



LAPIN YLIOPISTO
UNIVERSITY OF LAPLAND

Tarjouksentekijän kaksoisroolin merkitys julkisessa ostotarjouksessa

Yhteisöoikeus
Maisteritutkielma

Henri Kaartti

Kevät 2026
Lapin yliopisto



Lapin yliopisto

Tiedekunta: Oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Tarjouksentekijän kaksoisroolin merkitys julkisessa ostotarjouksessa

Tekijä: Henri Kaartti

Koulutusohjelma: Oikeustiede, yhteisöoikeus

Ohjaaja: Anssi Kärki

Työn laji: Maisteritutkielma

Sivumäärä, liitteiden lukumäärä: XVII + 70 sivua

Vuosi: 2026

Tiivistelmä:

Tutkielman aiheena on julkisen ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön johdon jäsenen tai merkittävän osakkeenomistajan yksin tai yksissä tuumin useamman muun toimijan kanssa (konsortio) tekemien tarjouksien tarkastelu. Suomen ostotarjouskentällä toimivan johdon toteuttamat julkiset ostotarjoukset (MBO) tai merkittävän osakkeenomistajan tekemät julkiset ostotarjoukset (suuromistajakauppa) ovat lisääntyneet, ja ne ovat herättäneet keskustelua sekä tarjouksentekijöiden riippumattomuudesta, yhtiön edun ja siten myös osakkeenomistajien edun edistämisestä, että tiedon tasapuolisesta saatavuudesta ja hyödyntämisestä.

Julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijällä ja kohdeyhtiön osakkeenomistajilla on toisistaan poikkeavat intressit, sillä tarjouksentekijä pyrkii useimmiten ostamaan kohdeyhtiön pois pörssistä mahdollisimman edullisesti, mutta kuitenkin siten, että osakkeenomistajat hyväksyvät tarjouksen. Kohdeyhtiön hallituksella on OYL:n nojalla velvollisuus toimia tasapuolisesti osakkeenomistajia kohtaan, sekä edistää kaikessa yhtiöön liittyvässä toiminnassa huolettaisesti yhtiön etua (OYL 1:7 ja OYL 1:8). Ostotarjousprosessissa kohdeyhtiön hallituksella on merkittävä rooli, sillä hallituksen velvollisuutena on tiedottaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia sekä muun muassa lausua julkisesta ostotarjouksesta AML 11:13:n nojalla. Näiden lisäksi hallitukselta edellytetään myös lukuisia muita toimia ennen ostotarjouksen julkistamista. Edellä mainittujen lisäksi myös tarjouksentekijällä on AML:iin perustuva velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista, ja tätä varten on syytä tarkastella tarjouksentekijän jäävyttä kohdeyhtiön käsitellessä julkiseen ostotarjoukseen liittyviä asioita, kuin myös muiden hallituksen jäsenten riippumattomuutta aikana ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista ja sen jälkeen. Lisäksi tutkitaan, miten merkittävien osakkeenomistajien antamat peruuttamattomat sitoumukset vaikuttavat ostotarjousprosessiin ja mahdollisiin kilpaileviin ostotarjouksiin

Tutkielmassa myös, että MBO:issa ja suuromistajakaupoissa keskeistä on intressiristiriitojen hallinta. Mikäli kohdeyhtiön suuromistaja antaa peruuttamattoman sitoumuksen hyväksyä tarjouksentekijän tarjous, on kohdeyhtiön hallituksen velvollisuus löytää osakkeenomistajakollektiivin kannalta paras mahdollinen ratkaisu korostunut. Tämä johtuu osittain myös siitä, että suuromistajan antama peruuttamaton sitoumus hyväksyä ostotarjous voi merkittävästi rajoittaa kilpailevien tarjousten toteuttamista.

Avainsanat: Julkinen ostotarjous, MBO, suuromistajakauppa, yhtiöoikeus, arvopaperimarkkinaoikeus, osakeyhtiö, pörssi, vähemmistöosakkeenomistaja

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkielman tausta	1
1.2	Tutkimuskysymykset, aiheen rajausta ja sisältö	2
1.3	Metodi ja lähteet	5
2	Julkinen ostotarjous	7
2.1	Julkisesta ostotarjouksesta yleisesti	7
2.2	Julkisten ostotarjouksien sääntelystä	10
2.2.1	Sääntelystä yleisesti	10
2.2.2	Arvopaperimarkkinalain sääntely	11
2.2.3	Arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouskoodi	14
2.3	Management Buyout	15
2.3.1	Mikä on Management Buyout?	15
2.3.2	Johdon velvollisuudet	16
2.3.3	Omien osakkeiden takaisinosto	18
2.4	Suromistajakauppa	20
2.4.1	Yleisesti suromistajakaupoista	20
2.4.2	Suurimpien osakkeenomistajien antamat sitoumukset	21
2.4.3	Suromistajakaupan ongelmakohtia	25
3	Osaakeyhtiölain merkitys julkisessa ostotarjouksessa	28
3.1	Yleistä	28
3.2	Osaakeyhtiölain ohjaavat periaatteet	29
3.2.1	Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus	29
3.2.2	Osaakeyhtiön toiminnan tarkoitus	32
3.3	Johdon fidusiaariset velvollisuudet	33
3.3.1	Päämies-Agentti-teoria	33
3.3.2	Huolellisuusvelvollisuus	38
3.3.3	Lojaliteettivelvollisuus	39
3.4	Johtopäätökset	43
4	Kohdeyhtiön hallituksen velvollisuudet ostotarjousprosessissa	44
4.1	Aluksi	44

4.2	Hallituksen lausunto	45
4.3	Kohdeyhtiön hallitukselta edellytetyt toimet	48
4.3.1	Tarjouksen kokonaisarviointi	48
4.3.2	Fairness opinion	49
4.3.3	Hallituksen jäsenten esteellisyysskysymykset	50
4.3.4	Sopimukset tarjouksentekijän kanssa ja kilpailevien tarjousten etsiminen	51
4.3.5	Break Fee	54
4.4	Johtopäätökset	58
4.5	Tapausesimerkki: Purmo Group Oyj	58
4.6	Tapausesimerkki: Innofactor Oyj	60
5	Oikeuskäytäntö ja sen merkitys	63
5.1	Yleistä	63
5.2	Tapausesimerkki: Alhström-Munksjö Oyj	64
6	Lopuksi	67

Lähteet

Kirjallisuus ja artikkelit

(Aarnio 1971)

Aarnio, Aulis, Oikeudellisen ajattelun perusteista. Suomalainen lakimiesyhdistys 1971.

(Aarnio 1989)

Aarnio, Aulis, Laintulkinnan teoria: Yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY 1989.

(Aarnio 2006)

Aarnio, Aulis, Tulkinnan taito: ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Talentum 2006.

(Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki I–II. Alma Talent 2021 (jatkuvapäivitteinen verkkojulkaisu).
<https://verkkokirjahylly.almainsights.fi/teos/EAJBCXDTEBf> (vaatii kirjautumisen)
(27.11.2025).

(Annola – Vahtera 2024)

Annola, Vesa – Vahtera, Veikko, Strateginen yritysoikeus oikeustutkimuksessa. Lakimies 7–8/2024, s. 935–956.

(Bebchuk – Kahan 1989)

Bebchuk, Lucian Arye – Kahan, Marcel, Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About It? Duke Law Journal, Volume 27, 1989, s. 27–53.

(Brownstein – Lipton 1985)

Brownstein, Andrew R. – Lipton, Martin, Takeover Responses and Directors' responsibilities – An Update. Business Lawyer (ABA), Volume 40, Issue 4, 1985, s. 1403–1430.

(Elson 1992)

Elson, Charles M., Fairness Opinions: Are They Fair or Should We Care? Ohio State Law Journal, Volume 53, Number 4, 1992, s. 951–1003.

(Firer – Libson 2023)

Firer, Guy – Libson, Adi, Out with Fiduciary Out? Journal of Corporation Law, Volume 49, Number 1, 2023, s. 137–165.

(Hannula 2003)

Hannula, Antti, Hallitustyöskentelyn käsikirja. WSOY 2003.

