutensa turvautua määrävähemmistöoikeuksiin. Edellä esitetyn valossa vaikuttaakin ilmeiseltä, että yksityisissä osakeyhtiöissä (joissa osakeyhtiölain vähemmistösuojasäännöksillä on muutenkin korostuneempi merkitys kuin pörssiyhtiöissä) määräysvallan keskittymiseen liittyvä lunastusvelvollisuus on joustavissa kohonneella enemmistövallan väärinkäyttöriskillä.⁹²

Tuleeko enemmistöosakkuuden ostaja käyttämään määräävää asemaansa väärin, on kuitenkin empiirinen kysymys, jota ei voida ratkaista juridisella argumentoinnilla. Asiaa on voitu tutkia tilastollisin menetelmin katsomalla pörssiyhtiöiden kurssin kehitystä, mutta pienempien yhtiöiden osalta tutkiminen on huomattavasti haasteellisempaa.⁹³

Holderness ja Sheehan ovat tutkineet New Yorkin arvopaperipörssin ja American Stock Exchange -nimisen pörssin yhtiöitä koskevien enemmistökauppojen vaikutuksia. Tutkimuksen mukaan kohdeyhtiöiden kurssien keskimääräinen poikkeuksellinen tuotto oli keskimäärin 7,3 prosenttia kaupan julkistamisen aikana. Positiiviset reaktiot ovatkin ristiriidassa sen ajatuksen kanssa, että enemmistöomistajat ajaisivat pelkästään omia intressejään piittaamatta yrityksen menestyksestä.⁹⁴

On kuitenkin hyvin vaikea sanoa, miten pienissä yhtiöissä, joiden osakkeilla ei käydä kauppaa julkisesti, yhtiön arvo kehittyy omistuksen keskittyessä. Vertailu suoraan pörssiyhtiöön on hankalaa ja pienissä yhtiöissä pääomistajalla voi olla suurempi kannustin muuttaa yhtiön toimintatapaa niin, ettei se koidu vähemmistöosakkaiden hyväksi. Pienissä yhtiöissä ei osakkeen arvolla ole niin suurta merkitystä ja siksi esimerkiksi varojen pumppaaminen yhtiöstä saattaa houkutella suuromistajaa.

⁹¹ Pönkä 2015 s. 147. Vrt. Kaisanlahti jurisprudentia 1995 s. 159–160 ja 164.

⁹² Ks. Pönkä 2015 s. 149.

⁹³ Kaisanlahti 1995 s. 158–159.

⁹⁴ Holderness – Sheehan 1988 s. 319–320, 328 & 331–332.

3.4 Lunastusoikeus

Määräysvallan keskittymiseen liittyvää enemmistöosakkeenomistajan lunastusoikeutta voidaan perustella erityisesti tarpeella saada yhtiö kokonaisuudessaan pääomistajan omistukseen ilman pelkoa siitä, että vähemmistö voi vaatia osakkeistaan kohtuutonta hintaa. Justifikaatio enemmistöosakkeenomistajan lunastusoikeudesta keskittyy pääasiassa siihen, liittykö vähemmistön ulosostomahdollisuuden sallimiseen painavia ja merkityksellisiä yhteiskunnallisia intressejä, jotka tekevät vähemmistöosakkeenomistajan yksityisvarallisuuteen kajoamisen oikeutetuksi; Toisin sanoen omaisuuden suojan loukkaamisen mahdolliseksi.⁹⁵

Puoltavaa näkökantaa lunastusoikeudelle antaa ainakin se, että enemmistön omistusosuuden noustessa yli yhdeksänkymmenen prosentin rajan, alkaa yhtiön intressi väkisinikin samastumaan enemmistöosakkaan intressiin. Omistusosuuden noustessa näin keskittyneeksi, on pääomistajalla usein yhtiön toimintaan liittyviä visioita, jotka eivät välttämättä ole samansuuntaisia vähemmistöosakkeenomistajien intressien kanssa. Riskinä onkin vähemmistöomistajien shikaanimainen käyttäytyminen. Riski on konkreettisimmillaan sellaisissa päätöksentekotilanteissa, jotka edellyttävät osakeyhtiölain, yhtiöjärjestyksen tai osakassopimuksen mukaan osakkeenomistajan suostumusta.⁹⁶

Varsinkin pienissä osakeyhtiöissä vähemmistö pystyy melko tehokkaastikin estämään yhtiön päätöksenteon. Tämän perusteella lunastusoikeutta voidaan perustella enemmistönsuojaa koskevin argumentein.⁹⁷ Kuvitteellisessa, mutta mahdollisessa tilanteessa osakkeenomistaja voi moittia yhtiökokousta ja näin hidastaa tai jopa estää päätöksenteon. Tätä niin kutsuttua yleislauseketta ei kuitenkaan ole tarkoitettu shikaani tarkoituksiin eikä vähemmistöosakkeenomistajan spekulatiivisiin keinoihin ajaa omia etujaan tavalla, joka oikeudettomasti loukkaa yhtiön ja sen enemmistöosakkeenomistajien etua.⁹⁸

Sopimusoikeudellisesta näkökulmasta lunastusmenettely näyttäytyy yleisenä sopimusehtona, johon implisiittisesti sitoudutaan osakkeita hankkiessa. Asiaa voidaan ajatella niin, että lunastusoikeus antaa määräävälle osakkeenomistajalle kohtuuttoman edun kajota vähemmistöosakkeenomistajan suojattuun omaisuuteen. Kaupallisessa ympäristössä tällaiseen etuun tulisi kuitenkin suhtautua kriittisesti, sillä OYL 18:1.1:iin

⁹⁵ Pönkä 2015 s. 150–151.

⁹⁶ Pönkä 2015 s. 151.

⁹⁷ Pönkä 2015 s. 151.

⁹⁸ Koski 1993 s. 47.

perustuva lunastusoikeus on riski, jonka osakkeenomistaja on voinut huomioida osakkeita hankkiessaan.⁹⁹

Tappiollisia sopimuksia ei tule estää esimerkiksi sovittelulla, sillä niiden mahdollisuus on välttämätön osa markkinavaihdantaa, johon ainakin elinkeinoelämän osapuolten tulee varautua harkitessaan valmiuttaan sitoutua sopimukseen. Pelkästään riskin realisoituminen ja siitä johtuva velvoitteiden epäsuhta ei yleensä tarkoita sitä, että sopimusta tulisi sen vuoksi sovotella. Voidaan myös ajatella, että suostuessaan kohtuuttomaan etuun, osapuoli tekee tietoisesti omalta kannaltaan epäedullisen sopimuksen. Reaalielämässä itselle epäedullisia sopimuksia ei tyypillisesti tehdä. Tämän vuoksi epäedullista sopimusta ei tule kovin herkästi tulkita tarkoitukselliseksi toisen hyödyttämiseksi. Mikäli kyse on kuitenkin tarkoituksella tehdystä itselle epäsuotuisasta sopimuksesta, ei osapuoli voi jälkeempäin vedota kohtuuttomuuteen, vaikka hän muuttaisi mielensä.¹⁰⁰

On toki huomioitava, että vähemmistöosakkeiden lunastuksessa lunastussääntely on pakottavaa oikeutta. Tästä huolimatta yksityisissä yhtiöissä, jotka ovat harvaan omistettuja, voi vähemmistöosakkeenomistaja aina vaatia enemmistöomistajaa sitoutumaan osakassopimuksessa olemaan käyttämättä OYL 18:1.1:iin perustuvaa lunastusoikeutta. Näin myös usein sovitaan vaikka yhtiöoikeudellista sitovuutta tällaisella sopimusehdolla ei olekaan.¹⁰¹

Edellä mainitun lisäksi enemmistöosakkeenomistajan lunastusoikeutta voidaan puoltaa resurssien tehokkaan allokoitumisen näkökulmasta. Erityisesti konsernisuhteissa allokatiiviset tehokkuusnäkökohdat painavat yhteiskunnallisten tarpeiden edistämistä.¹⁰²

Taloudellisen analyysin mukaan onkin merkityksetöntä ketkä osakkaista hyötyvät, kunhan joku hyötyy ja taloudellinen tehokkuus kasvaa. Oleellista onkin, että arvonnousua katsotaan kaikkien osakkaiden saamista yhteenlasketuista hyödyistä ja haitoista. Jos jäädään hyödyn puolelle, on toimittu taloudellisesti tehokkaasti¹⁰³. Arvonnousu on kuitenkin vain ilmaus tehokkuuden lisääntymisestä. Lunastusoikeuden näkökulmasta oleellista on se, että taloudellinen tehokkuus yhteiskunnassa lisääntyisi omistuksen keskittymisen vuoksi. Luonnollista on siis se, että enemmistöosakkaalla on

⁹⁹ Pönkä 2015 s. 151–152.

¹⁰⁰ Ks. Hemmo 2003 s. 75 & 77.

¹⁰¹ Pönkä 2015 s. 151–152.

¹⁰² Pönkä 2015 s. 153.

¹⁰³ Ks. Esim. Carney 1980, s. 118, alaviite 191 samansuuntaisesta ajattelutavasta.

suuri kannustin hankkia muut osakkeet itselleen ja edistää tehokkuutta, jos näin voidaan kasvattaa arvonnousun tuomaa voittoa.¹⁰⁴

Voidaan kuitenkin todeta, että tosiasiallisesti riitaisuuksista lähteneet lunastusmenettelyt ovat harvinaisempia kuin muista syistä aloitetut menettelyt.¹⁰⁵ Vähemmistöosakkaat haluavat esimerkiksi luopua osakkeistaan, koska he eivät voi juurikaan vaikuttaa yritykseen tai osakkeen omistamiseen ei tuota heille lisäarvoa. Enemmistöosakkaat taas haluavat esimerkiksi maksimoida arvonnousunsa ja ohjata yritystä haluamaansa suuntaan. Omistajien erilaiset intressit ja tavoitteet siis ohjaavat omistusten lopulliseen keskittymiseen.

3.5 Lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta ilmoittaminen

Lunastajan on viipymättä ilmoitettava yhtiölle OYL 18:1 §:ssä tarkoitetun lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä ja lakkaamisesta. Tämän lisäksi yhtiön, jolla tarkoitetaan mahdollisesti lunastettavaa yhtiötä, on viipymättä ilmoitettava lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntyminen tai lakkaaminen rekisteröitäväksi, kun yhtiö on saanut lunastajalta 1 momentissa tarkoitetun ilmoituksen tai muuten luotettavan tiedon lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä tai lakkaamisesta.

Säännökset vastaavat asiallisesti EOYL:n 14 luvun 19 §:n 4 momentin säännöksiä. Voimassa olevassa laissa kuitenkin korostetaan sitä, että yhtiön saadessa tiedon lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä muulta kuin lunastajalta, on sen kiinnitettävä erityistä huomiota tiedon luotettavuuteen. Myös vanhaa lakia on tulkittu jo ennestään näin.¹⁰⁶

Lunastajan kohdeyhtiön suuntautuvan ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönti on kriminalisoitu lunastajan johdon osalta osakeyhtiörikkomuksena OYL 25:2.1:n 3 kohdassa. Vastaavaa sanktiota ei kuitenkaan ole asetettu kohdeyhtiön johdolle rekisteröimisvelvollisuuksien laiminlyönnistä.¹⁰⁷

Siitä, kuinka lunastajan on tehtävä ilmoitus, ei ole perusteluissa mainintaa. Sääöksessä ei vaadita määrämuaotoa eikä edes todisteellista ilmoitusta. Voidaan kuitenkin katsoa, että ilmoitus tulisi tehdä tavalla, josta ilmoittaja voi myöhemmin esittää luotettavaa

¹⁰⁴ Ks. Kaisanlahti 2002 (JP), s. 80.

¹⁰⁵ Kyläkallio ym. 2020 s. 210.

¹⁰⁶ HE 109/2005 vp, s. 169.

¹⁰⁷ Mähönen ym. 2006, s. 565.

näyttää. Onkin suositeltavaa, että ilmoitus tehdään kirjallisesti, mutta myös sähköpostia voidaan pitää kelvollisena tapana.¹⁰⁸

OYL:n 18:1 mukainen vähemmistöosakkeiden lunastusoikeus- ja velvollisuustilanne ilmoitetaan kaupparekisterin internetsivujen mukaan lomakkeella. Kyseessä on muutosilmoitus, joka tehdään silloin, kun kaupparekisteriin rekisteröityn tietoon tapahtuu muutos tai kun ilmoitetaan rekisterissä olevaa osakeyhtiötä koskeva uusi asia rekisteröitäväksi kaupparekisteriin. Vähemmistöosakkeiden lunastaminen on yksi tällaisista muutoksista. Tapahtuneesta muutoksesta tai uudesta asiasta on viivytyksettä tehtävä rekisteriviranomaiselle ilmoitus (muutosilmoitus) siten kuin yritys- ja yhteisötietolain (244/2001) 11 §:ssä säädetään.¹⁰⁹ Lunastusmahdollisuuden syntyminen tai lakkaaminen on yhtiön kannalta niin merkittävä ja olennainen tapahtuma, että siitä on mainittava yhtiön toimintakertomuksessa.¹¹⁰

Se, että lunastaja tai yhtiö laiminlyö ilmoitusvelvollisuutensa, ei vaikuta lunastusoikeuden tai -velvollisuuden olemassaoloon. Laiminlyönti voi aiheuttaa kuitenkin asianomaiselle vahingonkorvausvelvollisuuden asiassa vahinkoa kärsinyttä kohtaan ja lisäksi sillä voi olla vaikutusta lunastushintaan.¹¹¹

Ilmoitusvelvollisuuden ja ilmoituksen rekisteröintivaatimuksella on tarkoitus varmistaa, että muut osakkeenomistajat saavat mahdollisimman nopeasti tiedon lunastusoikeuden- ja velvollisuuden synnystä ja lakkaamisesta. Näin on perusteltu jo edellisen osakeyhtiölain päivityksen perusteluissa.¹¹²

3.6 Perusoikeusulottuvuus lunastuksessa

Perusoikeudet luetellaan Suomen perustuslain toisessa luvussa. Tarkastelemalla näitä perusoikeuksia voidaan helposti havaita, että vain harvalla niistä on liityntöjä osakeyhtiöoikeudellisiin asioihin. On myös huomioitava, että yksittäisen perusoikeuden merkitys osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa voi käytännössä olla hyvin kapea, vaikka näennäiset yhtäläisyydet saattavatkin johdatella toisenlaiseen tulkintaan. Hyvänä esimerkkinä tällaisesta perusoikeudesta toimii perustuslain 6 §, jolla voisi hyvinkin

¹⁰⁸ Mähönen ym. 2006 s. 565–566.

¹⁰⁹ Kyläkallio J, Irola, Kyläkallio, K 2020 s. 46, 57 & 215.

¹¹⁰ ks. Kirjanpitolain (1997/1336) 3:1 a.3:n 1-k.

¹¹¹ Kyläkallio ym 2020. s. 216.

¹¹² HE 89/1996 vp, s. 158.

kuvitella olevan runsaasti yhtäläisyyksiä osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa.¹¹³

Klassinen ja myös Suomen oikeuden mukainen lähtökohta on, että perusoikeudet vaikuttavat ensi sijassa vertikaalisessa suunnassa, eli yksityisten ihmisten ja julkisyhteisöjen välisissä suhteissa. Perusoikeuksille voidaan kuitenkin myös konstruoida horisontaalisen tason vaikutuksia, eli yksityisten välisissä suhteissa huomioitavia vaikutuksia.¹¹⁴ Tällöin puhutaan perus- ja ihmisoikeuksien Drittwirkung-ulottuvuudesta, jonka teoreettiset lähtökohdat ovat pitkälti paikannettavissa Saksaan.¹¹⁵

Vuoden 1995 perustuslain esitöiden mukaan ei voida pitää riittävänä, että perusoikeuksien vaikutus koskee vain yksilön ja valtion välisiä suhteita, vaan niiden tulee säteillä koko yhteiskuntaan.¹¹⁶ Horisontaalisia vaikutuksia onkin sekä välittömiä että välillisiä. Välittömässä vaikutuksessa perusoikeudet ovat suoraan sovellettavissa myös yksityisten välisiin suhteisiin ilman, että tarvitaan muita välittäviä mekanismeja. Tämä tarkoittaa sitä, että yksityinen voi vedota suoraan perusoikeuteensa toista yksityistä vastaan viime kädessä tuomioistuinmenettelyssä. Välillisessä vaikutuksessa yksityisten välisiä suhteita sääntelevät perustuslakia alemman asteiset normit saavat sisältönsä perusoikeuksista käsin. Siitä onko käytännön tarvetta välittömälle vai välilliselle horisontaalivaikutukselle riippuu paljolti siitä, kuinka hyvin tavallinen lainsäädäntö kattaa asianomaisen tilanteen. Perusoikeuden itsenäinen merkitys on sitä suurempaa mitä aukollisempaa lainsäädäntö on. Näin ollen Perusoikeuden vaikutus välittyy siten yksityisten välisiin suhteisiin ensi sijassa perusoikeutta täsmentävän tavallisen lainsäädännön kautta.¹¹⁷

Eurooppalaisessa keskustelussa horisontaalivaikutusta vieroksutaan erityisesti siksi, että sen tunnustaminen saattaisi oikeuttaa lainkäyttötilanteissa perusoikeuksiin vetoamalla tapahtuvan puuttumisen yksityisten välisiin sopimusoikeudellisiin ja muihin vastaaviin taloudellisiin suhteisiin. Oven tällaisille mahdollisuuksille avaa – ehkä – rajoitetusti PL 106 §. Halutessa ulottaa horisontaalivaikutus yksityisoikeudellisiin suhteisiin, saatetaan korostaa, ettei kyse olisikaan varsinaisesta puuttumisesta kahden tasavertaisen yksilön,

¹¹³ Pönkä 2015, s. 171–172.

¹¹⁴ Tyränki 2000 s. 288.

¹¹⁵ Norr 2018 s. 187.

¹¹⁶ HE 308/1993 vp s. 29.

¹¹⁷ KM 1992:3 s. 130–131.

vaan erityisesti kahden keskenään tosiasiaassa eriarvoisen yksityisoikeudellisen subjektin suhteeseen. Esimerkkinä voidaan mainita esimerkiksi yksilön suhde pankkiin.¹¹⁸

Osakkeen lunastusinstituution näkökulmasta merkittävänä perusoikeutena voidaan kuitenkin pitää PL 15 §:n mukaista omaisuuden suojaa. Enemmistöomistajan lunastusoikeus merkitsee suurta riskiä vähemmistöosakkeenomistajalle, joka voi realisoitua pakko-ottamisen kautta ilman vähemmistöomistajan mahdollisuutta kontrolloida asiaa. Lisäksi enemmistöomistajan valta päättää siitä toteuttaako se lunastusta ylipäänsä vaiko ei, merkitsee epävarmaa olosuhdetta vähemmistöomistajalle.^{119, 120}

Omaisuudensuojanäkökohtia on hyvin heikosti tai ei ollenkaan huomioitu lisättäessä osakeyhtiölakiin lunastussäännöksiä. Lisäys tehtiin vuoden 1978 osakeyhtiölakiin.¹²¹ Huomattavaa on, että myöskään vuoden 2006 osakeyhtiölakia säädettäessä ei omaisuudensuojaan kiinnitetty vielääkään huomioita. Hallituksen esityksessä uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi on todettu, että uudet säännökset korvaavat voimassa olevat vähemmistöosakkeiden lunastamista koskevat säännökset ja lisäksi niitä koskeva luku rakentuu voimassa olevan sääntelyn periaatteiden pohjalle.¹²²

On kuitenkin huomioitava, että horisontaalisissa suhteissa perusoikeudet ovat olleet vasta 2000-luvulla enemmän ja enemmän oikeustieteilijöiden kiinnostuksen kohteena. Onkin odotettavissa, että myös osakeyhtiöoikeudessa perusoikeudet tulevat kasvattamaan rooliaan, erityisesti lainvalmisteluvaiheessa. Virkamiesten tulisikin lainvalmisteluvaiheessa kiinnittää entistä enemmän huomioita esitysten perusoikeusyhteensopivuuteen¹²³. Lisäksi olisi tarpeellista pyrkiä pidättäytymään lainsäädäntöhankkeista, jotka taannehtivasti puuttuvat osakkeenomistajien hallinnoimisoikeuksiin tai varallisuuspitoisiin oikeuksiin.¹²⁴

Omaisuudensuojasäännös rajoittaa kuitenkin lainsäädännön muutoksia. Suojan taustalla on nähty olevan kysymys oikeussubjektien perusteltujen odotusten suojaamisesta taloudellisissa asioissa. Osapuolilla on oikeus luottaa siihen, ettei tällaisia seikkoja voida säännellä tavalla, joka kohtuuttomasti heikentäisi sopijapuolten oikeusasemaa.

¹¹⁸ Tyränki 2000 s. 289.

¹¹⁹ Ks. Sjöberg 2007 s. 294–295. Käänteisestä tilanteesta, jossa vähemmistöomistaja vaatii OYL 18:1.1:n mukaista lunastusta, ei ole havaittavissa samanlaista omaisuuden suojan toteutumista vaarantavia tekijöitä.

¹²⁰ Pönkä 2015 s. 173–176.

¹²¹ Vahtera 2012 s. 961.

¹²² HE 109/2005 vp, s. 168.

¹²³ Termi perusoikeusyhteensopivuus lainatta karhulta. Ks. Karhu 2012.

¹²⁴ Pönkä 2015 s. 182.

Riskit sille, että osakkeenomistajan oikeusasema kokee muutoksia muuttuvasta lainsäädännöstä, on silloin, kun lainsäätjä pyrkii alan kulloisiakin tarpeita vastaavaan ja ajanmukaiseen sääntelyyn.¹²⁵

Sääntelymuutosten vastapuolena ovat tarve taloudelliseen tehokkuuteen ja yrityssääntelyn muut tavoitteet, joita on pidettävä sinänsä hyväksyttävänä.¹²⁶ Lainsäädäntöä muutettaessa on erityinen merkitys annettava sääntelyn tarkoituksen hyväksyttävyydelle ja sääntelyn oikeasuhtaisuudelle. Puuttumisen tulee lisäksi täyttää perusoikeuksien yleiset rajoitusedellytykset.¹²⁷ Omaisuuden perustuslainsuojasta voidaan johtaa muun muassa vaatimus ja toimeksianto ylläpitää ja jatkuvasti kehittää oikeudenmukaista ja tasapuolista varallisuussuhteita koskevaa lainsäädäntöä.¹²⁸ Kriittisesti oikeusvarmuuden ja riskipositioiden pysyvyyden näkökulmasta on suhtauduttava sellaisiin lainsäädännön muutoksiin, jotka kohdistuvat osakkeenomistajan keskeisiin varallisuus- ja hallinnoimisoikeuksiin.¹²⁹

Omaisuudensuojan merkitystä ja tulkintavaikutusta lunastusprosessissa voidaan arvioida korkeimman oikeuden ratkaisun KKO 2012:64 kautta. Tapauksessa oli kysymys Helsingissä sijaitsevan keskinäisen kiinteistöosakeyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastamisesta ja tarkemmin ottaen siitä, mitkä seikat oli otettava huomioon määritettäessä OYL 18:1.1:ssä tarkoitettua käypää lunastushintaa. Erityistä tapauksessa oli se, että keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä osakkeet tuottavat oikeuden tiettyjen tilojen hallintaan. Osakkeet eivät sen vuoksi ole tyypillisesti hankittu sijoitusluonteisesti, kuten liiketoimintaa harjoittavan osakeyhtiön osakkeiden osalta tehdään.¹³⁰

Kyseisessä korkeimman oikeuden ratkaisussa arvioitiin omaisuudensuojakysymyksiä useista eri näkökulmista. Ensinnäkin korkein oikeus tarkasteli PeVL:n lausuntoa.¹³¹ Lausunnossa todettiin, että osakeyhtiölain lunastussäännökset eivät ole ristiriidassa perustuslain kanssa. Toiseksi korkein oikeus tarkasteli Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisukäytäntöä omaisuudensuojan osalta, mikä perustuu

¹²⁵ Vahtera 2011 s. 174.

¹²⁶ Vahtera 2011 s. 174.

¹²⁷ Mähönen – Villa 2015 s. 106–107.

¹²⁸ Länsineva 2002 s. 256.

¹²⁹ Ks. Vahtera 2011 s. 176.

¹³⁰ Ks. Vahtera 2012 s. 959–960.

¹³¹ Ks. Perustuslakivaliokunnan lausunto 53/2001 vp s. 2, Lausunto koski valtion vakuusrahastoa koskevaa säännöstä, jonka perusteella tietyt pankkien osakkeet voitiin lunastaa muun muassa mainitulle rahastolle täyttää korvausta vastaan. Lisäksi kannanotossa perustuslakivaliokuntatotesi, että ” Perustuslakivaliokunnan käsityksen mukaan perustuslaissa säädetty yleisen tarpeen vaatimus ei välttämättä edellytä, että lunastus tapahtuu julkisyyhteisön hyväksi (esim. PeVL 4/2000 vp, s. 4/I).

Euroopan ihmisoikeussopimuksen ensimmäisen lisäpöytäkirjan 1 artiklaan. Korkein oikeus totesi, ettei ihmisoikeusvelvoitteiden täyttäminen edellytä sellaista markkinahinnan ylittävää korvausta, joka kattaisi myös lunastukseen liittyvät kulut ja tulonmenetyksen, kun kyseessä on yleisen edun vuoksi luotu korvausjärjestelmä.