(Häyrynen – Kajala 2013)

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville, Uusi arvopaperimarkkinalaki. Kauppakamari 2013.

(Immonen 2022)

Immonen, Raimo, Yritysjärjestelyt. 8., uudistettu painos. Alma Talent 2022.

(Jensen – Meckling 1976)

Jensen, Michael – Meckling, William, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, (3) 1976, s. 305–360.

(Koskenniemi 2022)

Koskenniemi, Martti, Mistä oikeustieteessä on kysymys? Lakimies 7–8/2022, s. 1016–1030.

(Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2024)

Kyläkallio, Juhani – Iiro, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö. I-II. 9., uudistettu painos. Edita 2024.

(Lautjärvi 2017)

Lautjärvi, Kari, Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa. Alma Talent 2017.

(Mahkonen 1975)

Mahkonen, Sami, Osakeyhtiön yleislauseke – tae vähemmistönsuojasta? Defensor Legis 1975, s. 413–425.

(Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006)

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo, Osakeyhtiölaki käytännössä. Talentum 2006.

(Mähönen – Villa 2015)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö. I, Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Talentum 2015.

(Mähönen – Villa 2020)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus. 4., uudistettu painos.
Alma Talent 2020.

(Määttä – Paso 2022)

Määttä, Tapio – Paso, Mirjami, Johdatus oikeudellisen ratkaisun teoriaan. 2., uudistettu painos.
Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2022.

(Niiniluoto 2022)

Niiniluoto, Ilkka, Lainoppi vs. oikeustiede: turha riita? Lakimies 7–8/2022, s. 1012–1015.

(Parkkonen – Knuts 2014)

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten, Arvopaperimarkkinalaki. 5., uudistettu painos. Talentum
2014.

(Pönkä 2012)

Pönkä, Ville, Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Talentum 2012.

(Pönkä 2013)

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

(Sillanpää 1994)

Sillanpää, Matti, Julkisesta ostotarjouksesta: arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus.
Suomalainen lakimiesyhdistys 1994.

(Timonen 1997)

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

(Timonen 2001)

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

(Villa 2025)

Villa, Seppo, Hallituksen ja toimitusjohtajan oikeudet ja vastuu osakeyhtiössä. 2., uudistettu painos. Kauppakamari 2025.

Virallislähteet

(Hallinnointikoodi 2025)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Hallinnointikoodi 2025. <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2024/11/hallinnointikoodi-2025.pdf> (4.12.2025).

(Arvopaperimarkkinayhdistys, itsesääntely)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Itsesääntely. <https://www.cgfinland.fi/tietoa-meista/itsesaantely/> (12.1.2026).

(Ostotarjouskoodi 2022)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Ostotarjouskoodi. <https://www.cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/> (13.1.2026).

(Fiva MOK 9/2013)

Finanssivalvonta, Määräykset ja ohjeet 9/2013, Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. Voimassa 1.7.2013 alkaen. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/09_2013/09_2013.m2.pdf (29.11.2025).

(HE 32/2012 vp)

Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi 32/2012 vp.

(HE 6/2006 vp)

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta 6/2006 vp.

(HE 109/2005 vp)

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 109/2005 vp.

(Helsingin pörssin säännöt)

Nasdaq Helsinki, Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille. Voimassa 7.7.2025 alkaen.

https://www.nasdaq.com/docs/2025/07/07/Pörssin_säännöt_osakkeiden_liikkeeseenlaskijoille_7.7.%202025.pdf (4.12.2025).

Oikeuskäytäntö

Suomi

Korkein oikeus

KKO 2016:58

KKO 2025:94

Välitystuomiot

(Ahlström-Munksjö lunastusriita)

Välitystuomio, Osakeyhtiölain 18 luvun mukaisessa Ahlstrom – Munksjö Oyj:n (2480661-5) vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa asiassa. Keskuskaupakamarin lunastuslautakunnan asia L 03/2021, annettu 25.2.2022. Saatavilla tietopyynnöllä Helsingin kärjäoikeudesta.

Yhdysvallat

(Aronson v. Lewis)

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

(Brehm v. Eisner)

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

(Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc. 1981)

Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc. District Court, N.D. California. 510 F.SUPP 1006, 1981.

(Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 176 (Del. 1986).

Verkkolähteet

(Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025. julkaistu 4.8.2025. <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2025/08/ratkaisusuositus-2025-01.pdf> (12.1.2026).

(Fink 2019)

BlackRock, Inc. (Fink, Larry), Larry Fink's 2019 letter to CEOs: Purpose & Profit. <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larry-fink-ceo-letter> (3.2.2026).

Finanssiala ry, Tehokkaat ja toimivat arvopaperimarkkinat ovat keskeisessä roolissa Euroopan talouden elpymisessä. Päivitetty 17.1.2025. <https://www.finanssiala.fi/aiheet/arvopaperimarkkinat/#/> (12.1.2026).

Finanssivalvonta, Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. Päivitetty 30.10.2024. <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/ostotarjoukset/> (27.11.2025).

Finanssivalvonta, Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen muutoksia 4.12.2024 alkaen: omien osakkeiden turvasatamakaupat ja johdon liiketoimet. 28.11.2024. <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2024/markkinoiden-vaarinkayttoasetukseen-muutoksia-4.12.2024-alkaen-omien-osakkeiden-turvasatamakaupat-ja-johdon-liiketoimet> (25.2.2026).

(Fox 2012)

Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Fox, David), Breakup Fees – Picking Your Number. 11.9.2012. <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/09/11/breakup-fees-picking-your-number/> (15.3.2026).

(Närhi 2024)

Helsingin Sanomat (Närhi, Jaakko), Suuromistajien tekemät ostotarjoukset nostavat esiin ikävä trendin Helsingin pörssistä. 29.7.2024. <https://www.hs.fi/talous/art-2000010591227.html> (edellyttää tilausta) (2.3.2026).

(Huhtaniemi 2023)

Kauppalehti (Huhtaniemi, Joonas), Tanskalaisomistaja kritisoi Mustista tehtyä tarjousta Kauppalehden haastattelussa: ”Hallituksen toiminta on ollut epäammattimaista”. 22.12.2023. [https://www.kauppalehti.fi/uutiset/a/8208df48-3678-4ff4-82dc-
ea7ffddd864b](https://www.kauppalehti.fi/uutiset/a/8208df48-3678-4ff4-82dc-
ea7ffddd864b) (edellyttää tilausta) (27.1.2026).

(Ahlstrom Oyj kaupparekisteriote)

Patentti- ja rekisterihallitus, VIRRE-palvelu, Ahlstrom Oyj kaupparekisteriote. <https://virre.prh.fi/novus/home?execution=e3s5> (edellyttää hakua yhtiön nimellä) (13.1.2026).

(Rettig Oy Ab kaupparekisteriote)

Patentti- ja rekisterihallitus, VIRRE-palvelu, Rettig Oy Ab kaupparekisteriote. <https://virre.prh.fi/novus/home?execution=e1s3> (edellyttää hakua yhtiön nimellä) (13.1.2026).

Purmo Group, Largest shareholders. 30.6.2024. <https://www.purmogroup.com/share/shareholders/> (edellyttää tarkisteluajankohdan manuaalista valitsemista) (19.2.2026).

(Takeover Code)

The Takeover Panel, The Takeover Code. <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp/rules/rule-21/rule-21-2.html> (15.3.2026).

(Varis 2024)

Varis, Juha, Julkaisu sosiaalisen median palvelussa. 24.7.2024. <https://x.com/JuhaVaris/status/1816130237974933670/photo/1> (19.2.2026).

(Toivonen 2024a)

Yle (Toivonen, Janne), ”Tapaus Purmo” huolestuttaa nyt piensijoittajia – pelkona on ettei osakkeista saakaan reilua hintaa, jos yhtiö myydään. 31.7.2024. <https://yle.fi/a/74-20102196> (19.2.2026).

(Toivonen 2024b)

Yle (Toivonen, Janne), Analyysi: Merkittävässä yrityskaupassa yllätyskäännös – kun kiinalaisjätti luovutti, suomalaiset saavat vähemmän rahaa. 1.8.2024. <https://yle.fi/a/74-20102577#:~:text=Purmosta%20oli%20jätetty%20kaksi%20ostotarjousta,suositteli%20kuitenkin%20halvemman%20tarjouksen%20hyväksymistä> (19.2.2026).

Ostotarjouksiin liittyvät asiakirjat

Ahlström-Munksjö Oyj

(Spa Holdings 3 tarjousasiakirja)

Spa Holdings 3 Oy:n vapaaehtoinen julkinen ostotarjous kaikista Ahlström-Munksjö Oyj:n liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 21.10.2020. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että ostotarjousasiakirjan lataamista) (30.11.2025).

(Pörssitiedote 20.1.2021)

Pörssitiedote: Spa Holdings 3 Oy:n kaikkia Ahlström-Munksjö Oyj:n osakkeita koskevan julkisen ostotarjouksen lopullinen tulos: Spa Holdings 3 Oy toteuttaa ostotarjouksen ja aloittaa jälkikäteisen tarjousajan. 20.1.2021. <https://oam.fi/view/390523?lang=fi>. (1.12.2025).

(Pörssitiedote 25.1.2021)

Pörssitiedote: Kutsu Ahlström-Munksjön ylimääräiseen yhtiökokoukseen. 25.1.2021. <https://oam.fi/view/390581?lang=fi>. (1.12.2025).

(Pörssitiedote 9.2.2021)

Pörssitiedote: Jälkikäteisen tarjousajan lopullinen tulos Spa Holdings 3 Oy:n vapaaehtoisesta hallituksen suosittelemasta kaikki Ahlström-Munksjö Oyj:n osakkeita koskevasta julkisesta käteisostotarjouksesta. 9.2.2021. <https://oam.fi/view/391012?lang=fi>. (1.12.2025).

(Pörssitiedote 11.2.2021)

Pörssitiedote: Spa Holdings 3 Oy aloittaa lunastusmenettelyn koskien Ahlström-Munksjö Oyj:n jäljellä olevia vähemmistöosakkeita. 11.2.2021. <https://oam.fi/view/391196?lang=fi>. (1.12.2025).

Caverion Oyj

(North Holdings 3 tarjousasiakirja)

North Holdings 3 Oy:n vapaaehtoinen julkinen ostotarjous kaikista Caverion Oyj:n liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 24.11.2022. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että ostotarjousasiakirjan lataamista) (30.11.2025).

Innofactor Oyj

(Onni Bidco tarjousasiakirja)

Onni Bidco Oy:n vapaaehtoinen julkinen ostotarjous kaikista Innofactor Oyj:n liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 2.8.2024. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että ostotarjousasiakirjan lataamista) (27.11.2025).

(Pörssitiedote 22.7.2024)

Pörssitiedote: Sisäpiiritieto: Onni Bidco Oy julkistaa vapaaehtoisen suositellun julkisen käteisostotarjouksen kaikista Innofactor Oyj:n osakkeista. 22.7.2024. <https://oam.fi/view/448763?lang=fi> (29.11.2025).

Musti Group Oyj

(Flybird Holding tarjousasiakirja)

Flybird Holding Oy:n vapaaehtoinen julkinen ostotarjous kaikista Musti Group Oyj:n liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 15.12.2023. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että ostotarjousasiakirjan lataamista) (20.1.2026).

Purmo Group Oyj

(Project Grand Bidco tarjousasiakirja)

Project Grand Bidco (UK) Limitedin vapaaehtoinen julkinen ostotarjous kaikista Purmo Group Oyj:n liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 16.5.2024. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että ostotarjousasiakirjan lataamista) (21.1.2026).

(Project Grand Bidco toinen täydennysasiakirja)

Toinen täydennysasiakirja Project Grand Bidco (UK) Limitedin 16.5.2024 päivättyyn tarjousasiakirjaan koskien vapaaehtoista julkista käteisostotarjousta kaikista Purmo Group Oyj:n liikkeeseen laskemista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 20.6.2024. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että täydennysasiakirjan lataamista) (18.2.2026).

(Pörssitiedote 15.07.2024)

Pörssitiedote: Sisäpiiritieto: Haier Europe Appliances Holding B.V. on julkistanut kilpailevan vapaaehtoisen käteisostotarjouksen kaikista Purmo Group Oyj:n osakkeista. 15.7.2024. <https://oam.fi/view/448596?lang=fi> (edellyttää tiedotteen erillistä lataamista) (18.2.2026).

(Pörssitiedote 24.7.2024)

Pörssitiedote: Hallituksen päivitetty lausunto: Hallitus pitää suosituksensa Project Grand Bidcon ostotarjoukselle, sillä tällä hetkellä Haierin ostotarjoukselle ei ole riittävää tukea suurilta osakkeenomistajilta. 24.7.2024. <https://oam.fi/view/448866?lang=fi> (18.2.2026).

(Pörssitiedote 14.1.2025)

Pörssitiedote: Project Grand Bidco (UK) Limited on saanut omistusoikeuden Purmo Group Oyj:n vähemmistöosakkeisiin, ja Purmo Groupin osakkeet poistetaan Nasdaq Helsingin pörssilistalta. 14.1.2025. <https://oam.fi/view/453867?lang=fi> (19.2.2026).

Uponor Oyj

(Pörssitiedote 17.4.2023)

Pörssitiedote: Sisäpiiritieto: Uponor Oyj toteaa Aliaxis S.A.:n julkistaneen tiedotteen ei-sitovasta aikomuksesta tehdä julkinen käteisostotarjous Uponorista. 17.4.2023. <https://oam.fi/view/431448?lang=fi> (16.1.2026).

(Pörssitiedote 26.4.2023)

Pörssitiedote: Sisäpiiritieto: Uponor Oyj ei hyväksy Aliaxis S.A.:n julkistamaa ei sitovaa aikomusta tehdä julkinen käteisostotarjous Uponorista. 26.4.2023. <https://oam.fi/view/431783?lang=fi> (16.1.2026).

(Pörssitiedote 22.6.2023)

Pörssitiedote: Sisäpiiritieto: GF aloittaa vapaaehtoisen suositellun julkisen käteisostotarjouksen kaikista Uponor Oyj:n osakkeista. 22.6.2023. <https://oam.fi/view/434630?lang=fi> (16.1.2026).

WithSecure Oyj

(Diana BidCo tarjousasiakirja)

Diana BidCo Oy:n vapaaehtoinen julkinen ostotarjous kaikista WithSecure Oyj:n liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, annettu 19.8.2025. <https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/ostotarjousasiakirjat/> (edellyttää sekä hakua tarjouksentekijän nimellä että ostotarjousasiakirjan lataamista) (27.11.2025).

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
Apollo	Apollo Global Management, Inc.:n ja sen tytäryhtiöiden lähipiiryhtiöiden hallinnoimat rahastot
AMY	Arvopaperimarkkinayhdistys ry
CapMan Growth	CapMan Growth Equity Fund III Ky (y-tunnus: 3388356-7)
CVC	CVC Capital Partners plc
Diana BidCo	Diana BidCo Oy (y-tunnus: 3553645-4)
Diana TopCo	Diana TopCo Lux S.á r.l.
Ensio Investment Group	Ensio Investment Group Oy (y-tunnus: 3461418-2)
Fiva	Finanssivalvonta
Flybird Holding	Flybird Holding Oy (y-tunnus: 3363473-9)
Haier	Haier Europe Appliances Holding B.V.
Hallinnointikoodi	Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n hallinnointikoodi 2025
Helsingin pörssi	Nasdaq Helsinki Oy (y-tunnus: 0815051-3)
HE	Hallituksen esitys
Innofactor	Innofactor Oyj (y-tunnus: 0686163-7)
KPL	Kirjanpitolaki (1336/1997)
MAR	Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus)
MBO	Management Buyout
Musti Group	Musti Group Oyj (y-tunnus: 2659161-1)
North Holdings 3	North Holdings 3 Oy (y-tunnus: 3313575-3)
Onni Bidco	Onni Bidco Oy (y-tunnus: 3459109-9)
Osprey Capital	Osprey Capital Oy (y-tunnus: 2601954-3)
Ostotarjousdirektiivi	Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista
Ostotarjouskoodi tai Ostotarjouskoodi 2022	Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ostotarjouskoodi 2022
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
Project Grand Bidco	Project Grand Bidco (UK) Limited
Purmo Group	Purmo Group Oyj (y-tunnus: 2890898-5)
Rettig	Rettig Oy Ab (y-tunnus: 2909906-7)
Spa Holdings 3	Spa Holdings 3 Oy (y-tunnus: 3156762-4)
Tarjousasiakirja-asetus	Valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä

myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesti tunnustamisesta annetun valtiovarainministeriön asetuksen muuttamisesta (173/2024)