Korkein oikeus piti kuitenkin aiheellisena huomioida ihmisoikeustuomioistuimen oikeuskäytännön lunastusmenettelyiden osalta. Korkein oikeus pitikin lähtökohtana sitä, että lunastettavan omaisuuden omistajilla on oikeus saada lunastushintana täysi korvaus hänelle lunastuksesta aiheutuneista taloudellisista tappioista. Päätymistä tähän lähtökohtaan painotettiin sillä, että kohteen erityispiirteiden perusteella käypään arvoon voidaan sisällyttää omaisuudesta johtuvat korjauserät.¹³²

Korkeimman oikeuden ratkaisun mukaan OYL 18 luvun säännökset eivät estä tulkintaa, jossa keskinäisen kiinteistöosaakeyhtiön vähemmistöosakkeenomistajalla olisi oikeus saada osakkeiden lunastuksen johdosta lunastushintana suoritus, jossa vaihto-, substanssi- ja tuottoarvoon sekä vastaaviin arvostusperusteisiin perustuvan osakkeiden kohteen korvauksen ohella käypää arvoa määriteltäessä otettaisiin huomioon myös osakkeenomistajalle osakkeiden lunastamisesta johtuvat toimitilojen hallinnan menettämisestä aiheutuvat välittömät kustannukset ja vahingot. Korkein oikeus painottikin, että PL 15 §:stä ilmenevät periaatteet antoivat tukea tällaiselle tulkinnalle.¹³³

Tapauksessa annettiin kuitenkin myös merkitystä sille, että vähemmistöosakkeenomistaja oli hankkinut osan lunastuksen kohteena olevista osakkeista ennen kuin lainsäädäntö salli määräysvallan keskittymiseen perustuvan vähemmistöosakkeiden pakko-ottamisen. Oikeutta saada täysi korvaus katsottiin korostuvan silloin, kun osakkeenomistaja ei ole voinut yhtäältä estää oikeusasemansa heikkenemistä uuden lainsäädännön myötä eikä toisaalta varautua siihen tehdessään sijoituksen yhtiöön.¹³⁴

On kuitenkin todettava, että edellä mainitulla ratkaisulla ei ole vaikutuksia voittoa tavoittelevien yhtiöiden lunastusriitoihin. Korkein oikeus totesi, että niiden osalta normaalit hinnanmäärittävät antavat täyden korvauksen lunastuksen aiheuttamasta menetyksestä. Tästä johtuen ratkaisun ohjaava vaikutus on hyvin rajallinen.¹³⁵

¹³² Vahtera 2012 s. 962.

¹³³ Pönkä 2015 s. 180.

¹³⁴ Pönkä 2015 s. 180.

¹³⁵ Vahtera 2012 s. 966.

Yhteenvetona voidaan todeta, että perusoikeuksilla tulee todennäköisesti ajan kuluessa olemaan merkittävämpi rooli osana vähemmistöosakkeiden lunastuksia, mutta kuitenkin rajallisesti, johtuen osakeyhtiölaissa olevista periaatteista ja säännöksistä. On kuitenkin selvää, että seuraavassa osakeyhtiölain kokonaisuudistuksessa on tärkeää pohtia entistä enemmän myös perusoikeuskysymyksiä. Pönkä onkin todennut, että konkreettisissa lunastustilanteissa perusoikeuksien toteutumiseen on kiinnitettävä erityistä huomiota, johtuen perusoikeusyhteensopivuusarvioinnin sivuuttamisesta osakeyhtiölain lunastussäännöksiä laadittaessa. Esimerkiksi PL 15 §:n osalta on kuitenkin aidosti merkitystä vain silloin, kun kyse on vähemmistöosakkeiden pakko-ottamisesta.¹³⁶

Lopuksi on vielä mainittava kehitysaskeleesta, joka osakeyhtiönlain valmistelussa on noussut uudelle tasolle; toivon mukaan pysyvästi. Viimeisimmässä OYL 18 luvun päivityksessä suhdetta perustuslakiin ja sen 15 §:ään on käsitelty ja todettu ettei ristiriitaa ole, sillä esitys ei ollut perustuslakivaliokunnassa käsiteltävänä. Omaisuudensuojasäännöksen mukaiseksi on katsottu säännökset, joissa pakkolunastuksesta säädetään lailla, yleiseen tarpeeseen ja täyttä korvausta vastaan.¹³⁷ Perusoikeuksien lisääntynyt merkitys horisontaalisissa suhteissa pakottaa tutkimaan entistä enemmän perusoikeusliitännäisyyksiä lainvalmistelussa ja suunta vaikuttaakin oikealta.

4 ARVONMÄÄRITYKSEN VAIHEET

Tässä luvussa käsitellään arvonmäärityksen osatekijöitä. Arvon määrittäminen on monesta eri vaiheesta koostuva prosessi. Seppänen on koonnut yhteen siihen kuuluvat vaiheet ja tässä tutkielmassa hyödynnetään näitä. Arvonmäärittäminen voidaan jakaa seuraavasti:

1. Arvonmäärityksen ja käyttötarkoituksen identifiointi, arvonmäärityksen kohteen ja tason yksilöinti sekä arvopäivän määrittäminen
2. Arvon perusta
3. Arvonmäärityksen lähestymistavan valinta
4. Operationaalinen vaihe
5. Mahdolliset oikaisut lopullisen arvon indikaation määrittämiseksi
6. Johtopäätökset lopullisesta arvon indikaatiosta.¹³⁸

¹³⁶ Pönkä 2015 s. 183.

¹³⁷ HE 71/2013 s. 20.

¹³⁸ Seppänen 2020, s. 201 Ks. tarkemmin Seppänen, Yrityksen arvonmäärittäminen, Alma Talent, 2017.

4.1 Arvonmääritystehtävä

Toimeksiannon tavoite määrittelee sen, mikä on arvonmäärityksen tehtävänä. Ensinnäkin mihin tarkoitukseen arvonmääritystä tehdään? OYL 18 luvun osalta tarkoituksena on löytää lunastushinta lunastettaville osakkeille. Toisekseen kohteena on yhtiön vähemmistöosakkaiden vähemmistöosakkeet. Käyttötarkoituksena arvon indikaatiolle on löytää oikea lunastushinta niin lunastajan kuin vähemmistöosakkaan näkökulmasta. Oikea arvonmääritys hetki saadaan selville OYL:sta.

Osakkeen lunastushinta määräytyy välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan (Ks. OYL 18:7.1). Tästä ei luultavimmin ole mahdollisuutta poiketa, vaikka vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana ei näin ollut.¹³⁹ Ajankohdalla ei tarkoiteta pistemäisesti vain tiettyä hetkeä, vaan jossain määrin myös lähimenneisyys voidaan ottaa huomioon.¹⁴⁰ Tarkoituksena onkin ottaa huomioon tarvittaessa myös laajemminkin edeltävä kurssikehitys ja siihen vaikuttaneet olosuhteet. Lunastushinnan määrittämisen ajankohta on nimenomaisesti kytketty välimiesmenettelyn aloittamiseen eikä lunastusedellytysten syntymiseen. Tällä voi olla suurikin merkitys lopulliseen lunastushintaan. Huomionarvoista on kuitenkin se, että niin lunastaja kuin vähemmistöosakas voivat harkita, milloin haluavat aloittaa lunastusmenettelyn.¹⁴¹

Mikäli lunastusta ei aloiteta heti kun oikeus sen aloittamiseen alkaa, syntyy riski osakkeen hinnanmuutoksesta. Vaikka lunastushinnassa voidaan ottaa jossain määrin huomioon myös aiempi historiallinen kehitys, ei se tarkoita, että esimerkiksi osakkeen hinnan laskiessa, vähemmistöomistaja voisi käyttää hyväksi lunastusmahdollisuutta ja vaatia aiempaa korkeampaa osakkeen hintaa.

Lähtökohtaisesti useiden kuukausien tai jopa vuoden pituista ajan jaksoa ei voida huomioida, mutta myös poikkeuksellisissa tilanteissa tämä on mahdollista, Esimerkiksi suuri osakekauppa puoli vuotta ennen lunastusmenettelyn aloittamista voidaan olettaa olevan osoitus käyvästä hinnasta.¹⁴² Edellä mainitun perusteella voidaan todeta, että hinnan määrittämisen ajankohta on selkeä, mutta joustavuuden tarkoituksena on käyvän hinnan saavuttaminen, myös erikoisemmissä tilanteissa, joissa voisi olla vaarana epäoikeudenmukainen hinnan muodostuminen. Lisäksi lunastajalla on lunastusmenettelyn aloittamisen jälkeen mahdollisuus kehittää yhtiötä ilman pelkoa siitä, että se vaikuttaisi tulevaan lunastushintaan. Kun lunastajalle siirtyy osakkeiden

¹³⁹ Mähönen & Villa s. 870.

¹⁴⁰ Kyläkallio ym. 2020 s. 230. Ks. samansuuntaisesti myös Pönkä 2015 s. 645.

¹⁴¹ Airaksinen ym. 2018 s. 622.

¹⁴² Ks. KKO 1993:31.

arvoon liittyvä taloudellinen riski, vähemmistöosakkeenomistajat eivät saa hyväkseen sen jälkeistä kohdeyhtiön arvonnousua eikä toisaalta heidän asemansa voi heikentyä kohdeyhtiön mahdollisen arvon alenemisen johdosta.¹⁴³

4.2. Lähtökohtaoletukset eli premissit; arvo kenelle? Vaihtoarvo tai omistaja-arvo

Lähtökohtaoletuksien tarkoituksena on määrittää, kenen markkinaosapuolten näkökulmasta arvoa määritetään. Määrittäminen voidaan tehdä vaihtoarvon tai omistaja-arvon näkökulmasta. IVS (International valuation standards) 2020 ei enää määrittele käsitteitä vaihtoarvo ja omistaja-arvo, kuten IVS 2013.¹⁴⁴ Näiden standardien merkitys ei mielestäni ole kuitenkaan hävinnyt OYL 18 luvun mukaisissa lunastuksissa, joten seuraavassa hyödynnetään näitä vanhan version standardeja.

Arvonmäärittäminen peruspremissinä voidaan pitää vaihtoarvoa ja omistajanarvoa. Ne toimivat tietynlaisina tukitasoina, joihin muut arvon perustat voivat tukeutua.¹⁴⁵ Niiden tarkoituksena onkin selventää perusluonnetta, joka valitulla arvon perustalla on. Vaihtoarvoa voidaan pitää objektiivisena ja yleisenä arvona, sillä siinä omaisuuden arvo määräytyy omistajasta riippumatta siitä hinnasta, mikä omaisuudesta myytäessä saataisiin. Se toimii siis arvona kenelle tahansa myyjästä ja ostajasta riippumatta. Omistajanarvoa voidaan puolestaan pitää subjektiivisena arvona, sillä sitä tarkastellaan aina jonkun tietyn omistajan näkökulmasta.¹⁴⁶

Omistajanarvo kertoo omaisuuden rahamääräisen arvon tai hyödyn, joka omaisuudella on sen omistajalle. Tarkastelu tehdään aina tietyn yksilön tai ryhmän näkökulmasta. Tätä voidaankin pitää melko luontaisena, sillä on tyypillistä, että samalla omaisuudella on arvioijasta riippuen hyvin erilainen arvo tai ainakin mielikuva sen arvosta. Esimerkiksi keräilyautolla voi olla todella korkea jälleenmyyntihinta myyjän mielestä, kun taas jonkun ostajan mielestä kyseessä on auto muiden joukossa ja siksi hänen mielestään arvo on huomattavasti pienempi kuin myyjän mielestä. Omistajalla tarkoitetaan tässä yhteydessä kaikkia niitä henkilöitä, joilla on nykyinen tai tuleva omistajan intressi omaisuuteen.¹⁴⁷

Omistajanarvossa on siis kyse hyvin subjektiivisesta arvosta, jolla ei kuitenkaan tarkoiteta yksinomaan omistajan itsensä ajatusta omaisuuden oikeasta arvosta.

¹⁴³ Ks. KKO 2009:19.

¹⁴⁴ Ks. Seppänen 2018 s. 202 ja viite 10 sekä IVS 2020 & 2013 (Viitekehys, kohta 8).

¹⁴⁵ Hitchner 2017 s. 32.

¹⁴⁶ Savolainen 2014, s. 6.

¹⁴⁷ Ks. Savolainen 2014, s. 6, Bonbright 1937 s. 15, 69 ja 92–93.

Ajatuksena onkin löytää kohtuullinen tai perusteltu omaisuuden arvo johon järkevä omistajakin päätyisi esimerkiksi arvioitsijan hinnan määrittämisen jälkeen.¹⁴⁸ Omistajanarvon voidaan katsoa kuvaavan ennen kaikkea sellaista omaisuuden arvoa, jota ei olla myymässä, vaan omaisuus on nykyisen omistajan tai haltijan käytössä. Omaisuudella ei tarvitse välttämättä olla edes vaihtoarvoa ollakseen arvokas omistajalle.¹⁴⁹

Vaihtoarvossa on kyse siitä, millä hinnalla tietty omaisuus voidaan tosiasiallisesti myydä. Tyypillisesti se ilmaistaan hyödykeyksikön (esimerkiksi auto) ja rahayksikön (esimerkiksi euro) välisenä vaihtoarvona eli hintana. Toisinkuin omistajanarvossa, vaihtoarvossa olennaista on se, onko omaisuus myytävissä eli muutettavissa rahaksi. Ajatuksena onkin, että omistajanvaihto tapahtuu todellisen tai kuvitteellisen hinnan perusteella, jolloin omaisuuden arvo on sen myyntihinta. Omaisuudella ei tietenkään ole vaihtoarvoa, jos se ei ole myytävissä.¹⁵⁰ Vaihtoarvon objektiivisuus syntyy siitä, että sen arvo määräytyy omistajasta riippumatta.¹⁵¹

Suurimpana eroavuutena vaihtoarvon ja omistajanarvon välillä on siis se, että omistajanarvossa hinnan muodostuksessa keskiössä on subjektiivinen näkemys, vaikkakaan se ei muodosta yksistään hintaa, ainakaan vaihdannassa. Vaihtoarvo sen sijaan muodostuu objektiivisesti ja sen edellytyksenä on omaisuus, joka on vaihdettavissa.

Samana omaisuuden arvo voi olla hyvinkin erilainen riippuen arvioidaanko omaisuutta omistajanarvon vai vaihtoarvon näkökulmasta. Esimerkiksi voidaan ottaa yritys A, joka harjoittaa vaihtoautojen myyntiä. Yrityksen ainoa omistaja ja työntekijä on kovan tason myyjä ja saakin myytyä ostamansa autot hyvään hintaan. Yritys tuottaa omistajalleen hyvin tuloja, vaikka yrityksen omistuksessa ei kerrallaan ole kovin suurta määrää autoja. Yritys on kuitenkin myytävissä, mutta sen vaihtoarvo on pieni, sillä yrityksellä on vain vähän omaisuutta ja sen kannattavuus perustuu sen ainoaan omistajaan ja hänen hyviin myyntitaitoihin. Omistajanarvo voi näin ollen olla huomattavastikin suurempi kuin vaihtoarvo, sillä yrityksen omistaja pystyy tekemään sillä keskivertoa parempaa tulosta.

¹⁴⁸ Savolainen 2014 s. 6, Bonbright 1937 s. 85.

¹⁴⁹ Hitchner 2017 s.32.

¹⁵⁰ Bonbright 1937 s. 15–16, 40 ja s. 61, ja Hitchner 2017 s. 32.

¹⁵¹ Savolainen 2014, s. 7.

Tilanne muuttuu päinvastaiseksi, jos yrityksellä B olisi suuri määrä autoja, mutta niiden myyntihinnat eivät juurikaan eroaisi sisäänosto hinnasta. Tällöin esimerkiksi yritys C, joka saa myytyä autoja paremmalla katteella kuin B, saattaisi tarjota yrityksestä B suuremman vaihtoarvon kuin mitä B arvelee omistajanarvon olevan.

Tosiasiassa omistajanarvon voidaan katsoa olevan vähintään sen vaihtoarvon muodostaman nettohinnan, sillä kuka myisi yrityksensä halvemmalla, kuin mitä siitä vaihdannassa saisi. Mitä suurempi vaihtoarvo, sitä suurempi omistajanarvo.¹⁵²

4.3 Mitä arvoa määritetään eli arvon perusta

Liiketaloudessa arvon määrittely kiteytetään kahteen kysymykseen. 1. Kuinka termi ”arvo” määritellään, eli mikä on arvokäsite ja 2. millä menetelmällä tämä arvo määritellään.¹⁵³ Nämä ovat keskeisiä kysymyksiä myös oikeudellisessa arvonmäärittelyssä, jossa on lisäksi huomioitava oikeudenalan lainsäädäntö ja muut oikeuslähteet.¹⁵⁴

Yrityksen arvonmäärittely on prosessi, jossa eri tekniikoiden avulla määritetään liikeyrityksen arvo tietynä aikana tietyssä paikassa.¹⁵⁵ Se luo pohjan myyjän ja ostajan välisille hintaneuvotteluille, mutta myös osakkeen lunastushinnan määrittämiselle. Laajasti katsottuna yrityksen arvon muodostamisessa kohdeyhtiötä tulisikin tarkastella niin taloudellisesta, strategisesta kuin operatiivisestakin näkökulmasta sekä laatia alustavia ennusteita ja arvioita yrityksen tulevasta kehityksestä.¹⁵⁶

Aluksi on määriteltävä arvon käsitteen eli arvon perustan, toisin sanoen sen standardin valinta. Arvon perustalla voidaan määritellä mitä arvoa, kenelle ja missä olosuhteissa määritetään.¹⁵⁷ Hyvänä lähtökohtana tulee pitää kansainvälisiä IVS arvonmäärittelystandardeja. IVS-standardin mukaan: ”arvolla (value) tarkoitetaan arvioijan päätelmää arvioidusta rahamäärästä, joka on yhdenmukainen jonkin IVS 104 Arvon perustat -standardissa esitetyn arvon perustan kanssa. Mainittu arvioija voi olla yksittäinen henkilö, henkilökunta tai yritys, jolla on objektiivisen, puolueettoman ja asiantuntevan arvioinnin tekemisessä tarvittava pätevyys, osaaminen ja kokemus”.¹⁵⁸ Amerikkalaisissa arvonmäärittelystandardeissa Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) arvo on määritelty seuraavasti: arvo on rahassa ilmaistava

¹⁵² Ks. Bonbright 1937 s. 91 & 94.

¹⁵³ Bonbright 1937 s. 10 & Leppiniemi 1981 s. 38.

¹⁵⁴ Ks. Savolainen 2014, s. 3.

¹⁵⁵ Bonbright 1937 s. 10.

¹⁵⁶ Bäck 2009 s. 119 & Savolainen 2014 s. 4.

¹⁵⁷ Seppänen 2020, s. 200.

¹⁵⁸ IVS 2020 s. 5.

suhde omaisuuden ja sen myyjän, ostajan tai käyttäjän välillä. Arvon todetaan ilmaisevan taloudellista käsitystä.¹⁵⁹

Yrityksen arvo voi olla hyvin erilainen riippuen siitä, mitä tarkoitusta varten arvonmääritys tehdään. Siksi arvo tulee määritellä ottamalla huomioon arvonmäärityksen tavoitteet.¹⁶⁰ Arvonmääritysteorioita on lukuisia ja seuraavaksi perehdytään tarkemmin IVS 104, arvon perustat -standardiin.

Nämä arvonperustat kuvaavat perusolettamuksia, joihin raportoidut arvot perustuvat. Jo standardissa mainitaan, että arvioija voi joutua käyttämään arvon perustoja, jotka on määritelty esimerkiksi laeissa. IVS-standardeissa määriteltyjä arvon perustoja ovat: markkina-arvo, markkinavuokra, kohtuullinen arvo, investointiarvo, synergia-arvo ja realisointiarvo. Edellä mainittujen lisäksi IVS-standardeissa on myös ei-kattava luettelo muista arvon perustoista, jotka määritellään lainkäyttöalueen lainsäädännössä tai jotka on tunnustettu ja hyväksytty kansainvälisissä sopimuksissa. Luettelossa on erilaisia käyvän arvon määrittelemisen malleja, jotka perustuvat esimerkiksi kansainvälisiin IFRS-tilinpäätösstandardeihin tai Yhdysvaltojen Model Business Corporation Act lakiin.¹⁶¹ Nämä mallit eivät kuitenkaan ole suoraan sovellettavissa, kun määritellään Suomen osakeyhtiölain 18 luvun mukaista lunastushintaa.

Kuten mainittu, arvokäsitteiden käyttö kotimaisessa oikeudellisessa arvonmäärityksessä on saanut vain niukasti huomiota. Toisin on kuitenkin amerikkalaisessa arvonmäärityskirjallisuudessa, jota hyödynnetään myös tässä tutkielmassa lähteenä. Esimerkiksi American Society of Appraisers totesi julkaisussaan vuonna 1989, että on mahdotonta älykkäästi keskustella arvostusmenetelmistä viittaamatta johonkin oletettuun arvon määritelmään. Lisäksi julkaisussa todettiin, että samalla arvonmääritystermillä voi perustellusti olla erilaisia määritelmiä eri käyttöyhteyksissä perustuen joko laajalti hyväksytyyn käytäntöön, oikeudelliseen sääntelyyn, oikeuskäytäntöön tai muuhun oikeudelliseen aineistoon.¹⁶²

Oikeudellinen arvonmääritys lähtee arvokäsitteestä, joka johdetaan lainsäädännöstä tai muista oikeuslähteistä. Tämän jälkeen valittua arvokäsitettä sovelletaan arvonmääritysteorioiden mukaisesti. Tämä varmistaa sen, että lopullinen arvo, johon päädytään, on perusteltavissa sekä oikeudellisesti että arvonmääritysteoreettisesti. Ero

¹⁵⁹ USPAP 2020–2021.

¹⁶⁰ Savolainen 2014, s. 8.

¹⁶¹ IVS 2020 s. 16–18.

¹⁶² Defining Standards of Value 1989 s. 1. Ks. myös USPAP 2012–2013 Standard 9, Business Appraisal, Development, kohta 9–2 c.

liiketaloudelliseen arvonmäärittelyyn tulee siitä, että arvokäsite ja sen sisältö määräytyvät asianomaisen oikeudenalan lainsäädännöstä tai muusta oikeuslähteestä. Toki arvokäsite voi perustua myös asianosaisten tekemään sopimukseen tai muuhun oikeudelliseen asiakirjaan.¹⁶³

Usein onkin selvää, mikä on sopiva arvokäsite. Ongelmana esiintyykin tyypillisesti se, mikä on tämän käsitteen tarkoitus. Käsitteen tulkinnalla onkin suuri vaikutus käytettäviin oletuksiin, metodeihin ja tekniikoihin, joita arvonmuodostuksessa tulisi käyttää.¹⁶⁴ Vähemmistöosakkeiden lunastuksessa arvokäsite on helposti löydettävissä OYL:sta. Sen 18:7.1:n mukaan, osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Eli käypä hinta on se arvokäsite, jota on tarkoitus määrittellä. Käsitteen määrittely on kuitenkin jäänyt valitettavan vähälle huomiolle. Tässä kohtaa on hyvä myös huomioda, että usein käypää hintaa ja käypää arvoa käytetään synonyymeina. Käypää arvoa voidaan kuitenkin pitää paremmin soveltuvana.¹⁶⁵

Käypä arvo antaa mahdollisuuden monenlaisille arvonmäärittelyille, sillä sille ei ole olemassa yhtä yleisesti hyväksyttyä määritelmää, vaan sen merkitys vaihtelee sen mukaan, millaisesta arvonmäärittelystä on kyse. Ehkä juuri siksi se on mahdollisesti yleisin arvokäsite.¹⁶⁶

Lisäksi Savolainen huomauttaa asiaan kuuluvasti, että arvon käsitteestä on pidettävä erillään kaksi lähikäsitettä, jotka ovat jo mainittu hinta ja kustannukset, jotka saatetaan samaistaa arvoon.¹⁶⁷ Vuoden 2011 IVS-standardien mukaan, hinta on omaisuudesta pyydetty, tarjottu tai maksettu rahamäärä. IVS-standardien määritelmän yhteydessä nimenomaisesti todetaan, että johtuen myyjän tai ostajan rahoitusmahdollisuuksista, motivaatiosta tai muista erityisistä intresseistä maksettu hinta voi olla eri kuin omaisuuden arvo, jonka ulkopuolinen on määrittänyt. Hintaa pidetään myös tosiseikkana.¹⁶⁸

Yrityksen arvoa ei siis voida selvittää vain laskemalla. Jokainen yritys on uniikki ja siksi yhtä oikeaa tapaa määrittää sen arvo ei ole. Voidaan kuitenkin todeta, että oikea hinta on sellainen, jolloin myyjä haluaa myydä ja ostajaa haluaa ostaa. Laskelmien

¹⁶³ Savolainen 2014 s. 8–9.

¹⁶⁴ Fishman et al. 2007 s. 21, Hitchner 2017 s. 27.

¹⁶⁵ Ks. HE 109/2005 vp s.159. sekä Pönkä, 2015, 259–260 & Seppänen 2020 s. 199.

¹⁶⁶ Savolainen 2014, s. 10, Fishman et al. 2007 s. 23 ja King 2008 s. 10.

¹⁶⁷ Ks. Savolainen 2014 s. 5.

¹⁶⁸ IVS Framework 2011 kohta 7.

onkin tarkoitus osoittaa milloin hinta saattaa olla ostajan kannalta ylihintainen tai myyjän kannalta alihintainen. Yrityskaupoissa neuvottelualueeksi kutsutaan usein myyjän vähimmäishinnan ja ostajan enimmäishinnan välistä aluetta.¹⁶⁹

Yhteenvedona voidaan todeta, että saavuttaakseen perustellun ja hyväksyttävän arvonmäärityksen on ensisijaisen tärkeää, että arvon perusta eli arvokäsite on tiedossa. Arvonmääritys on hankalaa, jos ei tiedetä kenellä ja minkälaisista arvoa ollaan määrittämässä.

4.4 Arvonmääritysmenetelmät ja arvotyypit

Liiketaloustieteen arvonmääritysmenetelmät voidaan jaotella kolmeen ryhmään: 1) markkinaperusteisiin 2) yrityksen tuottoihin perustuviin ja 3) yrityksen varallisuuteen perustuviin arvonmääritysmenetelmiin.¹⁷⁰ Menetelmä valitaan sen mukaan, mikä vastaa parhaiten käytettävää arvokäsitettä.¹⁷¹ Kuten edellä on todettu OYL 18 luvun mukaisissa lunastustilanteissa arvokäsitteenä on käypä hinta ja lähtökohtana on markkinahinta eli markkina-arvo. Tästä johtuen arvonmääritys alkaakin markkinahinnan selvittämällä. Muut arvostusmenetelmät tulevat kyseeseen vasta sitten, kun on todettu, että markkinahintaa ei voida hyödyntää tai sitä ei ole.

Arvonmääritysmenetelmät tuottavat kukin omanlaisena arvotyyppin; markkina-, tuotto- tai substanssiarvon. Arvonmäärityksessä tuleekin valita se arvotyyppi, joka vastaa parhaiten arvokäsitettä, eli tässä tapauksessa käypää hintaa.¹⁷² Siihen, mikä arvotyyppi antaa missäkin tilanteessa parhaimman arvion käyvistä hinnasta käsitellään tutkielmassa seuraavaksi.