Takeover Code

Yhdistyneen kuningaskunnan ostotarjouskoodi

VAML

Arvopaperimarkkinalaki (495/1989, kumottu)

Virala

Virala Oy Ab (y-tunnus: 0147485-7)

VM

Valtiovarainministeriö

VOYL

Osakeyhtiölaki (734/1978, kumottu)

WithSecure

WithSecure Oyj (y-tunnus: 0705579-2)

1 Johdanto

1.1 Tutkielman tausta

”Suuromistajien pörssiyhtiöistä tekemät ostotarjoukset jättävät yksityissijoittajat vaikeaan paikkaan ja nostavat esiin huolestuttavia trendejä Helsingin pörssissä”¹,

näin kirjoitti Helsingin Sanomien taloustoimittaja *Jaakko Närhi* kahden suomalaisen pörssiyhtiön ostotarjouksen ollessa käynnissä. Viime vuosina kaksoisroolissa – eli sekä ostotarjouksen tekijänä että kohdeyhtiön johdon jäsenenä tai merkittävänä osakkeenomistajana – toimivien tahojen tekemät julkiset ostotarjoukset ovat olleet yleisiä.² Tällaisia julkisia ostotarjouksia tehdään tavanomaisesti yksin tai yksissä tuumin useamman tahon (konsortio) kanssa.

Julkinen ostotarjous perustuu arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) 11 lukuun, jossa säännellään sekä vapaaehtoisesta että pakollisesta julkisesta ostotarjouksesta. Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan julkisen ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön (kohdeyhtiö) osakkeenomistajille osoitettua tarjousta ostaa joko kaikki tai määräosa kohdeyhtiön osakkeista tai muista arvopapereista. Julkisessa ostotarjouksessa osakkeista tarjotaan usein joko käteisvastiketta tai muuta vastiketta, kuten tarjouksentekijän liikkeeseen laskemia osakkeita.³

Kaksoisroolissa toimivan tahon tekemä julkinen ostotarjous kohdeyhtiön osakkeista herättää kysymyksiä liittyen tarjouksentekijän aseman luomiin velvollisuuksiin koskien muun muassa osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 1 luvussa säädettyjä yhtiön etua, osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua ja hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta. Osakeyhtiön hallituksen jäsenen vastuu on verrattain laaja, joten julkisen ostotarjouksen kaltaisen toimen yhteensovittaminen hallituspaikan kanssa samassa yhtiössä on haastavaa. Tässä tutkielmassa pyritään selvittämään viimeaikaista suomalaista markkinakäytäntöä tarkastellen, onko kohdeyhtiöiden hallituksessa istuvien ostotarjousten tekijöiden intressit ja eittämättä läsnä olevat konfliktit käsitelty asianmukaisesti.

Kun sama henkilö toimii sekä tarjouksentekijänä että kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä tai suuromistajana, näiden eri roolien intressit ovat eri suuntaiset. Tämän henkilön intressit eivät

¹ Närhi 2024.

² Ks. esim. Spa holdings 3 tarjousasiakirja, North Holdings 3 tarjousasiakirja, Onni Bidco tarjousasiakirja, Flybird Holdings tarjousasiakirja, Project Grand Bidco tarjousasiakirja ja Diana BidCo tarjousasiakirja; ks. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025, s. 7.

³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 465; Sillanpää 1994, s. 1.

myöskään täysin vastaa sitä muiden kyseisen kohdeyhtiön osakkeenomistajien intressiä, sillä osakkeenomistajat haluavat mahdollisimman korkean hinnan omistuksistaan joko tarjousaikana tai – julkisen ostotarjouksen toteutuessa – OYL 18 luvun mukaisessa välitysmenettelyssä.⁴ Julkisen ostotarjouksen menestymistä voi siten verrata kahden eri intressitahon, eli tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien, vaatimusten yhteensovittamiseksi. Mikäli tarjouksentekijän tarjoama tarjousvastike miellyttää osakkeenomistajia, saavuttaa tarjouksentekijä yleensä OYL 18:1:ssä säädetyn 9/10 vaatimuksen, jonka nojalla tarjouksentekijä voi käynnistää OYL 18 luvun mukaisen välitysmenettelyn.

Julkiset ostotarjoukset ovat merkittäviä tapahtumia yhtiölle ja sen osakkeenomistajille, sillä niiden tarkoituksena on lähes yksinomaisesti ostaa kohdeyhtiö pois pörssistä julkisen ostotarjouksen ja sitä – tietyn edellytyksin – seuraavan OYL 18 luvun vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn kautta.⁵ Tässä tutkielmassa keskitytään käsittelemään julkisia ostotarjouksia koskevaa sääntelykenttää niin kansallisella kuin EU-tasolla, keskittyen nimenomaisesti joko kohdeyhtiön johdon jäsenen tekemän julkisen ostotarjouksen (MBO) tai kohdeyhtiön merkittävän osakkeenomistajan tekemän julkisen ostotarjouksen (suuromistajakauppa) aiheuttamiin velvollisuuksiin.

1.2 Tutkimuskysymykset, aiheen rajaus ja sisältö

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää miten henkilö voi ja saa osallistua päätöksentekoon sekä hyödyntää hänen eri yhteyksissään saamaansa informaatiota tarjouksentekijän roolissa, jos hän on samanaikaisesti: 1) julkisen ostotarjouksen tekijä, ja 2) kohdeyhtiön johdon jäsen tai suuromistaja. Tutkielmassa tarkastellaan lisäksi niitä seikkoja, joita kohdeyhtiön johdolta edellytetään julkisen ostotarjousprosessin aikana, sillä näiden seikkojen tunnistaminen on välttämätöntä sen arvioimiseksi, millaisia mahdollisia ongelmia kaksoisrooli aiheuttaa etenkin kohdeyhtiön johdon roolissa.

Tutkielmassa on myös tarkoituksena selvittää myös, voiko edellä kuvatulla tavalla kaksoisroolissa toimiva henkilö antaa peruuttamattoman sitoumuksen ostotarjouksen hyväksynnästä. Mikäli tällaisen sitoumuksen antaminen on mahdollista, on arvioitava, miten

⁴ Ks. Timonen 2001, s. 354.

⁵ Lunastusmenettelyssä välitysoikeus (ent. välimiesoikeus) vahvistaa vähemmistöosakkeiden lunastushinnan. Vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymisestä ja suhteesta tarjousvastikkeeseen ks. KKO 2025:94.

merkittävän osakkeenomistajan antamia sitoumuksia voidaan käyttää käytännön keinona estää kilpailevat ostotarjoukset tai muutoin vaikuttaa ostotarjouksen toteutumisedellytyksiin. Tutkielmassa pyritään selventämään sinänsä monimutkaisiin ja laajoihin ostotarjousprosesseihin liittyvää, kaksoisroolin aiheuttamaa ongelmallisuutta tarkastelemalla ja tulkitsemalla lainsäädäntöä, pörssin sääntöjä, alan itsesääntelyä sekä markkinakäytäntöä.

Tämän tutkielman tutkimuskysymyksiin liittyvään ongelmallisuuteen pyritään vastaamaan sekä lainsäädännössä, erinäisten yhdistysten tuottamissa koodeissa ja muissa ohjeissa, oikeuskirjallisuudessa että markkinakäytännössä. Koska julkisten ostotarjousten sääntely keskittyy pitkälti kansalliseen lainsäädäntöön, käsitellään tutkimuskysymyksiä pitkälti kansallisessa kontekstissa. Tutkimuskysymysten säädännöllisessä taustassa on kuitenkin huomioitava Euroopan Unionin sääntelyn vaikuttavuus esimerkiksi tiedonantovelvollisuuteen liittyvien veloitteiden osalta siten kuin Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) (MAR)⁶ säädetään.