Arvotyypeistä markkina-arvo ja tuottoarvo ovat melko lähellä toisiaan, mutta substanssiarvo eroaa niistä selvästi. Markkina-arvon laskemisessa käytetään markkinoilla toteutuneita joko pörssikursseihin tai tehtyihin yrityskauppoihin perustuvia arvoja, kun taas tuottoarvo lasketaan ennustettujen tulevaisuuden tuottoarvojen perusteella.¹⁷³ Markkinahinnan voidaan siis katsoa perustuvan realistisiin hintoihin, jotka ovat jo tapahtuneet (näkyvät osakekurssissa), kun taas tuottoarvo perustuu odotuksiin tulevista tuotoista. Markkina-arvon voidaan katsoa olevan objektiivinen sekä

¹⁶⁹ Leppiniemi ym. 2000, luvun Erityissovelluksia, yrityksen arvon määrittäminen.

¹⁷⁰ Feldman 2005 s. 45, Mercer – Harms 2008 s. 170–172 & Bäck ym. 2009 s. 123.

¹⁷¹ Hitchner 2017 s.31.

¹⁷² Savolainen 2018 s. 29 & 30.

¹⁷³ Savolainen 2014B s. 10. Huom. yrityskaupoissa maksetaan usein preemiota esimerkiksi vallitsevaan pörssikurssiin nähden. Katso tarkemmin: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/markkina-arvo/>.

tehokas, sillä esimerkiksi pörssiyhtiön jakama tieto tuloksestaan ja taloudellisesta tilasta vaikuttaa käytännössä välittömästi markkinahintaan.¹⁷⁴

Vastakkaisia ajatuksia markkina-arvon sopivuudesta ovat esittäneet Koski ja af Schulten, jotka katsovat, että pörssikurssit ovat epäsoivia lunastushinnan määrittelyssä, jos kaupankäynti osakkeilla on ollut vähäistä tai kurssikehitys on hyppinyt keinottelun takia. Lisäksi Sillanpään mukaan monista tekijöistä johtuen kurssit voivat olla epänormaalilla tasolla (kuten kurssimanipulointi) ja siksi niiden tulisi olla vain suuntaa antavia.¹⁷⁵ Näihin ajatuksiin on helppo yhtyä ja siksi niihin palataan käsiteltäessä tarkemmin markkinahintaa arvonmääritysmenetelmänä.

Rahoitusteorian mukaan yrityksen arvo perustuu sen kykyyn tuottaa taloudellista hyötyä omistajilleen tulevaisuudessa. Kyseessä on tuottoarvo, joka määrittellään yrityksen tulevaisuudessa omistajille tuottamien odotettujen kassavirtojen nykyarvona arvonmäärityshetkellä. Tuottoarvon pitäisi tehokkaiden markkinoiden vallitessa muodostua samaksi kuin markkinahinta. Sen määrittäminen on kuitenkin haastavaa, sillä tuottoarvossa käytetään oletuksia yrityksen kannattavuudesta, kasvusta ja riskistä. Näitä markkinoiden oletuksia ja ennusteita ei voida kuitenkaan havaita, vaan ne sisältyvät markkinahintaan. Tuottoarvoa käytetään tyypillisesti silloin, kun riittävän täsmällistä markkinahintaa ei ole saatavilla tai kun arvonmääritystä tehdään erityisen markkinaosapuolen näkökulmasta, jolla on kyky vaikuttaa yrityksen arvoon eli sen tulevaan kannattavuuteen, kasvuun tai riskitasoon. Tämä kuitenkin herkästi johtaa subjektiivisiin syöttötietoihin, joka on tuottoarvon suurin heikkous.¹⁷⁶

Substanssiarvo eroaa selvästi markkina- ja tuottoarvosta. Ensimmäkin markkina- ja tuottoarvo perustuvat pääasiassa yrityksen taloudelliseen menestykseen tulevaisuudessa, kun taas substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen varallisuuden eli netto-omaisuuden nykyistä arvoa. Substanssiarvo katsoo siis menneisyyteen eli siihen paljonko netto-omaisuutta on saatu kerrytettyä. Markkina- ja tuottoarvo taas kertovat tulevaisuuden odotuksista ja odotettavissa olevista tuotoista.¹⁷⁷

Toisekseen markkina- ja tuottoarvossa yritys on tarkoitus hahmottaa kokonaisuutena aineellisten ja aineettomien tuotannontekijöidensä muodostamana organisaationa kokonaisuutena. Arvo muodostuu tällöin yhtenäisestä kokonaisuudesta eikä osiensa

¹⁷⁴ Kaisanlahti 1999 s. 80 ja Kairinen 2001 s. 48.

¹⁷⁵ Koski – af Schulten, 2000 s. 486 & Sillanpää 1994, s. 292.

¹⁷⁶ Ks. Seppänen: Yrityksen arvonmäärittely s. 95–96.

¹⁷⁷ Savolainen 2014B, s. 11.

summasta. Lisäarvo syntyy yrityksen toiminnassaan luomasta synergiasta. Tulevaisuuden tuotoissa arvo syntyy nimenomaan eri liiketoimintayksiköiden yhteisvaikutuksista eikä niiden yksittäisistä omaisuudenosista. Substanssiarvossa sen sijaan lähtökohtana on erillisarvostus. Yritykseen kuuluvat aineelliset ja erääät aineettomat tuotannontekijät arvostetaan erikseen, ja lasketaan erillisarvot yhteen.¹⁷⁸ Substanssiarvo toimiikin erityisen hyvin esimerkiksi konkurssiyritysten arvonmäärittämisessä. Substanssiarvon erillisarvostamisessa ei kuitenkaan huomioida yritykseen kuuluvia aineettomia tuotannontekijöitä, joita ovat esimerkiksi nimi, asiakaspiiri, maine, luottokelpoisuus, sijainti, hyvä liikepaikka ja osaava työvoima. Nämä tekijät muodostavat niin sanotun liike- eli goodwill-arvon. Se näkyy yrityksestä tulevaisuudessa saatavissa nettotuotoissa ja niiden perusteella laskettavassa tuottoarvossa.¹⁷⁹ Yrityksen toiminnan myötä syntyvää liikearvoa ei kuitenkaan merkitä taseeseen. Sen sijaan yrityskaupassa, fuusiossa tai muussa yritysjärjestelyssä kauppahinnan tai muun vastikkeen ja tasearvon ylittävä osa on liikearvoa, joka voidaan kirjanpidossa erottaa omaksi eräkseen. Näin sen hankintameno voidaan aktivoida ja jaksottaa.¹⁸⁰

Kannattavasti toimivassa yrityksessä tuottoarvo on lähtökohtaisesti substanssiarvoa korkeampi. Jos näin ei ole, on yrityksessä passiivista, tuottamatonta omaisuutta. Jos omaisuutta ei saada tuottamaan, ei yrityksen liiketoiminta ole kannattavaa. Tällöin liikearvo on negatiivinen ja sitä kutsutaan badwill-arvoksi. Negatiivisen liikearvon tilanteissa kannattavampaa olisi lopettaa yritys ja myydä tuotannontekijät. Badwill-arvo kuvaakin sitä paljonko varallisuutta menetetään, mikäli toimintaa jatketaan.¹⁸¹ Tarkkaa laskelmaa on kuitenkin mahdotonta tehdä, sillä tuottoarvo perustuu ennusteisiin ja ennusteiden tekijän tulevaisuuden odotuksiin.

Pienyritykselle goodwill-arvo voi olla se suurin mitattavissa oleva arvo. Toisaalta tämä arvo on hankalasti mitattavissa. Pienyrityksissä goodwill-arvo voi olla kahdenlaista: 1) yritykseen sidottua tai 2) henkilöön (yrittäjään) sidottua liikearvoa. Yritykseen sidottua liikearvoa ovat esimerkiksi hyvä sijainti ja liikepaikka, ajantasaiset tietojärjestelmät, osaava ja sitoutunut henkilökunta sekä vakiintunut asiakaskunta. Yrittäjään sidottua liikearvoa taas voi olla esimerkiksi henkilökohtainen osaaminen, ammattitaito, maine ja

¹⁷⁸ Virtanen 1972 s. 17–21, Leppiniemi 1999 s. 21, Leppiniemi – Kisanlahti 2000 luvun 18 alaluku Yrityksen arvo & Savolainen 2014B, s. 11.

¹⁷⁹ Virtanen 1972 s. 21 & Savolainen 2014B s. 11.

¹⁸⁰ Kirjanpitolain 5:9 (1620/2015) Leppiniemi – Kisanlahti 2000 luvun 10 alaluku Pysyvät vastaavat – Aineettomat hyödykkeet – Liikearvo, Savolainen 2014B s. 11.

¹⁸¹ Ks. Leppiniemi ym. 2000, luvun 8 alaluku Yrityksen arvon määrittäminen, Savolainen 2014B s. 11.

kontaktiverkosto.¹⁸² Hyvänä esimerkkinä suuresta liikearvosta yrityskaupassa toimii teknologiayritys Wolt joka välittää ruokaa ihmisten koteihin. Kyseinen yritys myytiin yli 7 miljardilla eurolla DoorDash nimiselle yritykselle, vaikka sen liikevaihto vuonna 2020 oli vain 280 miljoona euroa. Onkin mielenkiintoista seurata, millaisen liikearvon DoorDash taseeseensa kirjaa yrityskaupasta.¹⁸³

Oikeudellisessa arvonmäärityksessä saattaa tulla tilanteita, jolloin on tarpeen erottaa, onko liikearvossa kyse henkilöön vai yritykseen sidotusta liikearvosta. Arvonmäärityksen tarkoitus ja käytettävä arvokäsite määrittävät sen tarvitaanko erottelua. Arvokäsitteen ollessa vaihtoarvoon pohjautuva käypä arvo, tuottoarvoa määritettäessä ei tule ottaa huomioon henkilöön perustuvaa goodwill-arvoa.¹⁸⁴

4.5 Markkina-arvo arvonmääritysmenetelmänä

4.5.1 Markkinahinnan muodostumisen taustaa ja perusteita ensisijaisuudelle

Vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä osakkeen käypä ”todellinen” arvo ymmärrettiin hinnaksi, joka takaisi vähemmistöosakkeenomistajalle mahdollisuuden sijoittaa pääomansa tappiota muualle. Tarkoituksena oli priorisoida vähemmistöosakkeenomistajien intressejä, olihan kyseessä kuitenkin pakkolunastustilanne.¹⁸⁵ Ajan saatossa lähtökohdat ovat kuitenkin muuttuneet ja nykyään siis lähtökohtana on markkinahinta. Silaskivi on todennut jo vuonna 2004, että siirtyminen markkinahintaperiaatteen priorisointiin näkyy jo välimieskäytännössä.¹⁸⁶ Kuten todettu, lähtökohta ilmenee nykyään myös osakeyhtiölakia koskevasta hallituksen esityksestä, jossa markkinahinta on käyvän hinnan määrittelyssä pääsääntö niin noteerattujen kuin noteeraamattomienkin yhtiöiden kohdalla, kunhan markkinahinnan katsotaan muodostuneen luotettavasti.¹⁸⁷ Samassa yhteydessä on hyvä todeta, että myös Ruotsissa vähemmistöosakkeiden lunastuksessa lähtökohtana lunastushinnalle on markkinahinta.¹⁸⁸

Osakkeen muita arvonmääritysmenetelmiä (tuotto- ja substanssiarvo) käytetään lähtökohtaisesti vain silloin, kun markkinahintaa ei ole muodostunut tai sen

¹⁸² Hitchner 2011 s. 834–838, Savolainen 2014B s. 12.

¹⁸³ Ks. lisää <https://stakatemia.fi/blogit/mika-arvo-transaktiohintaa-kertoo-woltilta-odotetaan-hypervolttia/>

¹⁸⁴ Ks. Pratt et al. 1998 s. 584 ja Savolainen 2014B s. 12.

¹⁸⁵ KM 1969: A 20 s. 187 ja HE 27/1977 s. 108.

¹⁸⁶ *Silaskivi* DL 2004 s. 1051.

¹⁸⁷ HE 109/2005 s. 173.

¹⁸⁸ Andersson – Johansson – Skog 2013 s. 22:3.

luotettavuudesta on epäilyksiä.¹⁸⁹ Tämä vaikuttaa luonteelta myös siksi, että markkinahinnan voidaan katsoa lähtökohtaisesti sisältävän yrityksen muut mahdolliset arvonmäärittämismenetelmät. Tämä korostaa muiden arvonmäärittämisperusteiden toissijaisuutta.¹⁹⁰

Markkinahinnan lähtökohtaisuudelle arvonmäärittämisessä on löydettävissä useita perusteita. Alla luetellaan keskeisimpiä perusteita markkinahinnan ensisijaisuudelle:

1. Vähemmistösuoja otetaan myös markkinahinnassa huomioon, sillä hinnanmuodostuksen ollessa epänormaalia tai vilpillistä, voidaan se ottaa huomioon markkinahinnan tulkinnassa. Näin ollen vähemmistöosakas ei kärsi taloudellista menetystä siitä, että joku on tehnyt esimerkiksi poikkeuksellisia kauppoja sen vuoksi, että lunastushinta laskisi.¹⁹¹

2. Toinen peruste liittyy osakkeenomistajien perusteltuihin odotuksiin ja siihen liittyvään riskin kantamisen periaatteeseen. Käyvän arvon mittaamisen lähtökohtana voidaan pitää sitä, että osakkeen arvo määräytyy siten, että markkinaosapuolet käyttäytyvät päätäntäyksiköille tyypillisellä tavalla, eli pyrkivät omien taloudellisten näkökohtiensa valossa mahdollisimman edulliseen hintaan. Ajatuksena on se, että markkinahintaan perustuva lunastushinta määräytyy toimivien markkinaolosuhteiden perusteella mitkä määrittelevät muutoinkin osakkeenomistajan osakeomistukseen kohdistuvat taloudelliset odotukset ja exit-mahdollisuudet.¹⁹²

3. Tehokkailla arvopaperimarkkinoilla arvopapereiden hinnat ovat tasolla, joka edustaa riittävää korvausta markkinariskin kantamisesta. Esimerkiksi yleisen talouden tilan muutokset ja siitä heijastuvat muutokset markkinahintaan, ei ole syy poiketa markkinahintaa koskevasta olettamasta.¹⁹³

4. Osakeomistukseen kohdistuu aina odotuksia sekä riskejä. Substanssiarvon tai tuottoarvon voidaankin katsoa lähtökohtaisesti sisältyvän markkinahintaan. Kun muut hinnanmuodostustavat sisältyvät jo markkinahintaan, ei ole perusteltua käyttää niitä kuin poikkeuksellisissa tapauksissa tai olosuhteissa. Mikäli markkinahinnan muodostuksessa on havaittavissa häiriötekijöitä tai sen ei voida katsoa olevan

¹⁸⁹ Pönkä 2015 s. 658 & *Rimali* OT-JP 2007 s. 269. Ks. myös *Rimali* OT-JP 2007 viite 188: Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹⁹⁰ *Vahtera* 2011 s. 349.

¹⁹¹ Ks. samansuuntaisesti *Vahtera* 2011 s. 347.

¹⁹² Ks. *Vahtera* 2011 s. 347.

¹⁹³ Ks. *Vahtera* 2011 s. 347–348.

sijoittajien vapaasti muodostama objektiivinen hinta, saadaan tulkinta apua oikeasta hinnasta muita arvostusmenetelmiä hyödyntäen.¹⁹⁴

5. Sijoittajat voivat arvostaa yhtiön osakkeet jopa alle niiden substanssiarvon. Tämä saattaa johtua yrityksen toimialan huonoista makrotaloudellisista näkemyksistä, sijoittajien heikosta luottamuksesta yrityksen strategiaan, johtoon tai tuloksetekokykyyn. Lisäksi yritys on voinut esimerkiksi menettää aiemmin pysyväksi ajatellun kilpailuedun. Nämä syyt voivat johtaa siihen, etteivät sijoittajat usko yrityksen kykyyn tuottaa lisäarvoa sijoitetulle pääomalle.¹⁹⁵ Mikäli lunastushinta määritettäisiin substanssiarvoon tukeutuen ja samalla markkinahintaa ylemmälle tasolle, tarkoittaisi se substanssi- ja markkinahinnan erotuksen siirtymistä taloudellisena riskinä lunastajalle. Esimerkiksi heikko kannattavuus, voi ajaa yhtiön osakkeen hinnan alle sen substanssiarvon. Alhainen markkinahinta ei voi kuitenkaan olla peruste lunastuksen alarajan määrittämiseksi substanssiarvon tasolle, ellei lunastaja ole saanut hinnaneroa aikaan epäasianmukaisella tavalla.¹⁹⁶ On kuitenkin selvää, että myös muilla arvostusmenetelmillä on oma roolinsa hinnanmäärityksessä, jos se on erityisistä syistä aiheellista.¹⁹⁷

6. Erilaisia talousteoreettisia malleja on lukuisia, mutta niiden käytännön hyödynnettävyys on rajallista sillä ne eivät ota huomioon osakkeenomistajien riskipreferenssejä, jotka näkyvät yksiselitteisesti markkinahinnassa. Arvostusmenetelmät voivat antaa hyvinkin erilaisia lopputulemia riippuen niissä käytettävistä oletuksista ja määrittävistä tavoista. Sellaista arvostusmenetelmää ei olekaan olemassa, joka antaisi täysin ristiriidattoman arvostuksen ja siksi eri arvostusmenetelmät ovatkin vain apuvälineen asemassa. Käytettävään arviointimenetelmään ja sitä kautta saatavaan arvoon vaikuttavia tekijöitä on hyvin runsaasti. Näitä ovat esimerkiksi yhtiön tarkoitus ja toimiala, yrityksen toiminnan laajuus, yhtiön omaisuuden sisältö ja laji, kehitys- ja kilpailunäkymät yleensä sekä yleinen taloudellinen tilanne.¹⁹⁸ Kaikki edellä mainitut seikat ovat sellaisia, jotka tulevat huomioiduksi osakkeen hinnassa arvopaperimarkkinoilla, erityisiä tilanteita lukuun ottamatta.¹⁹⁹

¹⁹⁴ Ks. Vahtera 2011, s. 349.

¹⁹⁵ Ks. Silaskivi 2004 s. 1060.

¹⁹⁶ Ks. Vahtera 2011 s. 349–350. Vrt. Rimali 2007 s. 285 ja osittain myös Polar s. 203.

¹⁹⁷ Ks. Vahtera 2011 s. 350, Rimali 2007 s. 285 & Plandent s. 24–25.

¹⁹⁸ Ks. Vahtera s. 350–351 & Turun arvokiinteistöt s. 59–60.

¹⁹⁹ Ks. Vahtera s. 351.

7. Osakkeenomistajien subjektiivisille näkemyksille osakkeen arvosta ei voida antaa painoarvoa. Tärkeämpää on turvata osakeyhtiömuodon taloudellinen tehokkuus. Markkinahinnan voidaan katsoa edustavan neutraalia osakkeen arvon mittaria, jossa osakkeen hinta muodostuu vapaasti kaikkien markkinaosapuolten näkemyksistä oikeasta hinnasta, eikä yksittäisen osakkeenomistajan. Tällöin osakkeeseen kohdistuvat odotukset näkyvät markkinahinnassa eikä yksittäistä subjektiivista näkemystä oteta huomioon. Ennakoitavissa olevalla objektiivisella käyvän hinnan arvioinnilla annetaan osakkeenomistajille mahdollisuus sijoittaa varansa tappiota muualle. Yksittäisen osakkeenomistajan tuleekin ottaa huomioon riski pakkolunastuksesta hankkiessaan osakkeita, jolloin käyvän hinnan muodostuksessa ei voida juurikaan huomioida subjektiivisia näkemyksiä hinnasta. Tämä riski voi realisoitua huonompana osakkeen arvona, kuin mitä osakkeenomistaja itse mieltää oikeaksi arvoksi.²⁰⁰

8. Markkinahintalähtöisyys turvaa yhtäältä lunastukseen oikeutetun tahon asemaa varmistamalla riittävä ennakoitavuus sekä toisaalta lunastettavien osakkeiden omistajien perusteltuja odotuksia. Jos lunastushinta muodostettaisiin keinotekoisesti turhan korkeaksi, voisi se estää lunastajaa nostamasta omistustaan kriittisen 90 % rajan yli. Tällöin vähemmistöosakkaat voisivat pahimmassa tapauksessa jäädä lukituksi yhtiöön. Markkinahinnan oikeaa tasoa kuvaa jo hyväksytyt lunastustarjoukset. Voidaan katsoa, että käypä hinta on tällöin todennäköisesti täyttynyt. Lisäksi näkemystä markkinahinnan oikeasta tasosta voi vahvistaa se, millaiset tahot kauppooja ovat tehneet. Mikäli kauppooja ovat tehneet toimijat, jotka tuntevat toimialan ja kohdeyhtiön hyvin, vahvistaa se markkinahinnan luotettavaa määräytymistä.²⁰¹

Kuten edellä kuvatusta käy ilmi, on markkinahinnan käyttäminen ensisijaisena käyvän hinnan määrittämiseksi täysin perusteltua. Tämä koskee myös noteeraamattomia yhtiöitä, mutta niiden kohdalla esiintyy useammin tilanteita, jolloin markkinahintaa ei ole muodostunut ollenkaan tai se ei vapaasti muodostunut. Tämä johtuu yleensä siitä, että osakkeilla ei käydä kauppaa tai se on hyvin vähäistä.

Markkinahinnan priorisointi suhteessa muihin arvonmääritysmenetelmiin johtaa kuitenkin lunastuksessa kahden perustavanlaatuisen kysymyksen äärelle: 1. Onko kohdeyhtiön osakkeilla käyty sellaista kauppaa, että markkinahinnan voidaan katsoa syntyneen ja 2. Voidaanko markkinahintaa pitää luotettavana vai onko olemassa

²⁰⁰ Ks. Vahtera s. 351–352.

²⁰¹ Ks. Vahtera s. 351–352. Ks. myös Pönkä 2015 s. 659.

perusteita poiketa siitä?²⁰² Seuraavissa kappaleissa syvennyttään näihin kysymyksiin noteeraamattomien yhtiöiden osalta.

4.5.2 Aiemmat kaupat markkina-arvon määrittämisessä

Lähtökohtaisesti markkinahinnan on yleensä katsottu muodostavan käyvän hinnan luotettavasti pörssissä tai muussa julkisessa kaupankäynnissä, mutta tietyin edellytyksin myös muussa kaupankäynnissä.²⁰³ Noteeraamattomien yritysten kohdalla ei julkiseen kaupankäyntiin perustuvaa hintaa voi muodostua, joten markkinahinta voi muodostua vain muussa kaupankäynnissä.

Markkinahinnan muodostumiselle asetettavia edellytyksiä muussa kuin julkisessa kaupankäynnissä on tarkasteltava arvokäsitteen eli käyvän hinnan käsitteestä käsin. Kuten edellä jo todettiin, tarkoitetaan sillä OYL 18 luvun tapauksissa käypää hintaa, joka perustuu vaihtoarvoon pohjautuvaan markkinaperusteiseen arvoon. Hinnan oletetaan tällöin muodostuvan siis vapaasti markkinoilla osapuolista riippumatta. Tyypillisesti se tarkoittaa riittävää määrää ostajia ja myyjiä. Lisäksi osapuolten oletetaan olevan asiaa tuntevia, liiketoimeen halukkaita ja pystyviä sekä toisistaan riippumattomia. Tämä suuntaus tai paremminkin edellytys on havaittavissa oikeuskirjallisuudessa ja -käytännössä, kun pienyrityksen käypä arvo on määritetty aiempiin kaappoihin perustuvan kauppahinnan pohjalta.²⁰⁴ Lopulta noteeraamattoman yhtiön markkinahinnan muodostuminen on korostuneen tapauskohtaista, missä on otettava huomioon muun muassa edellä mainitut asiat.²⁰⁵

Välimieskäytännössä noteeraamattomien yhtiöiden markkinahinnan on katsottu osoitetuksi, kun yhtiön osakkeilla on tehty riittävä määrä kauppoja lähellä arvonmääritysajankohtaa. Arvioitavana kohteena on se, kuinka helposti osakkeet ovat olleet muutettavissa rahaksi (niin sanottu kaupankäynnin vaatimus). Usein on viitattu nimenomaan siihen, että kaupan kohteena on ollut suuri määrä osakkeita.²⁰⁶ Riittävän läheisten kauppojen merkityksellinen aikahaarukka on muutamasta kuukaudesta aina viiteen (5) vuoteen saakka.²⁰⁷

²⁰² Pönkä 2015 s. 659. Ks. myös luotettavuudesta HE 109/2005 vp s. 173 & Mähönen & Villa 2020 s. 871.

²⁰³ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 275–276, Savolainen 2014B s. 23 & Mähönen & Villa 2020 s. 872–873.

²⁰⁴ Ks. Kyläkallio ym. 2020 s. 232, Savolainen 2014B s. 23, Savolainen 2016B s. 9 KKO 1993:62 sekä välitystuomio KM-Yhtymä Oy 20.6.2013.

²⁰⁵ Pönkä 2015 s. 663.

²⁰⁶ Ks. Savolainen 2014B s. 23 sekä välitystuomio Vuosaaren Urheilutalo Oy 29.9.2021 s. 38.

²⁰⁷ Välitystuomio Vuosaaren Urheilutalo Oy 29.9.2021 s. 42.