Tutkielman asianmukaisen rajaamisen vuoksi tässä tutkielmassa keskitytään Suomen markkinoilla viime vuosina nähtyyn trendiin, jossa monissa julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijä on – joko yksin tai osana konsortiota – kohdeyhtiön hallituksen jäsen ja/tai merkittävä osakkeenomistaja. Tutkielman selvyiden vuoksi todetaan, että termillä ”merkittävä osakkeenomistaja” tarkoitetaan sellaista kohdeyhtiön osakkeenomistajaa, jolla on hallussaan yli kymmenen prosenttia kohdeyhtiön liikkeeseen lasketuista osakkeista ja on täten velvollinen ilmoittamaan hänen omitustensa muutoksista siten kuin AML 9:5:ssä säädetään.⁷

Julkinen ostotarjous voidaan tehdä joko vapaaehtoisesti tai siihen AML 11:19:n velvoittamana. Velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous syntyy silloin, kun osakkeenomistajan omistusosuus ylittää AML 11:19:n mukaisesti yli kolmekymmentä tai yli viisikymmentä prosenttia. Pakollisten julkisten ostotarjousten osalta tarjouksentekijän mahdollisuus vaikuttaa tarjottuun vastikkeeseen ja tarjoukseen mahdollisesti sisältyviin ehtoihin on hyvin rajoitettu. Pakollinen julkinen ostotarjous on AML 11:19.1:n nojalla tehtävä kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista, eikä se saa AML 11:15.1:n nojalla olla ehdollinen muulle kuin viranomaisen hyväksynnälle. Tarjousvastikkeen suuruudesta ja laadusta säädetään AML

⁶ Markkinoiden väärinkäyttöasetus sääntelee lukuisia muitakin seikkoja koskien markkinoiden väärinkäyttöä. Tämän tutkielman kannalta relevantti sisäpiiritiedon määritelmä on kuitenkin hyvin keskittynyt tiedon hyödyntämiseen ja oikea-aikaiseen julkistamiseen.

⁷ Tässä tutkielmassa käytetty termi ”merkittävä osakkeenomistaja” vastaa myös osaltaan hallinnointikoodissa sovellettua määritelmää. Ks. Hallinnointikoodi 2025, s. 25. Tutkielmassa käytetään rinnakkain myös termiä ”suuromistaja”.

11:23:ssä. Vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa puolestaan tarjouksentekijä ei ole sidottu edellä mainittuihin rajoituksiin, vaan tarjouksentekijä saa vapaasti määrittää sekä tarjottavan vastikkeen määrän ja laadun että tarjoukselle asetettavat muut ehdot, kuten yli 90 prosentin hallinnan.⁸ Tutkielmassa käsitellään edellä mainituista, sääntelystä johtuvista syistä ja vapaaehtoisten julkisten ostotarjousten mielenkiintoisemmasta luonteesta johtuen yksinomaan vapaaehtoisia julkisia ostotarjouksia, AML 11:19:n mukaisia pakollisia julkisia ostotarjouksia ei käsitellä enempää kuin aiheen kannalta on tarpeen.

Tämän tutkielman luvussa 2 esitellään julkinen ostotarjous transaktiomuotona, sekä niiden erilaisia toteuttamiskeinoja. Luvussa esitellään lisäksi keskeistä julkisiin ostotarjouksiin liittyvää sääntelyä, etenkin AML:n sekä itsesääntelynormiston näkökulmasta. Luvussa esitellään myös tutkielman kannalta kaksi keskeisintä julkisen ostotarjouksen muotoa – MBO, eli yhtiön johdon tekemä tarjous, sekä suuromistajakauppa – sekä niihin liittyvää problematiikkaa ja kysymyksiä. Luvussa tarkennetaan niihin liittyviä ongelmia ja kysymyksiä suomalaisella ostotarjouskentällä olleiden tapausesimerkkien kautta.

Luvussa 3 keskitytään tutkimaan OYL:n merkitystä julkisissa ostotarjouksissa. Luvussa esitellään etenkin kohdeyhtiön johdon toimintaan liittyviä sääntöjä sekä niiden taustalla olevaa teoriaa. Luvussa keskitytään eritoten osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen (OYL 1:7) ja johdon huolellisuus- sekä lojaliteettivelvollisuuteen (OYL 1:8). Tutkielman aiheena olevien kaksoisroolissa tehtyjen ostotarjousten luonteen vuoksi luvussa käsitellään myös taloustieteestä omaksuttua päämies-agentti-teoriaa, sekä siihen liittyviä ongelmia konkretisoidaan käytännön esimerkkien avulla.

Luvussa 4 keskitytään tarkastelemaan aiemmin avattujen keskeisten sääntöjen avulla kohdeyhtiön hallituksen toimintaa ostotarjousprosessissa. Luvun tavoitteena on antaa kattava analyysi siitä, mitä kohdeyhtiön hallitukselta odotetaan ja miten OYL 1:7:ssä ja OYL 1:8:ssä säädetyt velvollisuudet voidaan asianmukaisesti toteuttaa. Luvussa käsitellään hallituksen AML 11 luvun nojalla antamaa lausuntoa ostotarjouksesta, sekä tarkemmin toimia ajalta ennen lausunnon antamista sekä sen jälkeen. Luvussa punnitaan kohdeyhtiön hallituksen erilaisia toimintavaihtoehtoja sekä verrataan tätä yhtiön edun toteutumiseen erilaisissa käytännön ostotarjoustilanteissa. Edelleen luvussa konkretisoidaan näitä toimia sekä niistä esitettyä

⁸ Yli 90 prosentin asettaminen vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen toteuttamiselle on verrattain tavanomaista siksi, että tarjouksentekijä on tämän ehdon toteutuessa oikeutettu lunastamaan vähemmistöosakkeenomistajat käypään hintaan siten kuin OYL 18 luvussa säädetään. 90 prosentin vaatimuksesta käytännössä ks. esim. Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 16; Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 17.

kritiikkiä Suomessa toteutettujen ostotarjousten näkökulmasta.

Luvussa 5 tarkastellaan aiemmin tässä tutkielmassa esitettyjä seikkoja oikeuskäytännön näkökulmasta. Korkein oikeus (KKO) on vuonna 2025 antanut ratkaisun liittyen julkisen ostotarjouksen toteuttamisen jälkeen seuranneeseen vähemmistöosakkeiden lunastushintaan. Tässä tapauksessa keskeisinä seikkoina oli juuri sekä tarjouksentekijän että hallituksen toiminta tarjousajan ja jälkikäteisen tarjousajan aikana. Luvussa sivutaan myös tapauksen merkitystä suomalaisella ostotarjouskäytännöllä. Tapauksella on suurta merkitystä, sillä vaikka julkisista ostotarjouksista verrattain usein esitetään kritiikkiä etenkin mediassa, on asiaan liittyvät riitaprosessit hyvin harvassa. Luvussa 6 esitetään kokoavia johtopäätöksiä tutkielman aikana esitetystä kysymyksistä, sekä esitetään *de lege ferenda* -kysymyksiä myöhempää aihepiiriin tutkimusta varten.

1.3 Metodi ja lähteet

Tämän maisteritutkielman tarkoituksena on voimassa olevaa oikeutta tutkimalla selventää, miten julkisen ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön johdon jäsen tai suuromistaja voi toteuttaa yksin tai yksissä tuumin yhden tai useamman toimijan kanssa julkisen ostotarjouksen. Tutkielmassa keskitytään tutkimaan, miten tarjouksentekijä voi tehokkaasti ja asianmukaisesti yhteensovittaa ristiriitaisia intressejä, joita hänellä on sekä yhtiön puolesta toimiessaan sekä ajaessaan omaa etuaan tarjouksentekijänä. Tässä luvussa esitellään tutkielman tutkimusmetodi sekä keskeinen hyödynnettävä lähdeaineisto.

Oikeustieteen käytännöllisenä tehtävänä on tuottaa pätevää tulkintaa voimassa olevasta laista.⁹ Oikeustieteen tarkoituksena ei ole hakea tulkinnanvaraisen säännöksen tai muun oikeudellisen ongelman ytimestä valmista vastausta. Päinvastoin oikeustiede on perustelun tiedettä, jossa lain tulkitsija pyrkii tuottamaan uskottavia ja poliittisia päättäjiä tyydyttäviä tulkintakannanottoja voimassa olevasta oikeudesta.¹⁰

Tämän tutkielman metodi on lainoppi. Lainopilla tarkoitetaan voimassa olevan oikeuden tulkintaa ja systematisointia.¹¹ Lainoppi tutkii voimassa olevaa oikeutta ja sen avulla voidaan esittää normi- ja tulkintakannanottoja vallitsevasta oikeustilasta. Lainoppi on erottamaton osa

⁹ Ks. Annola – Vahtera 2024, s. 935, jossa kirjoittajat toteavat voimassa olevan oikeuden selvittämisen olevan oikeustutkimuksen keskeisin tehtävä; Ks. Aarnio 1971, s. 62.

¹⁰ Koskenniemi 2022, s. 1028.

¹¹ Aarnio 1989, s. 57.

akateemista oikeustiedettä.¹² *Aarnio* on kuvannut lainopin olevaan tietyyssä mielessä puhtaasti deskriptiivistä. Lainopin deskriptiivinen tehtävä ei kuitenkaan itsenäisesti tarkoita sitä, että se olisi vain voimassa olevaa oikeusjärjestystä toistavaa. Lainopille on ominaista sen analyttisyys, jossa tutkija antaa kullekin säännökselle sen merkityssisällön tulkinnan kautta.¹³

Aarnio on jakanut lainopin teoreettiseen ja käytännölliseen lainoppiin. Teoreettisen lainopin tarkoituksena on mahdollistaa käytännön lainopin eli oikeusdogmatiikan toteuttaminen. Teoreettisessa lainopissa tutkimuksen kohteena olevan oikeudenalan käsitteitä jäsennellään, jotta käytännön lainopissa näistä käsitteistä voidaan esittää tulkintasuosituksia.¹⁴ Tässä tutkielmassa metodina on eritoten käytännöllinen lainoppi, eli oikeusdogmatiikka.

Oikeusdogmatiikalla tutkija pyrkii selvittämään tulkinnanvaraisen normin sisältöä ja esittämään siitä tulkintasuosituksen. Käytännössä tulkintasuosituksen esittäminen tarkoittaa siis sitä, että tutkija analysoi oikeuslähdeopin näkökulmasta keskeisiä oikeuslähteitä – lakia ja mahdollisesti sen esitöitä – selvittääkseen normin funktion. Lainoppi käsittää kirjoitettujen oikeusnormien lisäksi myös oikeusperiaatteet, joten lainopin tehtävänä on myös oikeusperiaatteiden punninta ja vertailu, joka luonnollisesti edellyttää kirjoitettujen oikeusnormien tulkintaa. Oikeusdogmaattinen tutkimus on tärkeä väline oikeustieteen ja juridisen toiminnan keskinäisen vuoropuhelun edistämiseksi.¹⁵ Tämän tutkielman tutkimusaiheen ollessa verrattain käytännönläheinen, korostuu oikeusdogmaattisen tutkimusasetelman lisäksi tosielämän ilmiöt.

Tutkielman keskiössä on julkisia ostotarjouksia ja kohdeyhtiön johdon velvollisuuksia sääntelevät normit sekä niiden analysointi etenkin toteutettujen ostotarjousten avulla esitettynä. Erityistä huomiota kiinnitetään niin OYL 1:8:ssä säädettyyn johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuteen ja OYL 1:7:ssä sekä AML 11:7:ssä säädettyihin yhdenvertaisuuteen ja tasapuolisen kohtelun vaatimukseen. Tutkielmassa käsitellään edellä mainittujen lisäksi itsesääntelynormistoa, joka on keskeisessä osassa etenkin edellä mainittujen OYL 1:7:n ja 1:8:n soveltamisessa ostotarjoustilanteessa.

Tämän tutkielman metodi on lainoppi ennen kaikkea siitä syystä, että ostotarjousprosessit perustuvat pitkälti niin kansalliseen kuin EU-sääntelyyn. Normihierarkisesti tutkittuna kirjoitetun lain ohella myös itsesääntely – etenkin Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (Arvopaperimarkkinayhdistys tai AMY) hallinnointikoodi (Hallinnointikoodi 2025) ja

¹² Niiniluoto 2022, s. 1015.

¹³ Ks. Aarnio 1971, s. 90.

¹⁴ Ks. Aarnio 2006, s. 243.

¹⁵ Määttä – Paso 2022, s. 4.

ostotarjouskoodi (Ostotarjouskoodi tai Ostotarjouskoodi 2022) – ovat käytännössä merkittäviä ohjenuoria ostotarjouksen tekijöille sekä kohdeyhtiön hallitukselle. Lainopin valinta tämän tutkielman metodiksi valikoitu myös muun muassa siitä syystä, että *Annola* ja *Vahtera* ovat kuvanneet strategista yritysoikeutta – kuten julkisia ostotarjouksia – sisältävän tutkimuksellisen lähestymistavan pohjautuvan lähes aina lainopilliseen tutkimukseen.¹⁶ Täten tutkielma on lainopillinen tutkimus, jonka tutkimuskysymykset ja myöhemmin esitettävät johtopäätökset pohjautuvat strategiseen yritysoikeuteen. Itsenäisesti tutkielma ei kuitenkaan ole strategiseen yritysoikeuteen pohjautuvat, vaikka useat ostotarjouksissa ilmenevät ja myöhemmin käsiteltävät toimet ovatkin strategista yritysoikeutta.

2 Julkinen ostotarjous

2.1 Julkisesta ostotarjouksesta yleisesti

Tässä luvussa esitellään mitä julkinen ostotarjous tarkoittaa. Lisäksi luvussa esitellään keskeisiä termejä, joita julkisiin ostotarjouksiin liittyy. Luvun tavoitteena on luoda yleisesitys julkisista ostotarjouksista, niiden tavoitteista, toteuttamistavoista ja hinnoittelusta.

Julkinen ostotarjous on tarjous säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan yrityksen osakkeista tai muista arvopapereista tehty julkinen tarjous.¹⁷ Julkinen ostotarjous on ennen kaikkea yhtiön osakkeenomistajille tehty julkinen tarjous ostaa arvopapereita. Tarjous katsotaan julkiseksi, kun se on annettu tiedoksi esimerkiksi tiedotusvälineillä, internet-sivuilla tai kirjeitse.¹⁸ Julkiselle ostotarjoukselle keskeistä on juuri sen edellä esitetty julkisuus. Julkisten ostotarjousten valmistelu on täten usein hyvin salassa pidettävää tietoa, sillä ostotarjouksen julkistaminen – joka tavanomaisesti sisältää preemion suhteessa kohdeyhtiön kaupankäyntikurssiin ennen tarjouksen julkistamista – vaikuttaa yleensä positiivisesti kohdeyhtiön osakkeen markkinahintaan.¹⁹

Julkinen ostotarjous on yhden tai useamman tahon yksissä tuumin toteuttama tarjous kohdeyhtiön osakkeista. Kohdeyhtiöinä voivat olla ne yhtiöt, joiden osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä kauppapaikalla tai monenkeskisessä

¹⁶ Annola – Vahtera 2024, s. 940.

¹⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 465.

¹⁸ Ks. esim. Häyrynen – Kajala 2013, s. 295; Mähönen – Villa 2020, s. 805.