Merkitystä on annettu myös sille, että kauppahintaa ovat olleet määrittämässä toisistaan riippumattomat tahot, joilla on tietoa yhtiön toiminnasta ja toimialasta. Tärkeää on, että tietoa on ollut osapuolilla riittävästi kaupanteon pohjaksi.²⁰⁸ Muita huomioitavia asioita ovat ostajan mahdollinen monopoliasema, ajallisesti riittävän läheinen yhteys välimiesmenettelyn vireilletuloon sekä määräävän osakkeenomistajan mahdolliset vaikutusvallan väärinkäytökset, jotka ovat saattaneet vaikuttaa esimerkiksi osakkeista maksettuihin vastikkeisiin.²⁰⁹

Hyvin vähäinen määrä kauppvoja on toisinaan katsottu myös riittäväksi, jos ”kauppojen voidaan luotettavalla tavalla katsoa syntyneen riippumattomien tahojen kanssa ja hinnanmuodostus on ollut aitoa”.²¹⁰ Normaalien osakekauppojen ohella välimiesoikeudet ovat useasti perustaneet markkinahinnan esimerkiksi osakevaihtojärjestelyyn, huutokaupassa maksettua hintaan tai lunastajan tekemään ostotarjoukseen.²¹¹ Näistä erityisesti ostotarjous on tyypillinen arvonmäärityksen kiintopiste, koska enemmistöosakkeenomistajan kannalta voi olla tarkoituksenmukaista pyrkiä välttämään välimiesmenettely solmimalla vapaaehtoiset kaupat osakkeenomistajien kanssa. Muiden olosuhteiden on kuitenkin tuettava näkemystä siitä, että ostotarjous vastaisi käypää hintaa noteeraamattoman yhtiön osakkeista. Tukevia näkemyksiä ovat esimerkiksi se, että ostotarjous on kohdistunut kaikkiin kohdeyhtiön osakkeisiin, huomattava määrä tarjouksen adressaateista on hyväksynyt sen ja se, että ostotarjouksessa tarjottu vastike on puolueettoman asiantuntijan määrittämä. Välimieskäytännössä on toisinaan lähdetty siitä, että ostotarjousta voidaan pitää lunastushinnan alarajana, koska enemmistöosakkeenomistaja on ollut joka tapauksessa valmis maksamaan kyseisen hinnan vähemmistöosakkeista.²¹²

Markkinahinta onkin osoittautunut melko vakiintuneeksi tavaksi lunastushinnan perustaksi välimieskäytännössä. Tilastollisesti esimerkiksi vuosina 2010–2014 annetuissa, noteeraamattomia yhtiöitä koskevissa välitystuomioissa noin 63 prosentissa lunastushinta perustettiin osakkeiden markkina-arvoon.²¹³

²⁰⁸ Savolainen 2014B s. 23 ja Välitystuomiot Auria Oy 21.12.2004 s. 15, Tikka Communications Oy 8.5.2006 s. 15–16, Suomen Asiakastieto Oy 22.12.2006 s. 18 sekä Teknopolis Kareltek Oy 9.2.2007 s. 16 ja Accountor Oy 18.4.2013 s. 36.

²⁰⁹ Ks. Välitystuomio Vuosaaren Urheilutalo Oy 29.9.2021 s. 39.

²¹⁰ Ks. Savolainen 2016B s. 9 sekä Välitystuomio KM-Yhtymä Oy 20.6.2013 s. 40.

²¹¹ Pönkä 2015 s. 664 ja välimieskäytännöstä: Mehiläinen Oyj, 15.12.2006 ja CCC Corporation Oy, 24.2.2012.

²¹² Pönkä s. 2015 s. 664–665 ja alaviite 2258. Ostotarjouksesta lunastushinnan alarajana Ks. mm. välitystuomio asiassa Cave Oy, 11.11.2013.

²¹³ Pönkä 2015 s. 663.

Korkeimman oikeuden oikeuskäytännössä on ollut joitakin tapauksia, joissa käyvän hinnan on katsottu muodostuneen jo yhden tai muutaman kaupan perusteella. Näin on todettu esimerkiksi ratkaisuissa KKO 1993:31 ja KKO 1993:62. Markkinahinnan muodostumista on kuitenkin tapauksissa pidettävä vähintäänkin kyseenalaisena. Ratkaisussa KKO 1993:31 sulautuvan osakeyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastushinta vahvistettiin kolmen osakkeita koskeneen kaupan perusteella.²¹⁴ Vaikka ratkaisu on saanut melko paljon kritiikkiäkin²¹⁵, on se oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa saanut vahvan painoarvon perusteltaessa yhtäältä markkinahinnan ensisijaisuutta ja toisaalta sitä, että käypä hinta voi muodostua lukumääräisesti vähäiselläkin kaupankäynnillä.²¹⁶ Tapauksessa käypä hinta vahvistettiin muutaman kaupan perusteella, mutta muodostunutta hintaa ei voida pitää markkinahintana eikä ratkaisun tapaussesteessä edes näin väitetä.²¹⁷

Lukumääräisesti vähäisetkin kaupat voivat määrittää pienyrityksen käyvän arvon. Olennaista kuitenkin on, että kaupankäynnissä muodostunutta kauppahintaa voidaan pitää vaihtoarvoon pohjautuvana markkinahintana. Tällöin lähtökohtana on, että kaupankäynti on tapahtunut vapaaehtoisten, asiaa tuntevien ja toisistaan riippumattomien osapuolten välillä ja hinnanmuodostus on ollut aitoa.²¹⁸ Tämän vuoksi ihmettelyn itsekkin ratkaisun KKO 1993:31 suurta prejudikaattiarvoa niin välimieskäytännössä kuin oikeuskirjallisuudessa. Tapauksessa hinnan määrittäminen tehtiin subjektiivisin perustein omistajanarvon mukaisesti. Lisäksi, kun ottaa huomioon sen, että tapauksessa ei ollut ristiriitaa yrityksen kokonaisarvosta, ei tapauksella voi olla ennakkovaikutusta markkinahinnan muodostumiseen. Jo ratkaisun otsikossa sanotaan ”Osakekauppojen perusteella osakkeille oli muodostunut käypä hinta. Sulautuvan osakeyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastushinta vahvistettiin näiden kauppojen perusteella”²¹⁹.

²¹⁴ Timonen 2001 s. 363–364 tarkoittaa kuitenkin, että käypä hinta on tosiasiallisesti muodostunut käytännössä yhden yksittäisen kaupan perusteella, sillä samat osakkeet oli myyty kahteen kertaan.

²¹⁵ Esimerkiksi Kaisanlahti 1995 (s. 196–198) huomauttaa, että tapauksessa yrityksen kokonaisarvosta ei ollut riitaa eikä pääomistaja esittänyt missään oikeusasteessa, että se olisi virheellinen. Hän pitää siksi tapauksen merkitystä vähäisenä määrätessä hintaa julkisesti noteeratuille yhtiöille tilanteessa, jossa osapuolilla on poikkeavat käsitykset yhtiön tuotto- ja substanssiarvoista. Timosen 2001 (s. 363–364) mukaan tapausta voidaan kritisoida ”markkinoiden aitouden” vaatimuksen sivuuttamisesta, että määräysvaltakauppaan liittyvän preemion merkityksen unohtamisesta.

²¹⁶ Timonen 2001 s. 363–364, Silaskivi DL 2004 s. 1056, Kyläkallio ym. 2020 s. 232, Mähönen & Villa 2020 s. 871. Ratkaisu on mainittu hallituksen esityksessä HE 109/2005 vp s. 173 ja esimerkiksi välitystuomiossa KM-Yhtymä Oy 20.6.2013.

²¹⁷ Savolainen 2014B s. 24.

²¹⁸ Savolainen 2014B s. 25.

²¹⁹ Ks. KKO 1993:31.

Osakkeen hinnan muodostus on kuitenkin dispositiivinen riita-asia, jolloin osapuolet saavat vapaasti päätyä myös muuhun kuin objektiiviseen markkinahintaan. Ratkaisun perusteella ei tulisikaan tehdä johtopäätöstä, että kauppahinta aina osoittaisi markkinahinnan tai yleisemmin, että markkinahinta voi muodostua jo muutaman kaupan perusteella.²²⁰

4.5.3 Markkina-arvon selvittäminen vertailumenetelmin

Markkina-arvo voidaan määrittää aiempien kauppojen lisäksi myös markkinaperustaisia arvonmäärittämenetelmiä hyödyntäen. Näillä tarkoitetaan niin sanottuja vertailumenetelmiä. Vertailumenetelmiä ovat 1) listattuihin vertailuyhtiöihin (guideline publicly traded company) tai 2) toteutuneisiin yrityskauppoihin perustuvat menetelmät (guideline comparative transaction).²²¹

Molemmissa tavoissa arvonmäärittäminen tapahtuu käyttäen apuna niin sanottuja hinta- tai arvostuskertoimia (multiples). Kertoimet voidaan laskea joko noteerattujen yhtiöiden osakekursseihin tai toteutuneisiin yrityskauppoihin perustuen. Yrityksen arvolla voidaan tässä kohtaa tarkoittaa joko liiketoiminnan arvoa eli yritysarvoa, toiselta nimeltään velatonta arvoa, EV (Enterprise Value) tai oman pääoman arvoa P (Price). Oman pääoman arvo tarkoittaa osakekannan arvoa, joka listatuilla yrityksillä vastaa yrityksen pörssikurssin perusteella määräytyvää markkina-arvoa. Listaamattoman yrityksen kohdalla markkina-arvolla voidaan tarkoittaa esimerkiksi arvonmäärittäksen lopputuloksena määritettyä yrityksen käypää arvoa. Liiketoiminnan arvo taas tarkoittaa yrityksen kokonaisarvoa, joka saadaan, kun oman pääoman arvoon (markkina-arvoon) lisätään korolliset nettovelat. Listaamattoman yhtiön kohdalla yritysarvolla voidaan tarkoittaa arvonmäärittäksen lopputuloksena määritettyä yrityksen velatonta arvoa.²²²

Mainitut vertailumenetelmät tarjoavat hyvin erilaista markkinaperusteista tietoa. Osakekurssit vaihtelevat joka arkipäivä ja ne ovat lähtökohtaisesti täysin jälkimarkkinakelpoisia. Ostomäärät tosin vaihtelevat hyvin suuresti ja tyypillisesti hyvin pieni osakemäärä yrityksestä vaihtaa omistajaa. Lisäksi yritysten kurssinoteeraukset ovat saatavilla hyvin helposti, jopa reaaliajassa. Yrityskauppoja taas tapahtuu harvemmin ja niissä tavoitteena on yleensä ostaa koko osakekanta. Yrityskaupoista ei ole tietoa saatavissa yhtä helposti kuin julkisista osakekaupoista, mutta yrityskauppaan liittyviä tietoja voidaan hyödyntää pitkällä aikavälillä, jopa usean vuoden ajalta. Osittain

²²⁰ Ks. Savolainen 2014B s. 25.

²²¹ Ks. Mellen – Evans 2010 s. 173, Kallunki – Niemelä 2012 s. 187–188, Savolainen 2014B s. 26.

²²² Mellen – Evans 2010 s. 173, Kallunki – Niemelä 2012 s. 187–188, Savolainen 2014B s. 26 & Almatalent tunnuslukuopas.

tämä johtuu yrityskauppojen vähydestä, mutta myös siitä, että yrityskauppojen hinnoittelukertoimissa vaihtelevuus on pienempi kuin osakekursseihin perustuvissa kertoimissa.²²³

Yrityksen taloudellista tilaa voidaan kuvata hyödyntämällä yrityksen taseesta ja etenkin tuloslaskelmasta ilmeneviä taloudellisia muuttujia (tilinpäätösmuuttujia), joista voidaan laskea yritykselle arvostuskertoimia. Tuloslaskelman muuttujia ovat esimerkiksi kuvioista 1 ilmenevät yrityksen käyttökate (EBITDA), liikevoitto (EBIT), nettotulos (Earnings), liikevaihto (Sales). Tasemuuttujista eniten käytetään oman pääoman tasearvoa (Book Value). Arvostuskertoimet saadaan jakamalla (osoittajat) yrityksen liiketoiminnan arvo (EV) tai oman pääoman arvo (P) edellä mainituilla tilinpäätösmuuttujilla. Tilinpäätösmuuttujat saadaan joko tuoreimmasta käytettävissä olevasta tilinpäätöksestä tai tulevien vuosien ennakoituista luvuista. Näin saatuja arvostuskertoimia eli tunnuslukuja ovat muun muassa EV/EBITDA-, EV/EBIT-, P/E-, P/B- ja EV/S-luvut.²²⁴

Hitchnerin mukaan teoreettisesti paras tulos saataisiin, jos jakajana (osoittajana) olevat tilinpäätösmuuttujat perustuisivat tulevaisuuden ennakoituihin lukuihin, koska myös nimittäjänä oleva yrityksen arvo (oman pääoman tai liiketoiminnan arvo) perustuvat tulevaisuuden odotuksiin.²²⁵ Mielestäni Hitchnerin näkemykseen on helppo yhtyä, sillä osakemarkkinoilla katsotaan tyypillisesti jopa (tai vähintään) vuoden verran eteenpäin ja samoin myös yrityskaupoissa arvioidaan ostettavan yrityksen tulevaisuuden potentiaalia. Erityisesti voimakkaasta kasvavilla yhtiöillä esimerkiksi liikevaihto voi kasvaa hyvinkin paljon vuoden aikana, jolloin myös arvostuskertoimet muuttuvat nopeasti. Ehkä eniten käytettävä tunnusluku P/E kertookin arvostuksesta, mikäli tulos pysyisi ennallaan. Kasvu yrityksiä kohdalla onkin kätevää käyttää myös eteenpäin katsovaa PEG-lukua, joka antaa osviittaa siitä, paljonko yhtiön osake maksaa suhteessa sen tuloskasvunopeuteen. Tunnusluku toimii kuitenkin huonosti etabloituneilla, hitaasti kasvavilla ja vakailta osinkoyhtiöillä kuten KONE Oyj:llä, jolla PEG on aina järjestyttävän korkealla tasolla.²²⁶

Voisikin olla perusteltua, että vakaasti toimivilla yrityksillä, jotka eivät ole voimakkaan kasvun vaiheessa, hyödynnettäisiin konservatiivisempia tilinpäätösmuuttujia, kuten P/E lukua. Sen sijaan voimakkaasti kasvavien yrityksiä kohdalla voisi olla perustellumpaa

²²³ Pratt – Niculita 2008 s. 310–311 ja Mellen – Evans 2010 s. 174 & Savolainen 2014B s. 26.

²²⁴ Bäck ym. 2009 s. 127, Hitchner 2017 s. 291–294 ja Kallunki – Niemelä 2012 s. 190–191 ja 196.

²²⁵ Hitchner 2017 s. 294.

²²⁶ Ks. tarkemmin PEG-luvusta: Inderes Q&A, kasvuyhtiösijoittaminen ja PEG-luku.

arvioida kasvua ottamalla se paremmin huomioon arvostuskertoimissa esimerkiksi PEG-lukua hyödyntäen.

Vastaavasti yrityskauppoihin perustuvat arvostuskertoimet lasketaan jakamalla toteutunut kauppahinta edellä mainituilla tilinpäätösmuuttujilla. Kauppahinta voidaan määritellä joko liiketoiminnan arvona tai oman pääoman arvona. Yleensä käytetään kuitenkin liiketoiminnan arvoa, mikä johtuu siitä, että kaupat koskevat koko pääomarakennetta.²²⁷

Kuvio. Tuloslaskelman erittely²²⁸

Tilinpäätöksen tuloslaskelma

Liikevaihto (Sales)

- Muuttuvat kulut

Myyntikate (Sales Margin)

- kiinteät kulut

= **Käyttökate (EBITDA)**

- Poistot

= Liikevoitto ennen liikearvon poistoja (EBITA)

- Liikearvon poistot

= **Liikevoitto (EBIT)**

- Rahoituserät, netto

Tulos ennen satunnaisia eriä

+/- Satunnaiset erät

= Tulos ennen veroja (Pre-tax profit)

-Verot

= **Nettotulos ((Net) Earnings, E)**

On tärkeää ottaa huomioon se, että liiketoiminnan oman pääoman arvon kanssa käytetään eri tilinpäätösmuuttujia. Liiketoiminnan arvon kanssa käytettäviä tuloslaskelmaeriä ovat liikevaihto, käyttökate ja liikevoitto eli tuloslaskelmaerät ennen rahoitustuottoja ja kuluja. Oman pääoman arvon kanssa puolestaan käytetään rahoitustuottojen ja -kuluja jälkeisiä eriä, kuten nettotulosta. Saman logiikan mukaisesti oman pääoman kirja-arvoa käytetään osakekannan arvon kanssa eikä yritysarvon kanssa P/B arvostuskertoimen laskemiseksi.²²⁹

Yksittäisessä arvonmäärityksessä se, mitä tilinpäätösmuuttujaa ja arvostuskerrointa tulisi käyttää, määräytyy arvioitavan yrityksen mukaan. Parhaiten soveltuvat arvostuskertoimet määräytyvät lähtökohtaisesti alan ja yrityksen mukaan. Voidaan pitää jopa suositeltavana, että useita eri arvostuskertoimia käytetään kerralla. Lisäksi erilaiset

²²⁷ Pratt – Niculita 2008 s. 310 ja Bäck ym. 2009 s. 127.

²²⁸ Kallunki – Niemelä 2012 s. 195.

²²⁹ Bäck ym. 2009 s. 127 ja Kallunki – Niemelä 2012 s. 190–191.

arvonmäärittämissä mallit ovat nostaneet suosiotaan runsaasti. Ne antavat luotettavampia arvioita yrityksen osakkeen arvosta verrattuna yksittäiseen kertoimeen. Arvonmäärittämissä mallit antavat myös yksittäisiä tunnuslukuja syvällisemmän kuvan osakkeen arvonmäärittämissä taustatekijöistä. Tyypillisimpiä arvonmäärittämissä malleja ovat osinkoperusteinen malli, kassavirtaperusteinen malli ja lisäarvomalli.²³⁰

4.5.4 Arvostuskertoimien soveltaminen ja oikeuskäytäntö

Arvonmäärittämissä arvostuskerrointa käyttäen tapahtuu siten, että lasketaan vertailuyrityksistä haluttu arvostuskerroin ja kerrotaan sillä arvonmäärittämissä kohteena olevan yrityksen tilinpäätösarvo. Esimerkiksi, jos vertailuyritysten mediaani P/E-luku (osakkeen arvo/nettotulos) on 15, ja kohdeyrityksen E eli nettotulos on 4 miljoonaa euroa, kohdeyrityksen oman pääoman arvoksi saadaan 15×4 miljoonaa euroa = 60 miljoonaa euroa. Jos kohdeyrityksellä on 15 miljoonaa osaketta, saadaan osakkeen arvoksi $60 \text{ milj. euroa} / 15 \text{ milj. osaketta} = 4 \text{ euroa}$.²³¹

Arvostuskertoimien käyttämistä puoltaa niiden lähtökohtaisesti helppo vertailtavuus ja laskettavuus. Tilinpäätösarvo on kohtuullisen helposti saatavilla vertailuyhtiöistä. Lisäksi arvonmäärittämissä saatavaan arvoon sisältyvät kaikki liiketoimintaan liittyvät varat. Markkina-arvoon perustuvat arvonmäärittämissä mallit rakentuvat todellisiin joko pörssikursseista tai toteutuneista kaupoista saataviin tietoihin, eikä arviointeihin tai olettamuksiin mitä ostaja todennäköisesti maksaisi. Pitkälle ennustettuja tuottoja arvioidaan tuottoarvoon perustuvilla arvonmäärittämissä malleilla ja niihin sisältyy aina riski sille, että arviot eivät toteudukaan.²³²

Arvonmäärittämissä onnistumiseksi ja hyödynnettävyyden kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että vertailtavat yritykset ovat mahdollisimman samanlaisia. Tällöin on otettava huomioon tuotteet joita yritykset tarjoavat, yritysten maantieteellinen sijainti, liiketoimintaan liittyvät riskit, rahoitus rakenne, kilpailuedut, hinnoittelu ja yritysjohto sekä historiallinen kehitys. Lisäksi kohdeyrityksen ja vertailuyrityksien tilinpäätöstietojen vertaaminen voi olla hyödyllistä. Tällöin verrataan toisiinsa kohdeyrityksen ja vertailuyritysten maksukykyisyyttä, velkaantumista ja kannattavuutta

²³⁰ Mellen – Evans 2010 s. 185, Hitchner 2011 s. 294–295 ja Kallunki – Niemelä 2012 s. 190, 221, 224 & 236.

²³¹ Hitchner 2011 s. 297–300 ja Kallunki – Niemelä 2012 s. 192.

²³² Bäck ym. 2009 s. 128 ja Savolainen 2014B s. 29.

mittaavia tunnuslukuja samoin kuin aiempien vuosien tuottoja, kuluja ja kannattavuutta.²³³

Vertailumenetelmillä on myös omat heikkoutensa. Osakemarkkinat voivat heilahdella hyvinkin voimakkaasti jopa yhden päivän sisällä. Arvostuskertoimet kuvaavat vain tietyn lyhyen hetken mukaista tilaa ja siksi ne voivat vanhentua nopeastikin. Talouden syklit vaihtelevat ja arvostuskertoimia tulkitsevan henkilön onkin osattava tunnistaa myös markkinoilla tapahtuneita muutoksia. Yrityksillä on usein myös eroavaisuuksia tilinpäätöskäytännöissä ja siksi myös lähtötietojen analysointi on erittäin hyödyllistä. Ei sovi myöskään unohtaa, että pelkästään yksittäisen vuoden taloudellisten muuttujien katsominen voi johtaa harhaan. Erityisesti noteeraamattomien yritysten tulokset voivat ailahtella voimakkaasti vuodesta riippuen. Tärkeän asiakkaan maksuongelma tai tuotantokoneiston huoltotauko voi heilauttaa tulosta isostikin. Tämän vuoksi arvostuskertoimia laskettaessa tulisi tuloslaskelmaan tehdä sellaisia oikaisuja, jotka saavat tuloksen näyttämään ”normaalilta” eikä hetkellinen kannattavuuden romahdus heilauttaisi arvostuskertoimia.²³⁴

Myös due diligencessä toimitaan tyypillisesti edellä mainitun mukaisesti.²³⁵ Vertailukelpoista yritystä voi olla ylipäänsä vaikea löytää, jos yritys toimii alalla, jolla kilpailua on vähän tai yksinkertaisesti samankaltaista yritystä ei ole. Tämähän voi toki itse yritykselle olla pelkästään hyvä asia.²³⁶

Kuten edeltä voi huomata, vertailumenetelmän hyödyntäminen voi olla haasteellista, erityisesti pienten noteeraamattomien yritysten kohdalla. Siksi arvonmääritys antaakin usein vain karkean ja suuntaa antavan arvion käyvästä arvosta. Pelkästään eri arvostusmenetelmien varaan käypää hintaa ei tulisi mielestäni laatia. Sen ailahtelevuus tekee sitä epävarman ja vaikka vähemmistöosakkeiden lunastuksessa käypä hinta tuleekin lähtökohtaisesti perustaa lunastusmenettelyn alkua edeltävään ajan kohtaan, ei käypää hintaa voida perustella hetkellisen arvostuskertoimen tuloksen mukaan. Se johtaisi helposti siihen, että poikkeuksellinen ja lyhytaikainen hetki voisi saada kohtuuttoman suuren roolin hinnanmäärityksessä.²³⁷

Lisäksi on katsottu, että listaamattomuus aiheuttaa arvoon selvän alennuksen verrattuna yritykseen, joka on listattu. Kyseessä on niin sanottu listaamattomuusalennus ja se

²³³ Ks. Pratt – Niculita 2008 s. 269–274 ja Mellen – Evans 2010 s. 178–179.

²³⁴ Ks. samansuuntaisesti Savolainen 2014B s. 29.

²³⁵ Ks. tarkemmin Bäck ym. 2009 s. 129.

²³⁶ Ks. Savolainen 2014B s. 29 ja esimerkiksi Audretsch – Link 2012 s. 141–142.

²³⁷ Ks. samansuuntaisesti Savolainen 2014B s. 29.

vaihtelee yrityksen mahdollisen listautumisprosessiin vaiheesta. Listautumisalennus voi olla jopa 50 prosenttia, mikäli yritys ei ole suunnitellut pörssiin listautumista tai se ei ole edes mahdollista tai edes todennäköistä yrityksen pienen koon vuoksi. Listautumisprosessin vaiheesta riippuen listaamattomuusalennus vaihtelee 10–40 prosentin välillä.²³⁸

Listamattomuusalennuksen hyväksyttävyyttä pohdittiin välitystuomiossa Kokkolan Puhelin Oy 9.6.2010. Siinä välimiesoikeus totesi listaamattomuudesta aiheutuvan likvidittömyyden edellyttävän vertailussa käytettyjen tunnuslukujen tarkistamista ja piti menettelyä sinänsä hyväksyttävänä. Myös tapauksessa sovellettua 30 prosenttia pidettiin suuruudeltaan kohtuullisena ottaen huomioon vertailu- ja kohdeyhtiöiden huomattavat erot. Arvonmäärittäystä ei kuitenkaan perustettu vertailuun, koska sen ei käsiteltävänä olleessa tapauksessa katsottu tuottavan luotettavia arviointituloksia.

Kaiken kaikkiaan vertailuyhtiöiden tai -kauppojen vertailu ei ole oikeuskäytännössä kovin usein noussut esille pienyritysten arvonmäärittämisessä. Jos vertailu on noussut esille, ei sitä yleensä ole voitu hyödyntää. Vaikka vertailumenetelmät tarjoavatkin sinänsä todellisiin tietoihin perustuvan menetelmän yrityksen arvon määrittämiseen, on pienyritysten kohdalla ongelmana sopivien vertailukelpoisten yritysten puuttuminen. Muista pienyrityksistä ei usein ole saatavissa tarpeellista tietoa, ja pörssiyritykset taas poikkeavat monilta kohdin pienyrityksistä, jolloin niiden hyödyntäminen on vähintäänkin haastavaa. Suuntaviivoja on kuitenkin löydettävissä pienyrityksen arvonmäärittämiseen, mutta hinnan määrittäminen pelkästään vertailemalla johtaa herkästi virheelliseen lopputulokseen.²³⁹

4.6 Toissijaiset arvostamistavat

4.6.1 Tuottoarvomalli

Tuottoarvo määritetään yrityksen tulevaisuudessa tuottamien rahavirtojen eli tuottojen perusteella. Tarkoituksena on, että tulevaisuudessa saatavat rahavirrat diskontataan tarkasteluhetken ajankohtaan. Rahan aika-arvon huomioiminen toteutetaan niin sanotun diskonttokoron avulla. Diskonttokoron synonyymeja ovat tuottovaatimus tai pääoman kustannus.²⁴⁰

²³⁸ Kallunki – Niemelä 2012 s. 194.