¹⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 481.

kaupankäyntijärjestelmässä.²⁰ Julkisilla ostotarjouksilla tarjouksentekijä tavoittelee usein kohdeyhtiön kaikkien osakkeiden haltuun saantia ja osakkeiden poistamista julkisesta kaupankäynnistä (niin sanottu ”*take-private acquisition*”).²¹ Julkinen ostotarjous voidaan toteuttaa AML 11:24:ssä säädetyllä tavalla joko käteistarjouksena, vaihtotarjouksena, tai näiden yhdistelmänä. Käteistarjouksessa tarjouksentekijä sitoutuu maksamaan ostotarjouksessa määritellyin ehdoin tietyn hinnan osaketta kohtaan. Mikäli kohdeyhtiössä on monta osakesarjaa, on tarjouksentekijä velvollinen ilmoittamaan hinnan kunkin osakesarjan osakkeiden osalta erikseen. On kuitenkin huomattava, että tarjousvastike voi poiketa eri osakesarjojen osalta, mutta tarjousvastikkeen on oltava oikeasuhdanteinen kunkin osakesarjan osalta sekä niiden keskinäisessä suhteessa.²² Vaihtotarjouksessa puolestaan tarjouksentekijä tarjoaa kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjousvastikkeena apporttiomaisuudeksi katsottavaa omaisuutta, joka on usein tarjouksentekijän omia osakkeita.

Julkisia ostotarjouksia voidaan toteuttaa joko siten, että kohdeyhtiön hallitus suosittelee tarjouksen hyväksymistä osakkeenomistajille (*friendly takeover*). Ostotarjouksia voidaan toteuttaa myös niin sanotusti vihamielisesti (*hostile takeover*), ilman kommunikointia kohdeyhtiön hallituksen kanssa.²³ Kuten myöhemmin²⁴ kuvataan, hallituksen suosittelema ostotarjous on omiaan edistämään sen toteutumista, sillä osakkeenomistajat tyypillisesti myötäilevät tarjousta, jota hallitus on suositellut.

Julkiset ostotarjoukset ovat merkittäviä tapahtumia sekä kohdeyhtiölle ja sen osakkeenomistajille, että tarjouksentekijälle. Julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijä on tavanomaisesti valmis maksamaan kohdeyhtiön osakkeesta korkeampaa hintaa verrattuna sen kaupankäyntikurssiin päivänä ennen ostotarjousta (preemio).²⁵ Preemion maksaminen kuvastaa sitä, että tarjouksentekijä näkee kohdeyhtiön arvokkaampana verrattuna siihen, mihin hintaan kohdeyhtiön osakekurssi on sen hetkisesti sijoittunut. Toisaalta tarjouksentekijän tarjoama preemio voidaan nähdä myös puhuvan sen puolesta, että tarjouksentekijä uskoo yhtiön olevan arvokkaampi tulevaisuudessa joko sellaisenaan tai synergiaetujen kanssa, joita tarjouksentekijä

²⁰ Suomessa toimiva säännelty markkina on Helsingin pörssi ja monenkeskisenä kaupankäyntijärjestelmänä voidaan mainita Nasdaq First North Growth Market.

²¹ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 466. Knuts toteaa, että suomalaisessa markkinakäytännössä onnistunut tarjous on johtanut tyypillisesti OYL 18 luvun mukaiseen lunastusmenettelyyn.

²² Finanssivalvonta, Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/ostotarjoukset/> (27.11.2025), kohta Tarkemmin julkisesta ostotarjouksesta; ks. myös HE 6/2006 vp, s. 33.

²³ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 529.

²⁴ Ks. luku 4.2.

²⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467.

usein nauttii. Julkisia ostotarjouksia toteutetaan pääasiassa siitä syystä, että tarjouksentekijän näkemyksen mukaan kohdeyhtiön ostamiseen vaadittava summa on halvempi suhteessa siihen arvoon, jonka yhtiö voi tarjouksentekijälle tuottaa.²⁶

On myös tavanomaista, että edellä esitettyjen seikkojen lisäksi preemio kannustaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia hyväksymään tarjouksen, sillä kohdeyhtiön osakkeen hinta seuraa tyypillisesti tarjousvastiketta. Osakekurssi kuitenkin yleensä jää hieman tarjousvastikkeen alapuolelle, sillä markkinat hinnoittelevat julkisen ostotarjouksen epäonnistumiseen liittyvää riskiä. Tästä syystä on pääteltävissä, miten todennäköisenä sijoittajat pitävät tiettyä ostotarjousta. Huomionarvoista kuitenkin on, että suomalaisessa ostotarjouskäytännössä korkein tarjottu osakekohtainen vastike ei ole aina ollut kohdeyhtiön mielestä yhtiön etua parhaiten toteuttava vaihtoehto.²⁷ Vaikka tarjousvastike on keskeinen tekijä hallituksen arvioidessa ostotarjousta ja sen edullisuutta, ei se ole ainoa tekijä. Kuten edellä on todettu, tehokkaat arvopaperimarkkinat usein hinnoittelevat kohdeyhtiön osakkeen hinnan siten, että se ei täysin vastaa julkistetun ostotarjouksen tarjousvastiketta. Täten esimerkiksi tarjouksentekijän asettamat ehdot voivat heijastua osakkeen kaupankäyntihintaan siten, että sijoittajat eivät usko sanotun ostotarjouksen toteutumismahdollisuuksiin.

Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä tarjouksentekijöinä toimii usein konsortio, sillä harvalla yksittäisellä toimijalla on mahdollisuutta tai halukkuutta julkisen ostotarjouksen toteuttamiseen yksin. Konsortiotarjouksissa konsortion osapuolet muodostavat usein oman holdingyhtiörakenteen tarjouksen tekemiselle.²⁸ Suomalaisessa markkinakäytännössä julkisten ostotarjousten tekijät ovat usein joko osin tai kokonaan suuria ulkomaalaisia pääomasijoittajia, jotka ovat kykeneviä ostamaan suomalaisia pörssiyrityksiä merkittävällä preemiolla.²⁹ Esimerkiksi Innofactor Oyj:n (Innofactor) ostotarjouksessa tarjouksentekijä Onni Bidco Oy (Onni Bidco) tarjoama tarjousvastike sisälsi 49,3 prosentin preemion verrattuna Innofactorin osakkeen kaupankäyntikurssiin ostotarjousta välittömästi edeltävänä kaupankäyntipäivänä.³⁰

²⁶ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467.

²⁷ Ks. pörssitiedote 24.7.2024. Purmo Groupin ostotarjousprosessissa hallitus ei suositellut korkeampaa tarjousvastiketta sisältä tarjousta, sillä se ei saanut merkittävien osakkeenomistajien tukea.

²⁸ Ks. esim. Innofactor Oyj:n pörssitiedote. 22.7.2024. <https://oam.fi/view/448763?lang=fi> (29.11.2025); Ks. Spa Holdings 3 tarjousasiakirja, kansisivu. Tarjouksentekijöiden ollessa yleensä nimetty tyylillä "[X] BidCo Oy", viittaa sana "BidCo" termiin "*Bidding Company*", joka Suomeksi käännettynä tarkoittaa "*tarjousyhtiötä*".

²⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

³⁰ Onni Bidco tarjousasiakirja, liite C-2–C-3.

2.2 Julkisten ostotarjouksien sääntelystä

2.2.1 Sääntelystä yleisesti

Julkisia ostotarjouksia säännellään Suomen arvopaperimarkkinalainsäädännössä verrattain tarkasti.³¹ Tarkka sääntely on tarpeellista, sillä tarjouksentekijällä ja kohdeyhtiön osakkeiden asemien välillä on ilmeinen epäsuhta, koska kohdeyhtiön osakkeenomistajat ovat julkisesti saatavilla olevan tiedon varassa verrattuna tarjouksentekijään, jolla on sekä resurssit että mahdollisuus saada yhtiöstä tietoa, joita keskivertosijoittajalla ei ole. Lisäksi tarjouksentekijälle on lähes poikkeuksettomasti merkittävästi paremmat taloudelliset resurssit suhteessa muihin osakkeenomistajiin. Tilanne kärjistyy edelleen MBO:issa sekä suuromistajakaupoissa, sillä näissä tarjouksentekijällä on myös erinomainen käsitys kohdeyhtiöstä, sen strategiasta ja taloudellista tilasta.