²³⁹ Ks. Savolainen 2014B s. 30–32. Vertailua käsitelleistä välimiesmenettelyistä ks. Välitystuomio Data Hat Oy 19.3.2002 s. 9, Välitystuomio Finnish Commuter Airlines Oy 23.9.2008 s. 58–60, Välitystuomio Oy Radiolinja Ab 29.5.2001 s. 105–106 ja Kokkolan Puhelin Oy 9.6.2010 s. 88.

²⁴⁰ Kallunki – Niemelä 2012 s. 219.

Malleja tuottoarvon laskemiseksi on useita, mutta oikeudellisesta näkökulmasta niissä on kaikissa sama ongelma. Tuottoarvon suuruus voi vaihdella suurestikin riippuen valitusta laskutavasta ja laskelmassa käytetyistä muuttujista ja niihin liittyvistä olettamuksista. Savolaisen mielestä tuottoarvoa ei kuitenkaan pitäisi jättää käyttämättä.²⁴¹ Tuottoarvo rakentuu tulevaisuuden odotuksille, jolloin väistämättä epävarmuus kasvaa. Se on kuitenkin hyväksyttävä osana tuottoarvon luonnetta. Oletusten tulisi kuitenkin olla mahdollisimman varmoja ja käytettävän mallin tilanteeseen parhaiten soveltuva. Valinnat tulisi tehdä noudattaen arvonmääritysteorioita mahdollisimman hyvin. Se vaatii laajaa asiantuntijuutta ja eri arvostusmallien erojen tuntemista. Lisäksi keskeisimmät tekijät, jotka vaikuttavat tuottoarvoon tulee tuntea. Näitä tekijöitä ovat tulevaisuuden tuottojen, niiden kasvun ja laskentakorkokannan muodostuminen.²⁴²

Tuottoarvoa määriteltäessä lähtökohtana on yrityksen tulos muutamalta edelliseltä vuodelta ja niistä saatava kehityssuunta. Edellisten vuosien tuloksista voidaan päätellä, minkälaisella kehityskaarella tulos voi vastaisuudessa kehittyä. Tavoitteena on löytää niin sanottu normaalituotto. Se ei kuitenkaan ole niin yksinkertaista kuin voisi äkkiseltään kuvitella. Edellisten vuosien tulokset ovat voineet vaihdella eri syistä ja siksi tuloksista voidaan joutua tekemään erilaisia oikaisuja. Helpoimmassa tapauksessa voidaan laskea pelkkä aritmeettinen keskiarvo. Toisinaan voi olla syytä käyttää painotettua keskiarvoa, jolloin viimeisimpien vuosien tuloksille annetaan suurempi painoarvo. Myös suuria ailahteluita tuloksessa voidaan suodattaa esimerkiksi poistamalla paras ja huonoin tulos. Lisäksi tulokseen on saattanut erityisistä olosuhteista johtuen vaikuttaa poikkeuksellisia tekijöitä, joiden ei odoteta toistuvan. Toisaalta, jos on vahvoja syitä olettaa, että poikkeuksellisia tai muuttuneita olosuhteita tulee vaikuttamaan tulevienkin vuosien tuloksiin, tulisi tämäkin huomioida.²⁴³

Yhtiön vuosituottona pidetään sen todellista voittoa kyseiseltä tilikaudelta. Sillä ei ole merkitystä paljonko yritys on jakanut voittoa ulos. Kirjanpidollista voittoa katsoessa tulee kuitenkin olla tarkkana, sillä poistot ja varaukset on voitu tehdä suuremmiksi kuin on tarpeellista. Tämä tulee huomioida voittoa suurentavana tekijänä. Vastaavasti tuottoa

²⁴¹ Ks. Savolainen 2014B s. 33.

²⁴² Savolainen 2014B s. 33.

²⁴³ Ks. Kyläkallio ym 2020. s.232.

alentavasti vaikuttaa se, jos poistoja ei ole kyetty tekemään tai niitä on tehty vähemmän kuin aiemmin.²⁴⁴

Itse tuottoarvo saadaan diskonttaamalla yhtiön arvioitu vuosituotto. Diskonttausperuste vaikuttaa suuresti siihen, mikä arvo lopputulokseksi saadaan. Valintaan sopivasta diskonttausperusteesta vaikuttaa se, kuinka riskialttiilla alalla yritys toimii. Tuottovaatimus on sitä suurempi, mitä riskialttiimmalla alalla toimitaan. Vuotuisen vaadittavan tuottoprosentin vaihteluväli voi olla suurikin esimerkiksi 6–33 %. Yhtiön arvo saadaan kertomalla vuosituotto luvulla, joka muodostuu siten, että 100 jaetaan diskonttausperusteella.²⁴⁵ Suosituimpana diskonttauskorkona käytetään oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksien painotettua keskiarvoa eli WACC:a (Weighted Average Cost of Capital). Sen soveltaminen on kuitenkin noteeraamattomien yhtiöiden osalta hankalaa ja siksi niiden osalta on kehitetty korvaavia malleja, jotka huomioivat paremmin pienyritysten suuremman riskisyyden pörssiyrityisiin verrattuna. Tästä huolimatta malleihin sisältyy huomattavaa epävarmuutta, jonka vuoksi niiden avulla laskettua arvoa on pidettävä vain lähtökohtana ja eräänlaisena suuntaa antavana arviona laskettaessa pienyritykselle tuottovaatimusta.²⁴⁶

Selkeänä esimerkkinä tuottoarvon määrittämiseksi voidaan käyttää seuraavaa esimerkkiä: Jos arvioitu vuotuinen tuottovaatimus on 20 % ja arvioitu vuosituotto 1 500 000 euroa, saadaan yhtiön arvoksi $100/20 \times 1\,500\,000$ eli $5 \times 1\,500\,000 = 7\,500\,000$ euroa. Jos diskonttausperuste eli tuottovaatimus onkin 10 %, tulee yhtiön arvoksi $100/10 \times 1\,500\,000 = 15\,000\,000$ euroa.²⁴⁷

4.6.2 Substanssiarvo

Substanssiarvo perustuu yrityksen nettovarallisuuteen eli yrityksen varojen ja velkojen erotukseen. Laskettaessa substanssiarvoa yrityksen omaisuudelle määritetään erillisarvot, jotka lasketaan yhteen ja omaisuudesta vähennetään yrityksen velat. Tuottoarvosta poiketen, substanssiarvo voidaan määrätä liiketoimintaa jatkavalle tai toimintaansa lopettavalle yritykselle. Tärkeintä onkin huomata, että operatiivisena arvopremissinä voi olla joko toimivan yrityksen arvo tai likvidaatioarvo. Substanssiarvoja on siis kahdenlaisia: 1) toimivan yrityksen substanssiarvo ja 2) likvidaatio- eli realisointiarvo. Molemmat arvot määritetään yrityksen taseen pohjalta, mutta oletukset ovat erilaisia. Toimivan yrityksen osalta oletetaan, että yritys jatkaa

²⁴⁴ Ks. Kyläkallio ym. 2020 s. 232–233.

²⁴⁵ Ks. Kyläkallio ym. 2020 s. 232–233.

²⁴⁶ Savolainen 2014B s. 42, 45 & 46. Ks. tarkemmin diskonttauskoron muodostumisesta s. 42–46.

²⁴⁷ Kyläkallio ym. 2020 s. 233.

liiketoimintaansa ja likvidaatioarvio taas tehdään olettamalla, että yrityksen toimintaa ei jatketa eli se lakkaa. Toimivalle yritykselle voidaan laskea myös likvidaatioarvo ja siksi tärkeintä on, että arvostusta laskettaessa selkeästi ilmaistaisiin, kumpaa substanssiarvoista tarkoitetaan.²⁴⁸

Substanssiarvo rinnastetaan herkästi pelkästään likvidaatioarvoon.²⁴⁹ Likvidaatioarvossa yrityksen arvo perustuu sen yksittäisten varallisuuserien myynnistä saatavien hintojen ja velkojen maksamisesta aiheutuvien maksujen erotukseen.²⁵⁰

Toimivan yrityksen kohdalla substanssiarvo kuvaa yrityksen nettovarallisuuden käypää arvoa yrityksen nykyisessä käytössä. Tässä mallissa yrityksen tuotannontekijät on arvostettava siihen arvoon, minkä niillä kyseisessä yrityksessä sen toiminnan jatkamisen kannalta voidaan katsoa olevan. Käyttöomaisuuden osalta ero käyvän arvon ja likvidaatioarvon välillä voi olla hyvinkin suuri. Lisäksi investoinnit markkinointiin, henkilöstöresursseihin sekä tietotaitoon menettävät yleensä arvonsa kokonaan, kun yrityksen toiminta lopetetaan.²⁵¹ Toimivan yrityksen substanssiarvo on ensisijaisesti laskennallinen, jopa keinotekoinen arvo, koska se perustuu varojen yksittäisarvostukseen sekä tuotannontekijöiden nykyhetken kuviteltuihin markkinahintoihin.²⁵² Menetelmällä saadaan yrityksen omaisuuden arvo nykyisessä käytössään, mutta arvo ei välttämättä tule koskaan realisoitumaan. Lisäksi toimivan yrityksen substanssiarvon heikkoutena on se, että se ei sisällä yrityksen arvon olennaista osaa eli liikearvoa.²⁵³ Näin tietysti myös likvidaatioarvon kohdalla.

Substanssiarvoa käytetään lähes aina arvonmäärityksessä ja näin on myös oikeudellisessa arvonmäärityksessä. Se toimii hyvin eräänlaisena vertailuarvona ja sen avulla voidaan tarkistaa tuottoennusteiden kohtuullisuus. Pienyritysten kohdalla substanssiarvoa voidaan pitää jopa tuottoarvoa luotettavampana tapana määrittää yrityksenarvo. Tämä siksi, että laskelmien pohjana ovat yrityksen tiedossa olevat omaisuuserät ja velat.²⁵⁴ Tuottoarvon määrittämisessä tarvittavien tulevaisuuden tuottojen arvioinnin nähdään olevan yhä vaikeampaa. Monimutkaisten laskelmien ja niissä käytettävien oletusten käyttäminen tekee niiden hyväksyttävyyden

²⁴⁸ Ks. Savolainen 2014B s. 47.

²⁴⁹ Savolainen 2014B s. 47.

²⁵⁰ Seppänen 2017 s. 280.

²⁵¹ Virtanen 1981 s. 308, Blomquist ym. 2001 s. 124 & Savolainen 2014B s. 47. Ks. tarkemmin omaisuuden luovutushinnoista Leppiniemi 1999 s. 13–14.

²⁵² Virtanen 1972 s. 21 & Savolainen 2014B s. 47.

²⁵³ Virtanen 1972 s. 21 ja siinä mainitut viitteet, Virtanen 1981 s. 312, Nilsson – Öhlin 1984 s. 80–82 sekä Savolainen 2014B s. 48.

²⁵⁴ Savolainen 2014B s. 48.

hankalammaksi ja vähentää niiden hyväksyttävyyttä.²⁵⁵ Substanssiarvo toimii tarkistuslukuna, joka kertoo yritykseen sijoitetusta pääomasta sekä siitä, mikä olisi suurin piirtein yrityksen uudelleenrakentamisen hinta.²⁵⁶

Myös oikeudellisessa arvonmäärityksessä on havaittavissa, ettei huomiota kiinnitetä riittävästi siihen, kumpi substanssiarvoista on kyseessä, toimivan yrityksen substanssiarvo vai likvidaatioarvo. Ja mikä olennaisinta, vastaako valittu substanssiarvo parhaiten yrityksen käypää arvoa.²⁵⁷

Substanssiarvo ei välttämättä ole niin luotettava kuin voisi äkkiseltään kuvitella. Tilinpäätöksen tase harvoin soveltuu sellaisenaan arvonmääritykseen kuvaamaan yrityksen arvoa. Substanssiarvo määritetään hyväksytyyn ja (usein myös) tilintarkastetun tilinpäätöksen pohjalta. Tilintarkastetun tilinpäätöksen on kirjanpitolain mukaan annettava oikea ja riittävä kuva kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Voidaan olla montaa mieltä, kuinka vakuuttava edellinen lause oli, mutta lähtökohtaisesti tilinpäätökset ovat hyvällä tai ainakin riittävällä tasolla. Taseesta voidaan nähdä ne omaisuuserät, joista yrityksen varallisuus muodostuu ja velat, joita yrityksellä on.²⁵⁸

Vaikka taseesta saadaankin helposti numerot, ei se kuitenkaan anna luotettavaa kuvaa yksittäisten vara- ja velkaerien arvoista (kyseessä niin sanottu arvostusongelma). Tuoreemmassa välimieskäytännössä onkin katsottu, että yhtiön taseesta suoraan laskettu osakekohtainen substanssiarvo ei anna sellaista luotettavaa perustetta, johon kohdeyhtiön osakkeen käyvän arvon määrittäminen voitaisiin yksin perustaa. Luotettava kuva vara- ja velkaeristä saadaan selvittämällä niiden markkina-arvot ja siten myös osakkeen luotettava substanssiarvo.²⁵⁹ Lisäksi yritystoimintaan kuulumaton ”ylimääräinen” omaisuus on jätettävä substanssiarvolaskelman ulkopuolelle. Tällöin käydään rajanvetoa siitä, mikä omaisuus kuuluu ja mikä ei kuulu liiketoimintaan. (niin sanottu laajuusongelma).²⁶⁰ Määritettäessä toimivan yrityksen arvoa substanssiarvoon sisällytetään lähtökohtaisesti vain ne yrityksen taseessa olevat omaisuuserät, jotka ovat yrityksen varsinaisen toiminnan kannalta välttämättömiä.²⁶¹ Tämä lisää

²⁵⁵ Barthel 1990 s. 1148, viittaus Penttilän, Penttilä 1991 s. 231 alaviite 78.

²⁵⁶ Savolainen 2014B s. 48.

²⁵⁷ Savolainen 2014B s. 48.

²⁵⁸ Savolainen 2014B s. 48.

²⁵⁹ Silaskivi DL 2004 s. 1060, Pönkä 2015 s. 262 ja Mähönen & Villa 2020 s. 8875–876 sekä välimieskäytännön osalta Ks. Turun Arvokiinteistöt Oyj, välitystuomio 2.5.2005, s. 64 ja 66, RPO oy, 6.10.2003, s. 22 ja 28 sekä Dentalpot oy, 11.7.2003, s. 40.

²⁶⁰ Pönkä 2015 s. 262.

²⁶¹ Savolainen 2014B s.49.

harkinnanvaraisuutta ja vahvistaa sitä, ettei substanssiarvo ole yksiselitteisesti määriteltävissä. Myös sen vaatimat enemmän tai vähemmän subjektiiviset arviot tekevät sen käytöstä epävarmemman ja enemmän omistajanarvoon johtavan arvomallin.²⁶²

4.6.3 Prioriteettina tuottoarvo vai substanssiarvo

Vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisessä markkinahinta on siis lähtökohtana niin noteeratuissa kuin noteeraamattomissa yhtiöissä. Toissijaisina ja mahdollisesti täydentävinä arvostusperusteina on substanssi- ja tuottoarvo. Näihin erilaisiin laskelmiin perustuviin arvostusperusteisiin turvaudutaankin yleensä, kun osakkeelle ei ole lainkaan muodostettavissa markkinahintaa tai jos markkinahintaa on pidettävä jostain syystä vääristyneenä ja sitä myöten epäluotettavasti muodostuneena.²⁶³ Myös vähäinen kaupankäynti voi johtaa siihen, että markkinahinnan ei katsota muodostuneen luotettavaksi.²⁶⁴

Kun markkinahintaa ei voida hyödyntää, on välimiesten hyödynnettävä teoreettisempia arvonmäärittämenetelmiä. Substanssi- ja tuottoarvo ovat menetelmiä, joita myös yrityskaupoissa käytetään kauppahinnan määrittelyssä. Vanhastaan noteeraamattomien yhtiöiden kohdalla substanssiarvostukselle on annettu olennaisempi merkitys ja sitä on pidetty jopa varmistuspisteenä, jonka alittaminen edellyttäisi poikkeuksellisia olosuhteita.²⁶⁵ Nykyään kummallekaan arvonmäärittäystavalle ei voida antaa etusijaa tai priorisoida ensisijaiseksi vaihtoehdoksi.²⁶⁶ Näkemyksen muutokselle löytyy vahvoja perusteita, joita käydään seuraavaksi läpi.

Ensinnäkään, kuten jo edellä todettu, yhtiön tilinpäätös ei anna luotettavaa kuvaa yksittäisten vara- ja velkaerien arvoista. Se edellyttääkin erillisten vara- ja velkaerien markkina-arvon selvittämistä ja siksi substanssiarvokin sisältää aina arviointeja. Lisäksi välimieskäytännössä on esitetty kantoja, joiden mukaan tuottoarvostus olisikin aina ensisijainen arvonmäärittäystapa verrattuna substanssiarvostukseen silloin, kun lunastuksen kohteena ovat liiketoimintaa jatkuvasti ja suunnitelmallisesti (going concern) harjoittavan voittoa tavoittelevan yhtiön osakkeet, mikäli markkinahintaa ei voida luotettavasti muodostaa.²⁶⁷

²⁶² Ks. Virtanen 1981 s. 312.

²⁶³ Ks. välitystuomiot Oy Dentaldepot Ab 11.7.2003, s. 39 ja Supertel Oy 22.4.2005, s. 47.

²⁶⁴ Välitystuomio Turun arvokiinteistöt Oyj 2.5.2005, s. 63.

²⁶⁵ Ks. Rimali 2007 s. 269–270.

²⁶⁶ Mähönen & Villa 2020 s. 873–876.

²⁶⁷ Ks. Mähönen & Villa 2020 s. 875–876.

Toisaalta substanssiarvoa pidetään usein yrityksen ”teurasarvona”, jonka alle ei yleensä mennä. Se osoittaa vähintään sen minimihinnan, jolla myyjä on valmis luopumaan yrityksestä. Saisihan hän yrityksen lopettamalla vastaavan summan. Yrityksen lopettaminen ei aina ole vaihtoehto tai tarpeen, jolloin substanssiarvo neuvoa alimman neuvoteltavissa olevan kauppahinnan.²⁶⁸ Edellä mainitun lisäksi oikeudellisessa arvonmäärityksessä on substanssiarvoa käytetty, kun se on tuottoarvoa suurempi. Periaate löytyy esimerkiksi eräistä oikeudellisiin arvonmäärityksiin liittyvistä ohjeista ja jopa osakeyhtiölain mukaisissa vähemmistöosakkeiden lunastustilanteita koskevasta välimieskäytännöstä.²⁶⁹

Tällekkin ajatukselle löytyy perusteita puolesta ja vastaan. Voidaan katsoa, että on vähemmistöosakkeenomistajan kannalta kohtuullista, että osakkeen arvonmäärityksessä otetaan huomioon lunastajan mahdollisuus yritystoiminnan lopettamiseen ja yritysvarallisuuden realisoimiseen, joka voi joissain tapauksissa olla edullisempaa kuin liiketoiminnan jatkaminen. Toisaalta taas rinnastus yrityksen lopettamiseen on yleensä vain teoreettinen eikä yrityksen toimintaa olla todellisuudessa lopettamassa. Vähemmistöosakkeenomistajalla ei ole mahdollisuutta saada yhtiötä puretuksi ja siksi vähemmistöomistajan keinotekoinen mahdollisuus saada realisaatiopreemiota, ei voida pitää hyväksyttävänä. Kyseiselle – sinänsä paikkansa pitävälle – väitteelle voidaan vasta-argumenttina esittää, ettei vähemmistöosakkeiden lunastushintaan saa vaikuttaa alentavasti se, että kyse on vähemmistöosakkeista. Tämän säännön hengen mukaisesti sillä, että vähemmistöosakkeenomistajalla ei ole osakeyhtiölain nojalla mahdollisuutta saada yhtiötä puretuksi, pitäisi olla merkitystä lunastushinnan määrityksen kannalta.²⁷⁰

Silaskivi pitää substanssiarvoa apuvälineenä, joka ei voi toimia minimihinnan tukirankana. Sillä ei ole merkitystä onko markkinahinnan katsottu muodostuneen luotettavasti vai ei-luotettavasti. Silaskivi perustelee näkemystään ensinnäkin sillä, että peruslähdekohdan mukaan, osakkeen käyvän hinnan halutaan perustuvan ensisijaisesti markkinahintaan. Tällöin hinta muodostuu markkinatoimijoiden käsityksen mukaan, eikä teknisluonteisten arvostusmenetelmien perusteella.²⁷¹

²⁶⁸ Palvi 1988 s. 269, Leppiniemi – Lounasmeri 2000 luvun 17 alaluku Yrityskaupan motiivit.

²⁶⁹ Savolainen 2014B s. 51 sekä Verohallinto 2021 kohta 5.4. Ks. myös Pönkä 2015 s. 675. Ja esimerkiksi välitystuomiot Priimus Group Oy 31.1.2012 s. 14, Metalpak Oy 14.11.2012 s. 39–42 ja Accountor Oy 18.4.2013 s. 35.

²⁷⁰ Pönkä 2015 s. 675–676. Vrt. Silaskivi 2004 s. 1060: Hänen mukaansa vähemmistöomistajille ei voida luoda sellaista suojaa, joka aina takaisi lunastushinnan vähimmäisarvoksi sen arvon, joka muodostuisi kohdeyhtiön toiminnan lopettamisesta. Tämä antaisi vain epäoikeudenmukaista etua tai turvaa.

²⁷¹ Ks. Silaskivi 2004 s. 1059.

Ei ole millään tavalla poikkeuksellista, että yritykset hinnoitellaan alle niiden kirjanpitoarvon. Tämän voi huomata tutkiessa esimerkiksi pörssiyritysten P/B (Price/Book value) tunnuslukua. Erityisesti laskumarkkinoiden aikana monella yrityksellä tuo arvo on alle yhden, joka tarkoittaa siis sitä, että jos yritys purettaisiin ja omaisuus jaettaisiin osakkeenomistajien kesken, saisivat he enemmän rahaa näin kuin myymällä kaikki osakkeensa. Mielestäni ei ole mitään syytä, miksei samaa ajatustapaa voitaisi lähtökohtaisesti käyttää myös noteeraamattomien yritysten kohdalla ja siten tukena ajatukselle, ettei minimihintaa voi perustaa substanssiarvoon.

Ongelmaksi voi myös muodostua tuotto- sekä substanssiarvoon liittyvät harkinnanvaraisuudet ja se, että substanssiarvoja on kahdenlaisia. Oikeudellisessa arvonmäärityksessä eri substanssiarvoja ei aina selvästi eroteta toisistaan. Selvää on, että oikeudellisessa arvonmäärityksessä vähimmäisarvona pidettävän substanssiarvon pitäisi olla nimenomaan likvidaatioarvo eikä toimivan yrityksen substanssiarvo. Tämä mahdollistaisi sen, että oikeudellista arvonmääritystä voitaisiin perustella kuten liiketaloustieteessä, eli kannattamattomastakin yrityksestä saa myytäessä vähintään sen omaisuuden arvon.²⁷²

Lisäksi on mainittava Ruotsin korkeimman oikeuden niin sanottu Balken-tuomio (NJA 1996 s. 293), johon välimieskäytännössä on viitattu hyväksyvästi. Siinä oli kyse tilanteesta, jossa substanssiarvo ylitti markkina-arvon. Ruotsin korkein oikeus totesi asiassa, että markkina-arvo on tällöinkin ratkaiseva, koska vähemmistöosakkeenomistajilla ei ole lunastustilanteessa oikeutta vaatia yhtiön purkamista ja substanssiarvon mukainen hinta tulee kyseeseen vain purkamisen yhteydessä.²⁷³

Loppujen lopuksi kyse on aina tapauskohtaisesta harkinnasta, jossa kaikki olosuhteet tulee ottaa huomioon ja niiden perusteella tehdä kokonaisharkinta oikeasta tai mahdollisimman oikeasta arvonmääritystavasta.²⁷⁴ Mähönen ja Villa ovat kuitenkin päätyneet pitämään tuottoarvoa ensisijaisena, vedoten erityisesti Normet Group Oy:n välitystuomioon, jossa vertailuyhtiöiden yrityskauppojen perusteella saatavalla kohdeyhtiön arvostuskertoimella kerrotaan kohdeyhtiön käyttökate tai liikevoitto, jolloin saadaan kohdeyhtiön yritysarvo. Kun tästä vähennetään korolliset nettovelat, saadaan kohdeyhtiön oman pääoman arvo, jonka perusteella saadaan yhtiön kaikkien ja

²⁷² Ks. Savolainen 2014B s. 52.

²⁷³ ks. Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006, s. 21.

²⁷⁴ Pönkä 2015 s. 274–278.

lunastettavien osakkeiden määrän perusteella osakekohtainen lunastushinta.²⁷⁵ Mielestäni kyseisessä tapauksessa on enemmänkin kyse markkinahinnan ja sen avulla muodostettavien tunnuslukujen yhdistelmästä, eikä tuottoarvon asettamisesta etusijalle.

Välimieskäytännössä onkin tapauskohtaisesti asetettu välillä substanssiarvo etusijalle ja välillä tuottoarvo.²⁷⁶ Tämä kuvastaa juuri sitä kaikkien tekijöiden huomioimista, johon lunastushinnan määrittämisen tulee perustua. Silaskivi onkin todennut osuvasti, että ”Mitä luotettavampi kuva osakkeen arvosta saadaan yksittäisellä arvonmäärittämismenetelmällä tai useamman menetelmän yhdistelmällä, sitä suurempi merkitys kyseiselle menettelytavalle tulee antaa päätöksessä”.²⁷⁷ Olennaista onkin, että valittu arvostustapa muodostaa objektiivisen, markkinahinnan kaltaisen arvon.²⁷⁸

Toki huomionarvoista on, että vuoden 1997 osakeyhtiölain osittaisuudistukseen sisältyneen EOYL 14:12 perusteluiden mukaan käypään hintaan sisältyy myös yhtiön tulevia voittoja koskeva odotusarvo, joka yleensä sisältyy osakkeen markkina-arvoon. Markkinahinnan ensisijaisuuden lisäksi tämän on katsottu oikeuskirjallisuudessa korostavan tuottoarvon merkityksellisyyttä käypää arvoa määriteltäessä.²⁷⁹

Voitaneen todeta, että tuottoarvo antaa lähtökohtaisesti oikeamman kuvan yrityksestä, joka jatkaa kannattavasti liiketoimintaansa. Myös Savolainen on päätenyt samaan ja hän korostaakin Substanssiarvon soveltuvan käytettäväksi käyvän hinnan määrittämisessä lähinnä silloin, kun kohdeyhtiön arvo muodostuu pääsääntöisesti sen omaisuudesta tai kun kohdeyhtiönä on voittoa tavoittelematon yhtiö.²⁸⁰ Arvonmäärittämisessä on kuitenkin niin monia seikkoja, jotka tulee huomioida, ettei selvää ja ehdotonta pääsääntöä soveltuvasta arvonmäärittäytavasta voi antaa. Selvää kuitenkin on, että markkinahinta toimii ensisijaisena toissijaisiin arvostustapoihin nähden.

4.6.4 lunastushinnan määrytyminen välimieskäytännössä

Vuosina 1998–2014 välimiesoikeus on käyttänyt eniten markkina-arvoa, toiseksi eniten substanssiarvoa ja kolmanneksi eniten muita arvoja. Muu arvo pitää sisällään

²⁷⁵ Ks. Mähönen & Villa 2020 s. 876.

²⁷⁶ Pönkä 2015 s. 676 ja alaviite 2306. Ks.mm. välitystuomio asiassa Kutalab Oy, 16.7.2008, Finnrobotics Oy, 11.12.2013 ja PolarSol Oy, 31.12.2013. Vastaavasti tuottoarvostuksen priorisointi suhteessa substanssiarvostukseen saattaa johtua siitä, että yrityksen substanssiarvo on ollut negatiivinen ennen välimiesmenettelyn vireilletuloa. Ks. mm. välitystuomio asiassa Turun Arvokiinteistöt Oyj, 2.5.2005 ja HSG Business Process Outsourcing Oy, 7.8.2009.

²⁷⁷ Silaskivi DL 2004 s. 1059.

²⁷⁸ Savolainen 2022 s. 19.

²⁷⁹ Mähönen 2001, s. 734.

²⁸⁰ Savolainen 2016B s. 31.

yhdistelmäarvot sekä sovintoon ja muihin perusteisiin, esimerkiksi osakkeen nimellisarvoon, perustuvat arvot. Tuottoarvoa käytettiin ajankohdan aikana siis kaikkein vähiten. Vuosina 1998–2005 substanssiarvo on ollut suositumpi kuin vuosina 2006–2014, jolloin käypä hinta määräytyi markkina-arvon perusteella 49 % käsitellyistä välitystuomioista.²⁸¹ Sen sijaan substanssiarvoa, tuottoarvoa ja muuta arvoa käytettiin lähes yhtä paljon. Markkinahinnan suosiota selittänee se, että esitöiden ja oikeuskirjallisuuden mukaan lähtökohtana käyvälle hinnalle toimii markkinahinta.²⁸²

Kuten edellä on mainittu, noteeraamattomien yhtiöiden osakkeilla käydään tyypillisesti vain vähän kauppaa. Sen vuoksi neutraalin markkinahinnan muodostuminen on jokseenkin kyseenalaista ja siksi voisikin olla osuvampaa puhua toteutuneisiin kaappoihin perustuvasta hinnasta käyvän hinnan lähtökohtana. Kauppahinnan tulisi silti riittävästi ilmentää markkinahintaa.²⁸³

4.6.5 Ei-voitontuottamisyhtiöt ja negatiivinen lunastushinta

Edellä käydyt osakkeen hinnan määrittävät, jotka ovat muokkautuneet välimieskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa ovat koskeneet osakeyhtiöitä, joiden toiminnan tarkoituksena on ollut OYL 1:5:n olettamasaännöksen mukaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Ne eivät välttämättä sovellu sellaisenaan osakeyhtiöihin, joiden toiminnan tarkoitus on keskinäinen. Tyypillisinä esimerkkeinä tällaisista yhtiöistä ovat mankala-yhtiöt, keskinäiset kiinteistöyhtiöt ja golfyhtiöt.²⁸⁴

Tällaisissa yhtiöissä toiminnan rahoitus rakentuu tyypillisesti OYL 1:2.2:ssa tarkoitettuihin erityisiin maksuihin, kuten vastikkeisiin, joita osakkeenomistajat ovat yhtiöjärjestyksensä perusteella velvollisia suorittamaan yhtiölle. Osakkeisiin kuuluu oikeuksia ja velvollisuuksia ja tällaisissa yhtiöissä korostuvat osakkeenomistajien velvollisuudet, sillä osakkeeseen liittyvät tuotto-odotukset ovat vähäiset tai jopa olemattomat. Yhtiön luonnetta voi tällöin pitää osuustoiminnallisena, kun yhtiön tarkoituksena on enemmänkin tarjota tuotteita tai palveluja osakkeenomistajille tyypillisesti omakustannushintaan.²⁸⁵

Tämän tyyppisissä yhtiöissä osakkeen vaihtaessa omistajaa, on tyypillistä, että uudelle omistajalle siirtyvät edellisen osakkeenomistajan maksamattomat vastikkeet, jotka

²⁸¹ Tutkimusaineistona oli kaikki vuosina 1998–2014 kaupparekisteriin rekisteröidyt (94 kpl) noteeraamattomien yhtiöiden OYL 18 luvun mukaista vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevat välitystuomiot.

²⁸² Ks. Savolainen 2016 s. 266.

²⁸³ Savolainen 2016 s. 266.

²⁸⁴ Ks. Mähönen & Villa 2020 s. 877.

²⁸⁵ Ks. Mähönen & Villa 2020 s. 877–878.

yhtiöjärjestysmääräyksellä on määrätty. Vastikevelka voi siis kumuloitua uudelle osakkeenomistajalle. Muutoinkin osakkeen oikeudelliseen luonteeseen kuuluu, että siihen kytkeytyvät oikeudet ja velvollisuudet siirtyvät osakkeen siirtyessä, riippumatta siitä, minkä sisältöisellä oikeustoimella osake siirtyy, ellei yhtiöjärjestyksessä ole erityisiä määräyksiä sen suhteen.²⁸⁶

Edellä kuvatun mukaisesti myös vähemmistöosakkeiden lunastustilanteissa osakkeen omistusoikeus siirtyy lunastajalle ja samalla osakkeeseen kuuluvat oikeudet ja velvollisuudet siirtyvät. Lunastaja saa siis hyväkseen osakkeen tuottamat oikeudet, mutta vastaa osakkeeseen liittyvistä velvoitteista.²⁸⁷

Kun vähemmistöosakkeenomistajan omistama osake siirtyy lunastajalle, on kyseessä osakkeeseen liittyvän taloudellisen arvon siirtyminen. Taloudelliseen arvoon liittyvät osakkeen oikeudet sekä velvollisuudet ja velvollisuuksien ylittäessä oikeudet, on mahdollista, että osakkeen käypä arvo muodostuu negatiiviseksi.²⁸⁸ Tällainen tilanne on ollut esillä myös välimieskäytännössä.²⁸⁹

Osakkeen arvo voi olla negatiivinen myös, jos yhtiökohtaisten erityispiirteiden takia substanssiarvostusta on priorisoitava ja yhtiön oma pääoma on negatiivinen.²⁹⁰ Huomionarvoista onkin, että oikeuskirjallisuudessa ja välimieskäytännössä on katsottu substanssimäärityksen antavan oikeimman kuvan yrityksen arvosta, kun kyseessä on kokonaan voittoa tavoittelematon yhtiö.²⁹¹ Osakkeen arvostuksen ei olla kuitenkaan katsottu voivan olla negatiivinen, vaikka se voikin olla täysin arvoton.²⁹² Erilaiset velvoitteet voivat kuitenkin ajaa arvon negatiivisuuden puolelle. Negatiiviseen lunastushintaan syvennyttään tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

4.6.6 Yhteenvetoa arvostustavoista

Osakkeen hinnanmääritys on lopulta hyvin yksilöllistä ja tapauskohtaista. Vaikka tietynlaisia lähtökohtia ja perusolettamuksia voidaan tehdä, on jokainen arvonmääritys yksilöllinen. Siksi tapauksen vertailu keskenään on haastavaa. Selvää kuitenkin on, että markkinahinta on aina ensisijainen, kunhan se on muodostunut riittävän luotettavalla tavalla. Tuottoarvon ja substanssiarvon välillä punnintaa joudutaan tekemään enemmän. Myös välimieskäytännöstä on nähtävissä, että

²⁸⁶ Ks. Mähönen & Villa 2020 s. 878.

²⁸⁷ Ks. Mähönen & Villa 2020 s. 878.

²⁸⁸ Mähönen & Villa 2020 s. 877–878.

²⁸⁹ Ks. Gumböle Golf Oy, välitystuomio 24.4.2018.

²⁹⁰ Pönkä 2015 s. 655.

²⁹¹ Ks. Välitystuomio Vuosaaren Urheilutalo Oy 29.9.2021 s. 44.

²⁹² Pönkä 2015 s. 656.

toissijaisia arvostustapoja käytetään melko samoja määriä, mikä osoittaa sitä, että etusijaa ei ole muodostunut kummallekaan arvostustavalle.

4.7 Operationaaliset arvopremissit

Seuraavaksi otetaan vielä lyhyt katsaus operationaalisiin arvopremisseihin, joita on jo aiemmissa kappaleissa sivuttu. Tyypillisesti arvonmäärityksessä ne käydään samanaikaisesti läpi muiden arvonmääritysvaiheiden kanssa, järjestys on kuitenkin käsitellyn kaltainen.

Arvonmäärityksessä tulee siis ottaa huomioon myös se, arvioidaanko jatkuvan liiketoiminnan arvoa (going concern value) vai yrityksen realisointiarvoa eli likvidaatioarvoa (liquidation value). Oleellista on, ettei sekoita näitä operationaalisia arvopremissejä peruspremissisiin, sille ne tulevat valittaviksi tietyn arvokäsitteen sisällä. Peruspremissit taas ovat yläkäsitteitä, joihin itse arvokäsitteet perustuvat.²⁹³

Valitun arvokäsitteen sisällä tulee siis valita, lasketaanko yritykselle arvo oletuksella, että yrityksen toiminta jatkuu vai niin, että toiminta lakkaa. Oleellisin ero näiden kahden arvon välillä on se, jatkuvan liiketoiminnan arvo perustetaan yrityksestä tulevaisuudessa saataviin tuottoihin ja realisointiarvo taas kertoo sen mikä on yrityksen sen hetkinen arvo. Jatkuvan liiketoiminnan arvossa otetaan huomioon myös yrityksen liikearvo eli goodwill-arvo.²⁹⁴

Liikearvo muodostuu tekijöistä, jotka eivät täytä varojen tai velkojen määritelmiä eivätkä ne siten ole kirjattavissa taseeseen erillisinä omaisuserinä. Liikearvo kuvastaa tulevaisuudessa syntyviä synergiaetuja. Parhaimpina esimerkkeinä mitä liikearvoon voi sisältyä esimerkiksi yrityskaupan seurauksena, on markkinaosuuden kasvu, uusien jakelukanavien saaminen tai ammattitaitoisen työvoiman saanti.²⁹⁵

Yrityksen realisointiarvo kuvaa rahamäärää, joka saataisiin, jos yrityksen koko omaisuus myytäisiin ja velat maksettaisiin pois.²⁹⁶ Realisointiarvo siis käytännössä kertoo mikä yrityksen arvo on, mikäli liiketoiminta lopetettaisiin kokonaan. Arvoon vaikuttaa toki se, missä ajassa yrityksen omaisuus saadaan myytyä ja myydäänkö se kokonaisena vai osissa.

²⁹³ Savolainen 2014 s. 12, Fishman et al. 2007 s. 28–29.

²⁹⁴ Savolainen 2014 s. 12.

²⁹⁵ Halonen ym. 2017 s. 225.

²⁹⁶ Savolainen 2014 s. 12.

Ero jatkuvan liiketoiminnan arvon ja realisointiarvon välillä voi olla samassa yrityksessä todella suuri. Tähän vaikuttaa moni asia, kuten yrityksen taloudellinen tilanne, liiketoimintamalli, ja onko yrityksellä tarvetta sitoa pääomaa liiketoiminnan pyörittämiseen.²⁹⁷

Oikeudellisessa arvonmäärityksessä lähtökohtana on tyypillisesti jatkuvan liiketoiminnan arvo. Tätä voidaan pitää hyvänä lähtökohtana, sillä yleensä vähemmistöosakkeiden lunastus tapahtuu, kun yritys on terve ja sillä on tulevaisuuden odotuksia liiketoiminnan suhteen.²⁹⁸

4.8 Mahdolliset oikaisut ja yhteenveto

Tässä kohtaa arvonmäärityksessä on jo voitu muodostaa alustava arvon indikaatio. Mikäli muodostuneelle arvolle olisi tarvetta tehdä oikaisuja, tulisi ne tehdä tässä vaiheessa. Oikaisuilla tavoitellaan sitä, että arvon indikaatio vastaisi parhaalla mahdollisella tavalla arvonmäärityksen tavoitetta, tarkoitusta ja kohdetta sekä arvon perustaa. Esimerkkeinä mainiten mahdollisia oikaisuja voisi olla mm. kontrollipremio, pienyritysalennus, vähemmistöalennus sekä oikeudenmukaisuus-, kohtuullisuus- ja/tai tasapuolisuus-oikaisut.²⁹⁹

Oman näkemykseni mukaan mahdollisia oikaisuja tulee tehdä hyvin varovasti vähemmistöosakkeiden lunastuksessa. Tämä siitä johtuen, että tarkoituksena on määrittellä hinta, joka tosiasiallisesti vastaa osakkeen arvoa, eikä siinä oteta huomioon subjektiivisia näkemyksiä. Markkinahinnassa voidaan myös katsoa oikaisujen olevan huomioitu.

Lopulta voidaan muodostaa johtopäätöksiä perusteella osakkeen käypä arvo. Yhteenvetona voidaan todeta, että osakkeen arvonmäärityksessä on siis äärimmäisen tärkeää, että myös arvokäsitteeseen perehdytään riittävästi. Oikeudellisessa arvonmäärityksessä huomiota tulisikin kiinnittää säädösten avulla enemmän arvokäsitteen perustelemiseen sekä kuvaamiseen. Ei ole riittävä, jos arvokäsite ilmaistaan, mutta ei kerrota minkä tyyppistä arvoa arvonmäärittelyssä tavoitellaan. Seuraavassa luvussa käsitellään sitä, mitä käyvällä hinnalla tarkoitetaan OYL 18 luvun mukaisissa lunastustilanteissa.

²⁹⁷ Savolainen 2014 s. 13, Pratt – Niculita 2008 s. 47–48 ja Hitchner 2011 s. 36–37.

²⁹⁸ Hitchner 2017 s. 39.

²⁹⁹ Ks. Seppänen 2020 s. 201.

5 KÄYPÄ HINTA ARVONPERUSTANA VÄHEMMISTÖOSAKKEIDEN LUNASTUKSESSA

Seuraavassa kappaleessa käydään tarkemmin läpi sitä, milloin kyseessä on käypä hinta vähemmistöosakkeiden lunastuksessa. Mikäli arvonmäärityksessä muodostunut osakkeen arvo täyttää myös käyvän hinnan perusteet, on helppoa perustella sitä, miksi kyseessä on käypä hinta.

5.1 Käyvän hinnan taustasta

Vähemmistöosakkeiden lunastuksessa käytettävä arvokäsite ilmaistaan OYL:n 18:7:ssa ja se on käypä hinta. Nykyisessä laissa ei enää ole EOYL 16 luvun 5 §:n 2 momentin kaltaista nimenomaista säännöstä siitä, että välimiesten on hinnanmäärityksessä otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat. Hallituksen esityksen mukaan, tarkoituksena ei kuitenkaan ole ollut muuttaa käyvän hinnan määrityksessä noudatettavia oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa muodostuneita periaatteita.³⁰⁰

EOYL:n esitöiden mukaan, on katsottu, että osakkeiden arvostusta koskeva sääntely olisi hankalaa säätää laintasoisesti. Tämä johtuu lähinnä siitä, että riittävän suppeita arvostusperusteita on hankala määrittää, jotka olisivat samalla tarvittavan yksityiskohtaisia. Ongelmana nähtiin erityisesti yksittäistapauksissa esiin nousseiden erityisseikkojen huomiotta jääminen. Lisäksi uskomus oli, että välimieskäytäntö voisi ajan saatossa muodostaa yhtenäistä käytäntöä.³⁰¹ Lisäksi oli otettava huomioon lunastusriitojen dispositiivisuus, jonka myötä asianosaisten vaatimukset tuli myös ottaa huomioon.³⁰²

Välimieskäytäntöä ja oikeuskirjallisuutta onkin syntynyt kohtuullisesti, mutta ei niin, että aiemmista välitystuomioista voitaisiin suoraan johtaa yksiselitteinen tapa määrittää käypä hinta. Välitystuomiot ovat aina yksilöllisiä, mikä on myös luonnollista ja oletettavaa, kun välimiesoikeuden velvollisuutena on ottaa huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa vaikuttavat seikat. Voidaankin sanoa, että määräytymisajankohtaa ja määräytymisperusteita käytännössä arvioidaan kokonaisuutena, jolloin yhtenäistä

³⁰⁰ HE 109/2005 vp s. 173.

³⁰¹ HE 27/1977 vp s. 116.

³⁰² Mähönen & Villa 2020 s. 871.

käytäntöä syntyy hyvin suppeasti.³⁰³ Myös Timonen korostaa, että välimieskäytäntö ja oikeuskirjallisuus on muodostunut hajanaiseksi.³⁰⁴

5.2 Markkinahinta käyvän hinnan lähtökohtana

Oikeudellisessa arvonmäärityksessä käyvän hinnan arvolla tarkoitetaan useimmiten todennäköistä luovutushintaa tai markkinahintaa. OYL 18 luvun mukaisissa lunastustilanteissa tämä todetaan lain esitöissä, jossa sanotaan ”lähtökohtana käyvän hinnan määrittelylle on osakkeen markkinahinta.”. Vaikka esitöissä ei sen tarkemmin kuvata miten käypää hintaa tulisi kuvata, on markkinahintalähtöisyydestä pääteltävissä, että tarkoituksena on muodostaa objektiivinen vaihtoarvo. Tämä päätelmä on pakko tehdä, sillä muuten ei tiedetä, millaista arvoa ollaan lopulta muodostamassa.³⁰⁵

Hyvänä esimerkkitapauksena siitä, milloin objektiivista vaihtoarvoa ja subjektiivista omistajanarvoa on samaan aikaan sovellettu samassa ratkaisussa, on KKO 2008:74. Tapauksessa lähtökohtana käyvälle arvolle pidettiin todennäköistä kauppahintaa vapailla markkinoilla, mutta perusteluissa todettiin myös: ”Sellaisen omaisuuden osalta, jota ei sellaisenaan voida myydä vapailla markkinoilla, esimerkiksi kun kyse on luovutusrajoitusten alaisesta omaisuudesta, arvon määrittämisessä tulee ottaa huomioon myös omistajan muut mahdollisuudet käyttää omaisuuden omistukseen liittyviä oikeuksiaan kuin omaisuuden myyminen sellaisenaan.”³⁰⁶

Esimerkkitaapauksen ristiriita syntyy siitä, että käyvälle arvolle on annettu kaksi vaihtoehtoista tapaa muodostua. Käypää arvoa määriteltäessä ei kuitenkaan tulisi samaan aikaan määritellä sekä omistajanarvoon perustuvaa arvostusta että vaihtoarvoon perustuvaa arvostusta.³⁰⁷

Noteeraamattomien pienyritysten kohdalla markkinahinta ei aina ole paras keino tai edes järjeenkäypä keino tehdä oikeudellista arvonmäärittästä. Tämä liittyy yleensä siihen, ettei luovutus- tai markkinahintaa ole välttämättä olemassa eikä edes vertailukelpoista yritystä. Todennäköinen luovutushinta on siksi määriteltävä laskennallisesti erilaisia arvonmäärittämenetelmiä käyttäen. Absoluuttisen oikeaa hintaa ei käytännössä voida löytää, mutta tarkoituksena onkin muodostaa hinta, jota voidaan pitää oikeana.³⁰⁸ Kyseessä on kuitenkin oikeudellinen ratkaisu, jota voidaan pitää sitä

³⁰³ Mähönen & Villa 2020 s. 871–872.

³⁰⁴ Timonen 2001 s. 355.

³⁰⁵ Savolainen 2014B s. 5–6 & Mähönen & Villa 2020 s. 871.

³⁰⁶ KKO 2008:74 perustelujen kohta 4.

³⁰⁷ Ks. Savolainen 2014B s. 6.

³⁰⁸ Ks. Savolainen 2014B s.7 & Mattila 1984 s. 77.

hyväksyttävämpänä, mitä paremmin se on perusteltu. Osapuolet tulisikin pystyä vakuuttamaan siitä, että arvonmäärityksen lopputulos ja käyvän arvon perustana oleva tosiasiakuvaus, kuten todennäköinen luovutushinta tai markkinahinta, vastaavat toisiaan.³⁰⁹

Merkityksellistä on, että valitulla arvonmääritysmenetelmällä saavutetaan käypää arvoa mahdollisimman hyvin vastaava arvo. OYL 18 luvun mukaisissa lunastustilanteissa tavoitteena on määrittää sellainen luovutus- tai markkinahinta, jolla myös tavanomainen liiketoimi voisi markkinaosapuolten välillä toteutua.³¹⁰ Tämä vaatii huomioimaan sen, millaiseksi hinta vapailta markkinoilla todennäköisesti muotoutuisi, joka taas johtaa realistisena pidettävään lopputulokseen.³¹¹

Vaikuttaa selvältä, että oikeudellisessa arvonmäärityksessä keskeisessä osassa ovat liiketaloustieteen kehittämät arvonmääritysmenetelmät. Niitä käytettäessä on kuitenkin muistettava, että ne on tehty yrityskauppatilanteita varten.³¹² Tästä syystä on havaittavissa jopa kriittisiä näkemyksiä siitä, pystyykö liiketalous tarjoamaan mallia käyvän hinnan löytämiseksi.³¹³ Oikeudellisessa arvostamisessa kaiken alku ja juuri on kuitenkin normisidonnaisessa arvostamisessa, joka perustuu lakiin ja muihin oikeuslähteisiin. Yleisin tavoite on määritellä objektiivinen vaihtoarvoon perustuva arvo. Liiketaloustieteessä taas tarkoituksena on muodostaa tietoa osto-, myynti- tai hallussapitopäätöksen tueksi. Tämän tiedon avulla muodostuu lopulta alue, minkä sisällä lopullinen kauppahinta määräytyy, jos niin pitkälle päästään. Tämä neuvottelualue on muodostunut ostajan ja myyjän subjektiivisista omistajanarvoon pohjautuvista näkemyksistä.³¹⁴ Täydellistä mallia liiketaloustiede siis tuskin kykenee tarjoamaan, mutta selviä ohjenuoria ja käypiä malleja varmasti. Niitä tuleekin soveltaa aina tilanteen mukaan ja pitää esimerkiksi lähtökohtina arvonmääritykselle.³¹⁵

5.3 Vakiintuneita lähtökohtia

Käypää arvoa määriteltäessä on huomioitava oikeuskirjallisuudessa ja välimieskäytännössä muodostuneita osakkeen arvonmäärityksessä periaatteiksi luonnehdittavia lähtökohtia. Ne on otettava huomioon siitä riippumatta, perustetaanko osakkeen arvo lopulta markkinahintaan vai yrityksen arvoon. Seuraavaa listaa ei

³⁰⁹ Penttilä 1991 s. 127–128.

³¹⁰ Savolainen 2014B s. 7.

³¹¹ Penttilä 1991 s. 81.

³¹² Nuolimaa 1984 s. 269, Penttilä 1991 s. 59 & Kolehmainen DL 2008 s. 1050.

³¹³ Virtanen 1981 s. 287.

³¹⁴ Virtanen 1981 s. 285–287 & Savolainen 2014B s. 8.

³¹⁵ Ks. Mattila 1984 s. 221–223, Kolehmainen DL 2008 s. 1050 ja Savolainen 2014B, s. 8.

kuitenkaan ole tarkoitus pitää tyhjentävänä, vaan kyseessä on vakiintuneimpia periaatteita.³¹⁶

1. Ensinnäkin lunastettavien osakkeiden arvoon ei saa alentavasti vaikuttaa se, että ne ovat vähemmistöosakkeita, eikä niillä siitä syystä ole välttämättä ollut lainkaan kauppaa arvoa tai se on ollut pieni suhteessa isommissa erissä myytyihin osakkeisiin.³¹⁷ Timonen on kuitenkin päätenyt osittain vastakkaiseen ajatukseen. Hänen mukaansa vähemmistöosakkeilla ei tarvitse olla oikeutta ylihintaan, johon määräysvaltapreemion huomioonottaminen vähemmistöosakkeiden lunastushintaan vaikuttavana tekijänä johtaa. Ajatuksen taustalla on lähinnä markkinoiden toimivuus sekä se, etteivät vähemmistöosakkaat voi hyötyä suurosakkaiden kustannuksella.³¹⁸

2. Toiseksi osakkeiden hintaa nostavasti ei kuitenkaan vaikuta niin sanottu yhteistoimintavaikutus. Siinä on kyse yrityksen arvonnoususta yhdessä lunastajan liiketoiminnan kanssa.³¹⁹ Virallisemmin asiasta voidaan puhua synergiaetuina. Välimieskäytännössä tätä sääntöä ei ole kuitenkaan pidetty ehdottomana, ja onkin katsottu, että poikkeuksellisissa olosuhteissa vähemmistöosakkeenomistajalla on oikeus synergiahyötyihin.³²⁰

3. Sillä, mihin hintaan vähemmistöosakkeenomistaja on osakkeensa ostanut, tai onko osakkeet saatu vastikkeetta taikka syyllä miksi hän ei ole vapaaehtoisesti luopunut osakkeista, ei ole merkitystä lunastushintaa arvioitaessa.³²¹ Esimerkkinä voidaan mainita tilanteet, joissa vähemmistöosakkeenomistaja uskoo ostaneensa osakkeet alun perin ylihintaan tai lunastajan mielestä osakkeet on saatu selvään alihintaan tai jopa vastikkeetta. Osakkeen käypä hinta tulee siis määritellä objektiivisesti kiinnittämättä huomiota osakkeenomistajien subjektiiviseen näkemykseen. Joissain tapauksissa voi olla kuitenkin aiheellista huomioida myös subjektiivisia näkemyksiä. Nämä korostuvat erityisesti voittoa tavoittelemattomien yhtiöiden osalta. Esimerkkinä voidaan mainita golf-osakkeet, joiden osakkeenomistajalla voi olla erityisiä etuja, kuten esimerkiksi oikeus varata parempia tiiaus-aikoja.³²²

³¹⁶ Pönkä 2015 s. 651.

³¹⁷ KKO 1993:31. Ks. oikeuskirjallisuuden osalta mm. Pönkä 2015 s. 651, Kyläkallio ym. 2020 s. 231 ja Mähönen – Villa 2020 s. 874.

³¹⁸ Timonen 1997, s. 308–309.

³¹⁹ Kyläkallio ym. 2020 s. 231.

³²⁰ Ks. mm. välitystuomio asiassa Riihimäen Puhelin Oy, 6.10.2003.

³²¹ Kyläkallio ym. 2020 s. 231.

³²² Pönkä 2015 s. 654 & alaviite 2214.

4. Osakkeen lunastushinta on määritettävä osakelajikohtaisesti. Tämä perustuu suoraan yhdenvertaisuusperiaatteeseen.³²³ OYL 1:7 §:n 1. virkkeen mukaan: ”Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.” Lunastusinstituution näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että jos osakkeilla on samat oikeudet ja velvollisuudet, on lunastajan maksettava niistä yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti sama lunastushinta.³²⁴ Tämä tarkoittaa toisaalta myös sitä, että kaikkien osakkeenomistajien asema ei ole yhtiössä välttämättä samanlainen. Tärkeimpänä seikkana on kuitenkin pidettävä sitä, että osakkeenomistajalla sekä potentiaalisella tulevalla omistajalla on oikeus luottaa siihen, osakkeet tuottavat juuri ne oikeudet ja velvollisuudet, jotka osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys kyseessä oleville osakkeille määrittävät.³²⁵ Monissa osakeyhtiöissä tyypillisesti onkin useita erilaisia osakesarjoja, jotka tuottavat erilaisia oikeuksia ja velvollisuuksia. Osakeyhtiölaissa ei rajoiteta eri osakesarjojen määrää ja onkin ehdottoman tärkeää, että osakesarjojen eroavaisuudet otetaan huomioon lunastushintaa määritettäessä.

5. Joissain tapauksissa on mahdollista, että osakkeen todellinen arvo on alle nolla. Lunastusinstituution ja vähemmistösuojan hengessä on oikeustieteissä muodostunut ajatus, ettei osakkeen lunastushinta voi arvonmäärityksessä muodostua negatiiviseksi. Mahdollista on toki, että osakkeen lunastushinnaksi muodostuu nolla euroa, jolloin lunastaja saa ne vastikkeetta.³²⁶ Negatiivisen lunastushinnan osalta tilanne on kuitenkin muuttunut ja myös vähemmistöosakkeiden lunastuksessa on mahdollista päätyä negatiiviseen lunastushintaan. Tähän aiheeseen palataan kuitenkin tarkemmin myöhemmin.

6. Välimiesten on siis otettava päätöksenteossaan huomioon kaikki yksittäiset seikat kussakin yksittäistapauksessa. Luonnollista siis on, että osakkeiden käypä hinta on ratkaistava aina yhtiökohtaisten erityispiirteiden valossa. Sanottua voidaan pitää ohjenuorana, josta voidaan päätellä, että vakiintunutta välimieskäytäntöä voi syntyä vain rajallisesti. Joitakin välitystuomioita on kuitenkin myöhemmässä välimieskäytännössä sekä oikeuskirjallisuudessa pidetty lähes prejudikaattien tasolla olevana oikeuslähteenä.³²⁷

³²³ Pönkä 2015 s. 654.

³²⁴ Kairinen 2001 s. 64. Ks. myös välitystuomio Gumböle golf Oy, 24.4.2018, jossa nimenomaan vahvistettiin osakelajikohtainen lunastushinta.

³²⁵ Villa 2008 s. 567.

³²⁶ Pönkä 2015 s. 655–656.

³²⁷ Ks. Pönkä 2015 s. 657 ja Mähönen – Villa 2020 s. 874. Välimieskäytännön osalta Ks. erityisesti Pohjola-Yhtymä Oyj, 2.5.2007 s. 37.

Kaikesta huolimatta voidaan todeta, että välimiehillä on runsaasti käytössään niin välitystuomioita kuin oikeuskirjallisuutta, joita he voivat ja heidän tuleekin ottaa huomioon ainakin jossain määrin niin että tapausten yksityiskohdat otetaan riittävässä määrin huomioon. Osakeyhtiöiden ja yhtiöjärjestysten sekä kirjanpidon yhä monimutkaistuessa on selvää, että nykyinen oikeustila tulee pysymään nykyisessä muodossaan, jossa vain harvoja välitystuomioita pystytään hyödyntämään yleisinä ohjenuorina.

5.4 Kohtuullisuus käyvän hinnan muodostumisessa

Oikeuskirjallisuudessa on pääsääntöisesti katsottu, että osake on irtainta omaisuutta. Tämä johtaa ajatuksen siitä, että osakkeen arvonmäärityksessä on paljon samoja piirteitä kuin kauppalain (355/1987) 45 §:ssä:³²⁸ ”Jos tavarahan hintaa ei voida katsoa sovitun, ostajan on maksettava hinta, joka on kohtuullinen ottaen huomioon tavarahan laatu ja ominaisuudet, kaupantekohetken käypä hinta sekä muut olosuhteet.” Voidaankin ajatella, että osakkeen käypä hinta on sellainen, ”joka ei tuota sen enempää lunastajalle kuin velvoitetullekaan eli osakkeen saajalle kohtuutonta etua”.³²⁹ Kohtuullinen hinta onkin tasapuolinen arvo, kun vaihdossa käytetty hinta ei anna mahdollisuutta hyötyä taloudellisesti toisen kustannuksella.³³⁰

Kohtuullisuuden lähtökohdaksi voidaan pitää sitä, että käypä hinta on osakkeen todellinen arvo.³³¹ Tämä arvo voi olla jopa negatiivinen, silloin kun osakkeen velvollisuudet muodostuvat suuremmiksi kuin sen oikeudet.³³² Kohtuullinen hinta on kuitenkin erityisen tärkeässä asemassa OYL 18 luvun lunastustilanteessa. Suurin eroavaisuus esimerkiksi IVS (2020) 104:50.1 mukaiseen kohtuullisen arvon määrittelmään tulee siitä, että vähemmistöosakkeiden lunastuksessa osapuolet eivät välttämättä ole halukkaita vaihtoon, jolloin hinnan ei voida katsoa muodostuvan vapaasti. Hinnan voidaan katsoa olevan kohtuullinen, kun molemmat osapuolet olisivat halukkaita vaihtoon ilman käsillä olevaa pakkoa.³³³ Lisäksi on todettava, että omaisuuden suojan voidaan katsoa toteutuvan silloin, kun pakkolunastustilanteessa täyden korvauksen periaatetta on noudatettu. Ideana on, että omistaja olisi samassa

³²⁸ Nuolimaa 2013 s. 116.

³²⁹ Nuolimaa 1984 s. 252.

³³⁰ Seppänen 2020, s. 208.

³³¹ Pönkä 2015 s. 268.

³³² Mähönen & Villa, s. 878.

³³³ Ks. Seppänen 2020 s. 208–209.

taloudellisessa asemassa kuin ilman pakkolunastusta. Tällöin lunastuksen vuoksi menetetty arvo on korvattava täysimääräisesti.³³⁴

Kohtuullisuutta mietittäessä tulee vastaan ajatus yhtiöjärjestyksestä, jossa voi olla maininta lunastushinnan muodostuksesta. Tämä lunastuslauseke voi olla hyvinkin kohtuuton vähemmistöosakkaiden näkökulmasta. Edellisessä osakeyhtiölaissa oli tällaisia tilanteita varten sovittelusäännös, joka mahdollisti sen, että jos lunastushintaa koskevan yhtiöjärjestyksen määräyksen soveltaminen tuottaa jollekulle kohtuutonta etua, voidaan määräystä sovitella.³³⁵

Lunastushintaa koskevia nimenomaisia säännöksiä ei nykyisessä OYL:ssa enää ole. OYL:n esitöissä kuitenkin todetaan, että ”poikkeukselliset yhtiöjärjestyksen määräykset voivat tulla soviteltaviksi tai jäädä ottamatta huomioon varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain 36 §:n nojalla”. Samoin esitöissä mainitaan, että ”yhtiöjärjestyksen määräyksiä voidaan vakiintuneen käsityksen mukaan sovitella OikTL 36 §:n nojalla”.³³⁶ Lisäksi esitöissä on viitattu korkeimman oikeuden tapauksiin KKO 1990:171 ja 1999:42.

Tietävästi yhtään vähemmistöosakkeiden lunastushintaa koskevaa sovittelutapausta ei oikeuskäytännöstä löydy. Olisikin erityisen mielenkiintoista nähdä rajanvetoa siitä, milloin yhtiöjärjestyksen lunastuslauseke johtaisi niin kohtuuttomaan lopputulokseen, että syntyisi peruste sovittelulle. Yhtiöjärjestyksen määräysten selvittäminen on kuitenkin osakkaiden vastuulla.

Yhtiöjärjestyksen määräykset ovat siinä mielessä hankala kokonaisuus, että tulevalla uudella omistajalla ei aina ole mahdollisuutta etukäteen vaikuttaa yhtiöjärjestyksen määräysten sisältöön. Näin on erityisesti silloin, kun hankitaan vähemmistöosuus listaamattomasta yhtiöstä tai hankitaan julkisesti noteeratun osakeyhtiön osakkeita. Osakkeenomistaja ei kuitenkaan voine vedota tähän sovitteluperusteena.³³⁷

5.5 Johtopäätöksiä käyvästä hinnasta

Käyvän hinnan määrittämiselle on jo nyt olemassa selkeät suuntaviivat ja vaikka lainsäädäntö on jätetty arvon määrittämisen osalta hyvin avonaiseksi, ei arvonmäärityksen voi mielestäni sanoa olevan arpapeliä. Nykyinen malli mahdollistaa

³³⁴ Seppänen 2020 s. 208, Savolainen 2016 s. 6, ja Kuusiniemi – Peltomaa 2000 s. 138.

³³⁵ Ks. VOYL 3:3.2.

³³⁶ HE 109/2005 s. 41 & 56. Ks. tarkemmin yhtiöjärjestyksen sovittelusta Helminen 2006 luku IV kappale 2.

³³⁷ Helminen 2006 luku IV kappale 2.1.

sen, että yritykset kyetään arvottamaan yksilöinä. Kun osakkeen hinta on muodostettu hyvin perusteluin ja hintaa pidetään kohtuullisena, on hyvin todennäköistä, että välimiehen määrittämä hinta hyväksytään molempien osapuolten toimesta. Toki osapuolet voivat päästä sopuun ilman välimiestäkin.

6 CASE GUMBÖLE GOLF JA NEGATIIVINEN LUNASTUSHINTA

Välímiesoikeus antoi keväällä 2018 ratkaisun vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa asiassa.³³⁸ Asia eteni lopulta käräjäoikeuden kautta korkeimpaan oikeuteen, joka joulukuussa 2020 vahvisti, että osakkeella voi olla negatiivinen lunastushinta. Negatiivinen lunastushinta tarkoittaa sitä, että lunastettavan osakkeen omistaja joutuu maksamaan lunastajalle osakkeen lunastushinnan suuruisen summan. Seuraavaksi otetaan katsaus tähän oikeustapauskokonaisuuteen sekä osakkeen negatiiviseen lunastushintaan.

6.1 Asian tausta

Arvioinnin kohteena olevassa tapauksessa kohdeyhtiönä oli golfosakeyhtiö (X Oy), jonka toimialana on muun ohella omistaa, hallita ja ylläpitää golfkenttiä ja niiden laitteita rakennuksineen. Asiassa kantajana toimivat vähemmistöosakkaat ja vastaajana X Oy:n pääomistaja Y ry. X Oy:n yhtiöjärjestyksen 18 §:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena ei ole voiton tuottaminen osakkeenomistajille eikä yhtiö jaa osinkoa. Mahdollinen voitto on siirrettävä vararahastoon. X Oy:ssä on sovittu olevan viisi erilajista osaketta ja yhtiöjärjestyksen 5§:n mukaan yhtiön osakkeet jakautuvat I-lajin sekä II A, II B, II C ja II D-lajien osakkeisiin. Osakelajien erot liittyvät a) hallinnoimisoikeuksiin (äänioikeus) b) taloudellista etua tuottaviin oikeuksiin (pelioikeus) ja c) taloudellisiin velvoitteisiin (erilaiset vastikkeet). Yhtiöjärjestyksen 8 §:ssä on määrätty erilajisiin osakkeisiin liittyvistä pelioikeuksista sekä velvollisuudesta maksaa yhtiölle hoito- ja rahoitusvastiketta. Osakelajeihin II A sekä II B kohdistui rahoitusvastikkeen maksuvelvollisuus ja lisäksi yhtiöjärjestyksessä oli määrätty, että osakkeen siirtyessä uudelle omistajalle on tämä vastuussa vastikkeen maksamisesta omistusoikeuden siirtymisestä lukien. Sillä ei ole merkitystä onko pelioikeutta käytetty vai ei. Yhtiökokous määrää yhtiölle suoritettavan vastikkeen suuruuden. Hoitovastike on määrättävä kultakin osakelajilta samansuuruisiksi, mutta rahoitusvastike voi olla

³³⁸ Ks. Väilitystuomio Gumböle Golf Oy.

erisuuruinen eri osakelajeilla. Yhtiöjärjestyksen mukaan hoito- ja rahoitusvastikkeiden sekä rahoitusvelkaosuuksien maksuajan ja maksutavan määrää yhtiön hallitus.³³⁹

Asiassa oli riidatonta se, että Y ry:llä oli OYL 18 luvun mukainen lunastusvelvollisuus, sillä se omisti 97,92 prosenttia X Oy:n osakkeista ja 98,95 prosenttia osakkeiden tuottamista äänistä. Riita sen sijaan syntyi, kun osa vähemmistöosakkeenomistajista vaati Y:tä lunastamaan heidän osakkeensa yhden euron lunastushinnasta. Vaatimuksesta poikkeuksellisen teki se, että vähemmistöosakkeenomistajat vaativat osakkeidensa lunastamista, sillä yleensä pääomistaja on se taho, joka haluaa lunastaa osakkeet.³⁴⁰ Vähemmistöosakkaiden mukaan vaatimus alitti tasearvon perusteella lasketun osakkeen 59 euron substanssiarvon. Lunastettaviin osakkeisiin (II A-laji) sisältyi yhtiöjärjestyksensä perusteella rahoitusvastikkeen maksuvelvollisuus, joka oli sidottu tietyn yhtiöllä olevan pankkilainan (Aktia-laina) takaisinmaksuun ja hoitamiseen.³⁴¹

Vähemmistöosakkaat perustelivat lunastushintaansa sillä, että aiemmin saman lajisilla osakkeilla oli käyty kauppaa yhden euron kappalehintaan. Kauppoja oli kuitenkin tehty melko vähän, jonka vuoksi vähemmistöosakkeenomistajat katsoivat, että osakkeen tuotto- ja substanssiarvolla oli myös merkitystä käyvän hinnan määrittelyssä. Yhtiön tarkoituksena ei ollut tuottaa voittoa omistajille, jonka takia ainoaksi keinoksi laskea käypä hinta jäi substanssiarvon käyttäminen. Substanssiarvo oli 59 euroa, mutta kantajat esittivät siis yhden euron lunastushintaa erityisesti sen vuoksi, että menettelystä aiheutuisi mahdollisimman vähän kustannuksia.³⁴²

Lunastajana ollut Y ry kiisti kantajien vaatimukset lunastushinnan osalta ja vaati välimiesoikeutta vahvistamaan lunastettaville osakkeille negatiivisen lunastushinnan -11.271 euroa, joka sisälsi osakkeeseen kohdistuvan osuuden Aktia-lainasta. X oy perusteli vaatimustaan erityisesti sillä, että yhtiöjärjestyksessä oli määrätty II A -lajin osakkeisiin liittyvästä velvollisuudesta vastata Aktia-lainasta rahoitusvastikkeiden muodossa, jolloin lainaa koskeva osakekohtainen osuus tuli ottaa huomioon lunastushintaa vähentävänä eränä. Lisäksi Y ry:n mukaan osakkeille ei ollut syntynyt lainkaan markkinahintaa, koska vähemmistöosakkeenomistajien mainitsemilla kaupoilla osakkeita oli myyty joko suoraan tai bulvaanien välityksellä konkurssipesille tai

³³⁹ Ks. KKO 2020:99, kohdat 1–6.

³⁴⁰ Ks. Pönkä 2021 s. 783.

³⁴¹ Ks. KKO 2020:99, kohdat 4 ja 9.

³⁴² Ks. Väilitystuomio Gumböle Golf Oy, s. 27.

varattomille henkilöille tarkoituksena päästä eroon niihin liittyvistä maksuvelvoitteista.³⁴³

6.2 Välimies- ja käräjäoikeuden ratkaisu

Välimies lähti perusteluissaan liikkeelle osakkeen oikeudellisesta luonteesta. Hänen mukaansa osake ei ole yksiselitteisesti määritelty omistuksien aineellinen kohde, vaan osakkeen sisältö voidaan kuvata eräänlaiseksi osuudeksi osakeyhtiössä, joka sisältää oikeuksia ja velvollisuuksia. Osake sisältää siis lähtökohtaisesti osakeyhtiölaissa ja yhtiöjärjestyksessä (sekä tietyissä tapauksissa yhtiön perustamissopimuksissa), osakkeen antamista koskevassa yhtiökokouksen päätöksessä sekä merkintäsitoumussojimuksessa määrättyjä ja sovittuja oikeuksia ja velvollisuuksia, jotka kohdistuvat osakkeen välityksellä omistajaan.³⁴⁴

Välimiehen mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle, kuten vastikkeita. Ne tulee kuitenkin olla tarkkaan rajattuja ja osakkeenomistajan vastuu rajoittuu niihin maksuihin, joista on määrätty yhtiöjärjestyksessä osakkeeseen liittyvinä velvoitteina, ja jotka kohdistuvat osakeomistuksen perusteella osakkeenomistajan velvoitteiksi.³⁴⁵

Välimiesoikeus punnitsikin II A-lajin osakkeiden oikeuksia ja velvollisuuksia keskenään ja totesikin, että osake on osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen perusteella muodostuva oikeuksien ja velvollisuuksien summa. Lisäksi välimiesoikeuden käsityksen mukaan osakkeen oikeudellisesta luonteesta seuraa, että osakkeen taloudelliseen arvoon vaikuttavat niin osakkeen tuottamat oikeudet kuin osakkeeseen liittyvät velvollisuudet. OYL 18 luvun mukaisessa lunastusmenettelyssä laissa tarkoitettu käypä hinta tarkoittaa osakkeen tuottamista oikeuksista ja velvollisuuksista johdettavaa taloudellista arvoa eli lunastushintaa.³⁴⁶

Välimiesoikeus katsoi, että osakkeelle voitiin laskea substanssiarvo, vaikka osakkeeseen ei kuulunut osinko-oikeutta tai jako-osuutta yhtiön purkautuessa, koska yhtiöjärjestys ei varsinaisesti estä jakamista yhtiön varoja yhtiön toiminnan aikana muulla tavalla kuin osingonjakona, kuten alentamalla osakepääomaa. Tästä syystä välimiesoikeus katsoi arvioitaessa käypää hintaa, että X Oy:n II A-lajin osakkeen (laskennallinen) osuus yhtiön nettovarallisuudesta, on kantajien esittämä 59 euroa osakkeelta muun näytön

³⁴³ Välitustuomio Gumböle Golf Oy, s. 18.

³⁴⁴ Välitustuomio Gumböle Golf Oy, s. 41.

³⁴⁵ Ks. Välitustuomio Gumböle Golf Oy, s. 41–42.

³⁴⁶ Välitustuomio Gumböle Golf Oy, s. 44.

puuttuessa.³⁴⁷ Taloudellisten oikeuksien osalta substanssiarvo olikin ainoa osakkeen arvoa nostava seikka.³⁴⁸ Markkinahintaa välimiesoikeus ei pitänyt soveltuvana käyvän hinnan määrittämiseen.³⁴⁹

Taloudellisten velvollisuuksien osalta välimiesoikeus puolestaan hyväksyi Y ry:n väitteen siitä, että lunastettaviin osakkeisiin liittyi yhtiöjärjestyksen mukaisesti velvollisuus vastata Aktia-lainasta vastikemuotoisesti. Välimiesoikeus niin ikään hyväksyi Y ry:n esittämän selvityksen lunastettavien osakkeiden osakekohtaisesta veln määrästä (11 272,68 euroa) ja lisättyään siihen osakkeen osuuden yhtiön nettosubstanssista (59 euroa), vahvistui lopulta osakekohtaiseksi lunastushinnaksi - 11 213,68 euroa.³⁵⁰

Käräjäoikeus ei muuttanut välitystuomiota muutoin kuin määrämällä, että lunastushinnassa oli otettava huomioon kunkin vähemmistöosakkeenomistajan lunastusvaatimuksen vireilletulon jälkeen maksamat rahoitusvastikkeet 630,91 euroa/osake ja että vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisesti istuntopäivän jälkeen suorittamat rahoitusvastike-erät tuli ottaa vastaavalla tavalla huomioon. Käräjäoikeus kuitenkin ratkaisussaan pohti tarkemmin olisiko markkina-arvo soveltunut osakkeen käyvän arvon määrittämisen menetelmäksi. Käräjäoikeus päätyi siihen, että osakkeilla tehtyihin kaappoihin sisältyi vapaan vaihdannan kannalta sellaisia elementtejä, ettei osakkeen käypää hintaa voinut perustaa markkinahintaan.³⁵¹

6.3 Korkeimman oikeuden ratkaisu

Korkein oikeus katsoi, että sen ratkaistavana oli kysymys yhtiön II A -lajin osakkeen lunastushinnan määrittämisestä. Asiassa oli erityisesti arvioitava, onko II A -lajin osakkeisiin liittyvä Aktia-lainaa koskeva osakkeenomistajan erityinen maksuvelvollisuus otettava vähennyksenä huomioon osakkeen käypää hintaa määritettäessä ja voiko lunastushinta maksuvelvollisuuden huomioon ottamisen seurauksena olla negatiivinen.³⁵²

Korkeimman oikeuden mukaan osakkeenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista, mutta yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle. Tämantapaiset määräykset ovat

³⁴⁷ Ks. Välitystuomio Gumböle Golf Oy, s. 44.

³⁴⁸ Ks. tarkemmin taloudellisten oikeuksien muodostumisesta tapauksessa: Välitystuomio Gumböle Golf Oy, s. 44–45.

³⁴⁹ Välitystuomio Gumböle Golf Oy, s. 45.

³⁵⁰ Välitystuomio Gumböle Golf Oy, s. 46.

³⁵¹ Helsingin käräjäoikeuden päätös 15.3.2019 nro. 19/13184, s. 38–39.

³⁵² Ks. KKO 2020:99, kohta 14.

säännönmukaisia asunto-osakeyhtiöissä sekä useissa periaatteiltaan osuustoiminnallisiksi katsottavissa osakeyhtiöissä, kuten tennis- ja golfyhtiöissä. Tällaisia erityisiä maksuja kutsutaan yhtiöjärjestyksissä usein vastikkeiksi.³⁵³ Tässä kohtaa korkein oikeus toteaa maksuvelvollisuuden siis mahdolliseksi ja jopa tyypilliseksi esimerkiksi golfyhtiöissä. Tällainen velvollisuus voi olla voimassa vain yhtiön toiminnan aikana.³⁵⁴ Lisäksi korkein oikeus huomauttaa, että maksuvelvollisuuden konkreettisesta sisällöstä määrätään yleensä yhtiökokouksessa seuraavaan varsinaiseen yhtiökokoukseen asti eli noin vuoden ajaksi. Silloinkin, kun vastiketta on määrätty perittäväksi yhtiön pitkäaikaisen lainan takaisinmaksua varten, vastikkeen määrästä ja muista maksuvelvollisuuden yksityiskohdista päätetään yhtiössä yleensä vuosittain. Yhtiölle syntyy osakkeeseen liittyvää maksuvelvoitetta koskeva saaminen osakkeenomistajalta vasta, kun yhtiössä on päätetty maksuvelvollisuudesta.³⁵⁵

Edellä sanotusta huolimatta velvollisuus suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle voi olla merkityksellinen osakkeen käyvän hinnan määrittämisessä myös silloin, kun maksuvelvollisuuden tarkemmasta sisällöstä ei ole yhtiössä vielä päätetty edellä kuvatulla tavalla. Yhtiöllä oleva pitkäaikainen laina voi alentaa käypää hintaa niiden osakkeiden osalta, joiden omistajilla on velvollisuus suorittaa lainaan perustuvia erityisiä maksuja yhtiölle. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että osakkeenomistaja olisi henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön velvoitteista, sillä maksuvelvollisuus kytkeytyy omistuksen kohteena olevaan osakkeeseen.³⁵⁶ Mielestäni tämä on erityisen merkittävä kohta korkeimman oikeuden päätöksessä, sillä se vahvistaa sen, että tulevia vastikkeita ei ole tarvinnut ennalta vahvistaa, jos on oletettavaa, että lainan maksamiseksi ei muita keinoja ole.

Perusteluiden kohdassa 27 korkein oikeus tekee tapauksen ja tulevan oikeuskäytännön osalta merkittävän toteamuksen. Sen mukaan, jos osakelajille kohdistuva osakkeenomistajan maksuvelvollisuus on osakekohtaisesti suurempi kuin osakkeen muuhun arvonmääritykseen perustuva arvo, arvonmäärityksen tulos on negatiivinen. Osakeyhtiölaissa ei ole erikseen säädetty tällaisesta tilanteesta eikä aiempaa oikeuskäytäntöä vastaavasta tilanteesta ole. Jos kuitenkin osakkeeseen liittyy sen muuta arvoa suurempi maksuvelvollisuus, negatiivinen lunastushinta johtaa vähemmistöosakkeenomistajan kannalta samaan taloudelliseen tilanteeseen kuin

³⁵³ Ks. HE 109/2005 s. 38.

³⁵⁴ KKO 2021:99, kohta 21.

³⁵⁵ Ks. KKO 2020:99, kohta 22.

³⁵⁶ Ks. KKO 2020:99, kohta 23.

lunastettavien osakkeiden omistaminen. Vähemmistöosakkeiden lunastuksen tarkoitus ei siten estä määrittämästä lunastushintaa negatiiviseksi.³⁵⁷

Lopulta korkein oikeus siis hyväksyi välimiesoikeuden ja kärjäoikeuden laskelmat Aktia-lainan osakekohtaisesta osuudesta. Lunastushintaan tehtiin kuitenkin 162,10 euron ”laskennallinen lisäys”. Muilta osin korkein oikeus ei muuttanut kärjäoikeuden päätöksen lopputulemaa. Lunastushinta korotettiin siis lopulta -10 420,67 euroon.³⁵⁸

6.4 Osakkeen negatiivinen lunastushinta

Vanhastaan oikeuskirjallisuudessa on suhtauduttu varsin nihkeästi lunastushinnan negatiivisuuteen OYL 18 luvun mukaisessa lunastusmenettelyssä.³⁵⁹ Esimerkiksi Pönkä on ennestään todennut, että lunastusinstituution tarkoituksen ja vähemmistösuojan hengessä olisi lähdettävä siitä, ettei OYL 18 luvun mukaisessa lunastusmenettelyssä voitaisi määrätä negatiivista lunastushintaa.³⁶⁰ Kun osakkeeseen ei kohdistu OYL 1:2.2:n tarkoittamaa yhtiöjärjestyksen määräykseen perustuvaa maksuvelvollisuutta, ei osakkeenomistajaan normaalisti kohdistu velvollisuuksia, joiden myötä osakkeelle muodostuisi negatiivinen käypä arvo. Näin myös silloin, kun esimerkiksi yhtiön velat ovat selvästi sen varoja suuremmat ja yhtiöllä ei ole tuottoarvoa. Lähtökohdaksi onkin muodostunut se, että osake voi menettää arvonsa kokonaan, mutta vain harvoin osakkeella voi olla omistajalleen negatiivinen arvo. Näin myös silloin, kun itse yhtiön arvo on negatiivinen.³⁶¹

Arvioitavana olevassa prejudikaatissa korkein oikeus totesi yhtiöjärjestyksessä olevan sallittua määrätä erityisistä maksuista ja että golfosakeyhtiöissä tällaisia maksuja kutsutaan vakiintuneesti vastikkeiksi. Golfosakeyhtiöissä onkin hyvin yleistä, että toimintaa pyöritetään osakkailta perittävillä vastikkeilla, kuten hoito- ja/tai rahoitusvastikkeilla ja lisäksi muilta pelaajilta perittäviltä pelioikeusmaksuilla. Toimintaperiaatteiltaan ne muistuttavatkin osuuskuntia, sillä tarkoituksena on ylläpitää kustannustehokasta palveluiden tuottamista.³⁶² Palveluita sitten käyttävät osakkeenomistajat, golfyhtiön ohessa tyypillisesti toimivan seuran jäsenet, vieraspelaajat sekä muut tahot, joita ovat esimerkiksi osakkaiden perheenjäsenet. Keskeisin näistä palveluista on mahdollisuus harrastaa golfia yhtiön omistamalla ja

³⁵⁷ Ks. KKO 2020:99, kohta 27.

³⁵⁸ Ks. KKO 2020:99, kohdat 41–47 ja päätöslauselma sekä Pönkä 2021 s. 789.

³⁵⁹ Ks. Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. 3., uudistettu painos. Alma Talent, Helsinki 2018, s. 620–622. Kyläkallio ym. 2020 s. 231–234.

³⁶⁰ Ks. Pönkä 2015 s. 656.

³⁶¹ Vahtera 2021 s. 673–674.

³⁶² Ks. Pönkä 2021 s. 789.

ylläpitämällä kentällä. Muita palveluita voi olla esimerkiksi alennukset muille kentille tai erityishinnat osakkaiden pelaaville vieraille sekä rangen käyttömahdollisuus. Muita tyypillisiä oheispalveluja, jotka yleensä kuitenkin kuuluvat golfseuran (ei golfyhtiön) palvelutarjontaan, ovat esimerkiksi harjoitusryhmät, golfliiton palvelut (kuten vakuutus) sekä alennukset kilpailumaksuissa.

Kuten sanottu, golfyhtiöt hankkivat tulonsa pääasiassa vastikkeilla sekä pelioikeusmaksuilla, mutta niillä kuitenkin on myös muita tulonlähteitä. Niihin kuuluvat esimerkiksi green fee -maksut, yritystapahtumat, sponsorointisopimukset, ravintolatoiminta, tilanvuokraus, opetus- ja valmennustoiminta sekä Pro Shop -palvelut. Näiden muiden tulojen osuus on kuitenkin pientä verrattuna keskeisimpään tulorahoitukseen. Osakkaiden merkitys onkin siis suuri suomalaisten golfyhtiöiden pyörittämisessä. Ongelmana on kuitenkin se, että osakkeiden hinnat ovat olleet pitkään laskussa ja monessa yhtiössä vastikkeet on pakko maksaa, vaikka ei hyödyntäisi osakkeeseen kuuluvaa pelioikeutta. Lisäksi joillakin kentillä pelioikeuden vuokraaminenkaan ei ole enää kannattavaa, sillä vastikemaksut ovat nousseet suuremmiksi kuin pelioikeuden vuokraamisesta saatavat varat. Koronan tuoma golfbuumi on kuitenkin nostanut kysyntää niin paljon, että moni osakkeenomistaja on saanut myös parempaa vuokratuottoa.³⁶³

Prejudikaatissa korkein oikeus kuvasi lyhyesti osakeyhtiölain sääntelyä liittyen osakeyhtiön oikeuteen antaa oikeuksiltaan ja/tai velvollisuuksiltaan erilaisia osakkeita. Tässä korkein oikeus totesi – ja aivan oikein –, että osakkeiden erilaisuudelle on annettava merkitystä OYL 18:7:n tarkoittamassa arvonmäärityksessä.³⁶⁴ OYL 1:7 säädetään osakkeiden yhdenvertaisen kohtelun vaatimuksesta, johon korkeimman oikeuden tulkinta osuu erinomaisesti. OYL 1:7 edellyttää osakelajien erojen kunnioittamista (osakeoikeuksien ja -velvollisuuksien pysyvyyden turvaamista). Se tarkoittaa käsiteltävässä prejudikaatissa sitä, että lunastushinnan määrittämisessä kullekin osakelajille on laskettava hinta, joka heijastaa siihen kuuluvien osakkeiden tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien yhteenlaskettua arvoa. Käytännössä osakelajien erojen arvostaminen saattaa kuitenkin osoittautua hankalaksi tehtäväksi, mikä voi johtaa jopa

³⁶³ Ks. esimerkiksi <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/golfosakkeiden-kauppa-kay-nihkeasti-vuodesta-toiseen-hinnat-matavat-jopa-nollassa/bf29fef0-6225-362a-8bce-cd8a8d729e0d> sekä <https://yle.fi/uutiset/3-11890670>. Esimerkiksi Golf Sarfvikin pelioikeuksia on voinut vuokrata ennen koronapandemiaa noin 2000 eurolla, mutta tänä keväänä hinnat ovat olleet jopa 2800 euroa. Tämä on kuitenkin hyvin yksilöllistä kentästä riippuen.

³⁶⁴ Pönkä 2021 s. 790. ks. myös KKO 2020:99, kohta 24.

siihen, että kohdeyhtiön kaikille osakkeille määrätään sama hinta. Sanotusta huolimatta osakelajien eroja ei voida jättää missään olosuhteissa huomiotta.³⁶⁵

Tärkeä huomio on, että korkein oikeus laski ensin osakkeelle ”perusarvon” ja tämä perusarvo saattoi muuttua sen mukaan, kuuluiko johonkin osakelajiin maksuvelvollisuuksia, kuten II A-osakelajiin kuului. Kuitenkaan perusarvon ensivaiheessa muita maksuvelvollisuuksia ei tullut ottaa huomioon. Kun perusarvo oli laskettu (tapauksessa substanssiarvo) voitiin kukin osakelaji arvostaa sen mukaisesti, minkälaisia yhtiöjärjestysperusteisia oikeuksia ja velvollisuuksia siihen liittyi. Taloudellisten velvoitteiden ylittäessä perusarvon, muodostui arvostuksen lopputulos negatiiviseksi. Samassa yhtiössä voi siis olla sekä negatiivisen että positiivisen arvon omaavia osakkeita, jos osakkeiden perusarvo on positiivinen, mutta yhteen osakelajiin liittyvät maksuvelvoitteet ylittävät perusarvon.³⁶⁶

Voinee katsoa, että osakkeen arvon muodostuminen negatiiviseksi on selvää minkä tahansa esineen tai varallisuusarvoisen etuuden (kuten osakkeen) osalta, jos siihen kohdistuvat kustannukset ja tulevaisuudessa mahdolliset realisoituvat riskit ylittävät kohteen reaaliarvon eli arvon, josta on puhdistettu kaikki ulkoiset vaikuttimet. Onkin vaikea kuvitella perusteita sille, miksi OYL 18:7.1:n tarkoittama käypä hinta ei voisi olla negatiivinen.³⁶⁷ Golfyhtiöiden osakkeilla on viime vuosina tehty myös vapailla markkinoilla kauppaa negatiivisella hinnalla, eli myyjä on tarjonnut osakkeestaan rahaa sen ottajalle.³⁶⁸

On kuitenkin tärkeää huomata korkeimman oikeuden ratkaisun perusteluista se, että vaikka osakkeen arvonmääritys johtaisi negatiiviseen lunastushintaan, ei se vielä tosiasiallisesti tarkoita, että lunastushinta olisi määrättävä negatiiviseksi. Korkein oikeus otti ratkaisussaan huomioon lunastussäätelyn tarkoituksen. Se piti selvänä, että kantajat olisivat joutuneet maksamaan Aktia-lainan takaisin rahoitusvastikkeiden muodossa, mikäli he olisivat pysyneet yhtiön osakkeenomistajina.³⁶⁹

Osa vähemmistöosakkeenomistajista oli myynyt osakkeensa välitystuomion jälkeen X Oy:lle negatiivisella kauppahinnalla, jota käräjäoikeus oli pitänyt selvänä viitteenä

³⁶⁵ Pönkä 2021 s. 790.

³⁶⁶ Ks. Pönkä 2021 s. 790–791.

³⁶⁷ Pönkä 2021 s. 791.

³⁶⁸ Ks. mm. Tainio 2015 s. 39. Hyvän yleiskäsityksen golfosakkeiden markkinahinnoista saa erilaisilta online-kauppapaikoilta (ks. esim. Golfpiste.com). Koronabuumin myötä tosin golfosakkeidenkin hinnat ovat nousseet. Myös Pönkä puhuu osakkeen ottajasta, silloin kun myyjä ”maksaa” kauppahinnan. Ks. Pönkä 2015, alaviite 58.

³⁶⁹ Ks. Pönkä 2021 s. 791. ks. myös KKO 2020:99, kohdat 26, 27 ja 38.

lunastushinnan oikeasta arvosta.³⁷⁰ Voidaankin sanoa, että Aktia-lainan huomiotta jättäminen osakekohtaista osuutta laskettaessa, olisi johtanut tilanteeseen, jossa muut olisivat joutuneet maksamaan laskun siitä, että osa ei olisi joutunut maksamaan osuuttaan Aktia-lainan määrästä.³⁷¹

Negatiivista osakkeen arvoa on ainakin pidetty harvinaisena ilmiönä.³⁷² KKO:n ratkaisun myötä on mahdollista, että vastaavanlaisia tapauksia tullaan näkemään enemmänkin. Pidänkin jokseenkin todennäköisenä, että pääomistajat uskaltavat nyt aloittaa todennäköisemmin lunastusprosessin, vaikka yhtiöllä olisi suurestikin velkaa, joka on kohdistettu tiettyyn osakkeeseen. Toisaalta taas vähemmistöosakkaiden tulee entistä tarkemmin perehtyä yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin välttyäkseen negatiivisilta yllätyksiltä. Voisikin olla jopa tarpeellista ottaa osakeyhtiölakiin maininta käyvän hinnan mahdollisesta negatiivisuudesta.³⁷³

6.5 Kriittisiä huomioita ratkaisusta

Korkeimman oikeuden ratkaisua voidaan pitää erittäin tervetulleena selventämään oikeustilaa negatiivisen lunastushinnan osalta. Ratkaisua voidaan pitää erittäin hyvin perusteltuna. Toki sen oikeusvaikutus on melko rajallinen, sen ulottuessa lähinnä tapauksiin, joissa osakkeen velvollisuudet ovat suuremmat kuin oikeudet. Itse näenkin, että osakkeen ”perusarvo” ei voi muodostua negatiiviseksi, vaan negatiivisuus on johdettava osakkeeseen kohdistuvista velvollisuuksista. Tämä kuitenkin vaatii sen, että arvonmääritys tehdään tuotto- tai substanssiarvon perusteella, sillä markkinahinnan perusteella muodostunut hinta pitää tehokkailla markkinoilla sisällään niin osakkeen oikeudet kuin velvoitteetkin ja voi muodostua jopa negatiiviseksi.

Yhtiön arvo voi kuitenkin olla negatiivinen, esimerkiksi jos yhtiöllä on enemmän velkaa kuin varoja. Arvonmäärityksestä saadaan tällöin negatiivinen arvo. Lähtökohtaisesti osakkaat eivät kuitenkaan vastaa yhtiön veloista, jolloin perusarvo on tällaisissa tapauksissa myös nolla tai muodollisesti esimerkiksi euron suuruinen. Tietävästi ennen välitystuomiota Gumböle golf Oy 24.4.2018, ei olla päädytty negatiivisen lunastushintaan tai edes nollaan euroon.³⁷⁴ Edellä mainitussa tapauksessa toki negatiiviseen hintaan päädyttiin juuri muiden velvollisuuksien suuresta määrästä johtuen, sillä substanssiarvo oli ratkaisussa positiivinen.

³⁷⁰ Ks. Helsingin käräjäoikeuden päätös 15.3.2019 nro. 19/13184, s. 39.

³⁷¹ Ks. Pönkä 2021 s. 791.

³⁷² Vahtera 2021 s. 674.

³⁷³ Ks. Pönkä 2021 s. 792.

³⁷⁴ Ks. samansuuntaisesti Savolainen 2020 s. 15–16.

Prejudikaatissa ei siis muutettu tai täsmennetty vallitsevia arvonmääritysoppeja, mutta se vahvisti käsitystä siitä, että ”normaaleissa” (voittoa tavoittelevissa) osakeyhtiöissä noudatettavia arvonmäärityisperiaatteita sovelletaan yhtäläisesti voittoa tavoittelemattomien yhtiöiden, kuten tyypillisesti golf-osakeyhtiöiden kohdalla.³⁷⁵

Ratkaisulla on lisäarvoa myös yhtiöoikeudellisesti. Se nimittäin vahvistaa käsityksen, jonka mukaan osaketta on pidettävä eräänlaisena abstraktina oikeuksien ja velvollisuuksien summana. Siten osaketta voidaan nyt myös oikeuskäytännön valossa luonnehtia oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiössä tuottavaksi instrumentiksi, joka saa sisältönsä ennen kaikkea voimassa olevasta yhtiölainsäädännöstä ja kulloisesta yhtiöjärjestyksen määräysten sisällöstä.³⁷⁶

Kriittisestä näkökulmasta ratkaisu avaa jonkinasteisen pelaamisen tai keinottelun mahdollisuuden tilanteessa, jossa enemmistöosakkeenomistaja lunastusmenettelyn jälkeen hakisi yrityksen konkurssiin saatuaan vähemmistöosakkeenomistajilta negatiivisen lunastushinnan. Tällaisessa menettelyssä maksuvelvollisuus negatiivisesta lunastushinnasta kohdistuu vähemmistöosakkeenomistajilta enemmistöosakkeenomistajille, ja saatuaan kaikki osakkeet haltuunsa, enemmistöosakkeenomistaja hakisi yrityksen konkurssiin, jolloin maksuvelvollisuus yhtiöön lakkaisi. Kuvattua menettelyä ei voida pitää lunastusinstituution vähemmistönsuojafunktion kannalta hyväksyttävänä.³⁷⁷

Lisäksi sekä Vahtera että Pönkä ovat kiinnittäneet huomiota ratkaisun vaikutuksesta ajankohtaistuvaan kysymykseen vastuun samaistuksesta. Jo nyt on tapauksia, joissa osakkeita on myyty muodolliseen yhden euron hintaan, jolloin tarkoituksena on ollut vain ja ainoastaan päästä eroon osakkeen maksuvelvollisuuksista. Ostajana on ollut taho, jolla ei ole kykyä suoriutua osakkeeseen liittyvistä vastikkeenmaksuvelvollisuuksista tai se on vähintäänkin ollut kyseenalainen. Tarkoituksena on siis ollut tietoinen pyrkimys siirtää negatiivisen arvon omaavat osakkeet maksukyvyttömälle taholle.³⁷⁸ Korkeimman oikeuden vahvistama periaate herättää näin ollen kysymyksen vastikkeenmaksuvelvoitteen sisältävän osakkeen siirtämisen ja vastuun samastuksen suhteesta silloin, kun siirron ilmeisenä tarkoituksena on osakkeenomistajan maksuvelvoitteen välttäminen ilman, että siirtoon liittyy pääomitusta tai mitään liiketaloudellisia syitä. Tällainen tilanne voi olla käsillä, mikäli

³⁷⁵ Ks. Pönkä 2021 s. 793–794. Ks. samansuuntaisesti Vahtera 2021 s. 670.

³⁷⁶ Collin 2021 s. 73.

³⁷⁷ Ks. Collin 2021 s.70 alaviite 45 sekä Timonen 2020, Otsikko: Mitä ratkaisusta seuraa?

³⁷⁸ Ks. Vahtera 2021 s. 675 & Pönkä 2021 s. 792–793.

luonnollinen henkilö siirtää negatiivisen käyvän hinnan omaavan osakkeen esimerkiksi täysin ilman omaa pääomaa perustettuun osakeyhtiöön. Kynnys vastuun samastukselle on kuitenkin korkea silloin, jos osakkeiden siirtämiseen on liiketoiminnallisia perusteita.³⁷⁹

Edellä kuvattuja järjestelyitä oli tehty ennen välimiesmenettelyn vireille tuloa myös X Oy:n osakkeilla, ja on käytännössä selvää, että toimintaa on pidettävä oikeuden väärinkäytön kiellon tunnusmerkit täyttävänä toimena. On myös pidettävä selvänä, että puhtaasti vilpillisessä mielessä tehdyt osakesiirrot, voivat suurella todennäköisyydellä täyttää vastuun samastuksen.³⁸⁰

Viimeisenä huomautuksena totean, että on hyvin merkillistä, että käsillä olleeseen välimiesmenettelyyn ei määrätty uskottua miestä. Kyseessä on merkittävä ennakkotapaus ja vähemmistöosakkeenomistajien näkökulmasta suuret taloudelliset vaikutukset. Siten olisi voinut odottaa, että nyt jos koska uskottu mies olisi määrätty ajamaan vähemmistöosakkaiden etua.

7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa tarkasteltiin noteeraamattomien osakeyhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymistä. Tarkastelun kohteena oli arvopremissin eli tässä tapauksessa käyvän hinnan merkitys lunastushintaa määriteltäessä ja kuinka käypä hinta määritellään sekä kenen näkökulmasta sitä määritetään. Tarkastelun kohteena olivat myös eri arvostamistavat lunastushinnan määrittämisessä. Lisäksi tutkielmassa tarkasteltiin negatiivisen lunastushinnan olemassaoloa.

Tutkielmassa havaittiin, että vähemmistösuojan funktiolla on suuri merkitys vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa lainsäädännössä. Vastakkain ovat tällöin taloudellinen tehokkuus ja oikeudenmukaisuus. Vähemmistöosakkaita on suojeltava opportunistisilta pääomistajilta, mutta toisaalta vähemmistöosakkaat eivät saa jarruttaa yhtiön kehitystä. Yhdenvertaisuusperiaatteen, joka toimii vähemmistösuojajärjestelmän kulmakivenä, tarkoitus on, ettei kukaan hyödy kenenkään kustannuksella ja se on myös vähemmistösuojajärjestelmän tarkoitus.

Osakkeen lunastamisessa on kyse pakko-ottamisesta tai velvollisuudesta lunastaa osakkeet. Tällöin omaisuudensuojanäkökohdat ovat vahvasti esillä, mutta niitä on

³⁷⁹ Vahtera 2021 s. 675. Ks. esimerkki varattomalle tehdyistä golfosakkeiden myynneistä: <https://www.hs.fi/talous/art-2000008445635.html>.

³⁸⁰ Pönkä 2021 s. 792–793. Ks. oikeuden väärinkäytön kiellon ja vastuun samastuksen suhteesta mm. Kärki, 2020 s. 58–60.

lainvalmisteluvaiheessa käsitelty valitettavan vähän. Voidaan kuitenkin todeta, että tarkoituksena on taata täysikorvaus lunastettavan omaisuuden omistajille, lunastuksesta aiheutuneista taloudellisista tappioista. Tavoitteena on siis, että omistaja säilyttäisi saman taloudellisen aseman, kuin ennen lunastusta.

Tutkielman ensimmäisessä tutkimuskysymyksessä pohdittiin mikä on arvokäsitteen rooli OYL 18 luvun mukaisissa lunastustilanteissa ja kuinka se määritetään. Tutkielmassa todettiin, että arvonmäärityksen peruspremissillä on suuri merkitys ja että ne toimivatkin eräänlaisina tukitasoina. Käytettävä arvokäsite saa pohjansa arvopremissistä, jonka mukaan arvonmääritystä voidaan alkaa rakentaa. Arvokäsitteiden käyttöä on käsitelty kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa hyvin niukasti ja vähemmistöosakkeiden lunastuksen osaltakaan arvokäsitettä ei ole avattu, vaan sen on lähinnä todettu olevan käypä hinta. Se mitä sillä tavoitellaan, on siis jäänyt osittain avoimeksi.

Tapoja määritellä käypä hinta on kuitenkin osittain avattu lainsäädännössä ja oikeuskäytännössä se on muodostunut jopa vakiintuneeksi. Käyvän hinnan lähtökohtana on siis markkinahinta ja muut hinnanmääritystavat, substanssi- ja tuottoarvo, tulevat sovellettavaksi, mikäli sen avulla ei voida muodostaa luotettavasti käypää hintaa.

Lisäksi tutkielmassa havaittiin, että OYL 18 luvun mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastuksessa osakkeen arvoa määritetään vaihtoarvona eikä omistajanarvona. Arvon määrittämisessä henkilökohtaisilla mielipiteillä ei siis pitäisi olla merkitystä vaan arvo määritetään objektiivisesti.

Tutkielman toisessa tutkimuskysymyksessä arvioitiin, millä arvonmäärityskeinoilla käypä hinta voidaan määrittää noteeraamattomien yritysten kohdalla. Tutkielmassa todettiin, että noteeraamattomien yritysten kohdalla markkinahinnan muodostus voi olla haastavaa. Se voidaan katsoa kuitenkin osoitetuksi, kun yhtiön osakkeilla on tehty riittävä määrä kauppooja lähellä arvonmääritysjankohtaa. Oleellista kuitenkin on, että hinnanmuodostus on ollut aitoa ja kaupat ovat luotettavalla tavalla syntyneet riippumattomien tahojen kanssa.

Vertailumenetelmien käyttö hinnanmuodostuksessa on noteeraamattomien yhtiöiden kohdalla haastavaa erityisesti sen vuoksi, että sopivia vertailukelpoisia yrityksiä on haasteellista löytää ja pienten yritysten tulokset ovat myös herkempiä suurille ailahteluille.

Tutkielmassa todettiin, että toissijaiset arvostamistavat tulevat kyseeseen, kun markkinahintaa ei voida muodostaa tai sitä on pidettävä vääristyneenä ja epäluotettavasti muodostuneena. Toissijaisten arvostamistapojen osalta etusijaa ei voida antaa kummallekaan vaihtoehdolle, niin substanssiarvolle kuin tuottoarvolle. Arvonmäärityksessä on otettava kaikki seikat huomioon ja siksi jokainen tapaus on niin yksilöllinen, ettei lähtökohtaoletuksia voi liiaksi tehdä.

Kolmantena tutkimuskysymyksenä oli, voiko osakkeen lunastushinta olla negatiivinen. Tähän kysymykseen tutkielmassa syvennyttiin Korkeimman oikeuden ratkaisun 2020:99 ja siihen johtaneen välitystuomion kautta. Tutkielmassa selvisi, että oikeustila oli ollut jokseenkin epäselvä negatiivisen lunastushinnan osalta, mutta tämä melko tuore korkeimman oikeuden ratkaisu kuitenkin selvensi selvästi oikeustilaa sen osalta.

Vähemmistöosakkeen lunastushinta voidaan siis määrätä negatiiviseksi, mikäli osakkeeseen kohdistuvat velvoitteet nousevat suuremmiksi, kuin mitä sen arvonmäärityksessä muodostuneen taloudellisten oikeuksien summa on. Osakkeelle voidaan laskea ensin perusarvo, joka koostuu substanssi- tai tuottoarvosta. Markkinahinnassa on tehokkaan talouden mukaisesti huomioitu sekä osakkeen oikeudet että velvoitteet, minkä vuoksi sen osalta erityistä perusarvoa ei tarvitse määrittää. Substanssi- ja tuottoarvon perusarvosta voidaan siis vähentää osakkeeseen kohdistuvat velvoitteet ja mikäli nämä velvoitteet ovat suuremmat kuin mainittu perusarvo, voi osakkeen hinta muodostua negatiiviseksi.

Tutkielmassa todettiin tärkeäksi huomioida se, että osakkeen hinnan muodostuminen negatiiviseksi ei vielä tosiasiallisesti tarkoita sitä, että lunastushinta olisi määrättävä negatiiviseksi. Tapauskohtaiset olosuhteet on huomioitava tässäkin kohtaa ja jos on odotettavissa, että osakkeeseen kohdistuvat velvoitteet voivat muuttua, tulee se huomioida hinnanmäärityksessä. Tällä hetkellä osakkeen negatiivisen hinnan osalta oikeustila vaikuttaa kuitenkin stabiililta.