Julkisia ostotarjouksia koskevaa sääntelyä löytyy myös muun muassa valtiovarainministeriön (VM) asetuksessa tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyt tarjousasiakirjan vastavuoroisesti tunnustamisesta annetun valtiovarainministeriön asetuksen muuttamisesta (173/2024, tarjousasiakirja-asetus), Finanssivalvonnan (Fiva) määräys- ja ohjekokoelmasta (Fiva MOK 9/2013), MAR:sta sekä AML 11:28:ssä viitatussa arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouskoodista.

Yhtiöoikeudessa lähtökohtana on, että osakkeen ostajan ei tarvitse kohdella yhtiön osakkeenomistajia tasapuolisesti – esimerkiksi osakkeesta tarjotun vastikkeen osalta.³² Julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijä ei kuitenkaan saa asettaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia eriarvoiseen asemaan. AML 11:7:ssä säädetään, että tarjouksentekijän on kohdeltava kaikkia kohdeyhtiön osakkeenomistajia tasapuolisesti. Tasapuolisen kohtelun velvoite on ehdoton velvoite, eikä siitä saa poiketa muun muassa tilanteessa, jossa tarjouksentekijänä on kohdeyhtiön merkittävä osakkeenomistaja tai johdon jäsen. Seuraavissa luvuissa käsitellään tarkemmin AML:sta sekä itsesääntelynormistosta löytyviä ostotarjoukseen liittyviä oikeuksia ja velvoitteita, joita on osoitettu sekä tarjouksentekijälle että kohdeyhtiön johdolle ja osakkeenomistajille.

³¹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

³² Ks. myös Pönkä 2012, s. 248.

2.2.2 Arvopaperimarkkinalain sääntely

2.2.2.1 Yleistä arvopaperimarkkinalain sääntelystä

Arvopaperimarkkinalaki on keskeinen arvopaperimarkkinoita koskeva yleislaki. AML:n 1:1:ssä säädetään sen yleisestä soveltamisalasta. AML:ssä säädetään arvopaperien yleisestä liikkeeseen saattamisesta, tiedonantovelvollisuudesta, julkisista ostotarjouksista, sekä arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä että valvonnasta. Toisin sanoen AML:n soveltamisalan piiriin kuuluvat ne osakeyhtiöt, joiden osakkeet ja mahdolliset muut arvopaperit ovat julkisen kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, kuten pörssissä. Lisäksi AML:n eri luvuissa on vielä yksityiskohtaisempia soveltamisalasäännöksiä, jotka täydentävät edellä lausuttua yleistä soveltamisalasäännöstä.

Arvopaperimarkkinalain julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteena on edistää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan muun muassa turvaamalla sijoittajien tiedonsaanti ja keskinäinen tasavertaisuus.³³ Milloin tarjouksentekijä on ryhtynyt ostotarjousprosessiin vapaaehtoisesti, voi tämä varsin vapaasti määrätä muun muassa tarjousvastikkeen suuruuden ja lajin.³⁴ On tärkeää huomata, että vaikka vapaaehtoisilla julkisilla ostotarjouksilla usein pyritään ostamaan kohdeyhtiö pois pörssistä, voi tarjouksentekijä asettaa tarjouksen ehdoissa enimmäismääräksi sellaisen osakkeiden lukumäärän, jonka täytyessä tarjouksentekijällä ei olisi hallussaan OYL 18:1.1:ssä vaadittua yli 9/10:aa kohdeyhtiön liikkeeseen lasketuista osakkeista, jonka nojalla tarjouksentekijä voisi lunastaa ja vastaavasti vähemmistöosakkeenomistajat vaatia osakkeidensa lunastamista.

Keskeisenä tekijänä julkisessa ostotarjouksessa on siinä osakkeenomistajille tarjottu hinta osakkeelta, eli tarjousvastike. Tarjousvastikkeen suuruuden määrittäminen on vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa vapaaehtoista, kun taas AML sääntelee pakollisissa ostotarjouksissa tarjottavaa vastiketta. Kohdeyhtiön hallituksen arvioinnissa tarjousvastikkeen suhteellisuus yhtiön arvoon on keskiössä, kohdeyhtiön hallituksen on lausunnossaan otettava kantaa tarjotun vastikkeen edullisuuteen osakkeenomistajille. Tutkielman myöhemmissä luvuissa tarkastellaan myös sitä, voiko muu kuin korkein tarjous olla yhtiön edun mukainen.³⁵ AML 11:13.2.1:ssä säädetään, että kohdeyhtiön hallituksen on lausunnossaan esitettävä ”*perusteltu arvio*

³³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466–468.

³⁴ Häyrynen – Kajala 2013, s. 291. Vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijä voi asettaa tarjouksen toteuttamiselle ehtoja.

³⁵ Ks. luku 4.5.

tarjouksesta kohdeyhtiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta". Säännöksen sanamuoto on lakea, joten seuraavassa alaluvussa käsiteltävä AMY:n ostotarjouskoodi on merkittävä hallituksen lausunnon valmistelussa huomioon otettava itsesääntelynormisto.

Julkisen ostotarjousprosessin tarkan sääntelyn tarkoituksena on osaltaan myös varmistaa osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun toteutuminen, kuten AML 11:7:ssä vaaditaan. Vaikka tasapuolisen kohtelun velvollisuus on ensi sijassa osoitettu tarjouksentekijälle, valvoo käytännössä Fiva sekä kohdeyhtiön hallitus tämän toteutumista.³⁶ Koska julkisissa ostotarjouksissa kohdeyhtiö on pörssiyhtiö, on tarjouksen vastaanottajat – eli kohdeyhtiön osakkeenomistajat – suuri ja heterogeeninen joukko. Julkisen ostotarjousprosessin tarkahko sääntelevä on hyvin kriittistä eri toimijoiden vastuiden ja velvollisuuksien tunnistamiseksi sekä siksi, että julkisia ostotarjouksia voidaan käytännössä toteuttaa.

Arvopaperimarkkinalaki sisältää myös paljon muita säännöksiä, joita sovelletaan sekä ostotarjousprosessin aikana että muulloin. AML 6–8 luvuissa säännellään tiedonantovelvollisuudesta. Tässä yhteydessä on huomattava, että MAR:n ollessa EU:n säätämä asetus, sen säännökset ovat suoraan sovellettavia kaikissa EU:n jäsenvaltioissa. Sisäpiiritiedon ilmaisemista – jota suuri osa ostotarjouksiin liittyvistä asioista on – säännellään MAR 17 artiklassa. MAR 17 artiklan nojalla pörssiyhtiön on julkaistava sitä koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman pian.³⁷

Pörssiyhtiöillä on niin ikään AML 7 luvussa säädetyn mukaisesti säännöllinen tiedonantovelvollisuus. AML 8 luvussa säännellään muista ja erityisistä tiedonantovelvollisuuksista. Etenkin AML 6 luvun – ja siten myös MAR:n – sekä AML 7 luvun asettamat tiedonantovelvollisuudet ovat hyvin keskeisiä arvopaperimarkkinaoikeudellisia velvoitteita. Pörssiyhtiöiden verrattain laajan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on ennen kaikkea tuottaa sekä nykyisille että potentiaalisille osakkeenomistajille tietoa perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Vastaavasti tiedonantovelvollisuudella pyritään hallitsemaan yhtiön ja sijoittajien välistä informaatioasymmetriaa, joka on omiaan edistämään tehokkaiden

³⁶ On huomattava, että Fiva tarkastaa tarjousasiakirjan ennen sen julkistamista. Fivan ja tarjouksentekijän käymät keskustelut osaltaan ja vähentävät riskiä siitä, että osaa kohdeyhtiön osakkeenomistajista kohdeltaisiin eriarvoisesti.

³⁷ Sisäpiiritiedon määritelmän mukaan sisäpiiritieto on täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti liikkeeseenlaskijaan ja sen julkistamisella olisi todennäköisesti huomattava vaikutus liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon.

arvopaperimarkkinoiden toimintaa.³⁸

2.2.2.2 Tasapuolisen kohtelun vaatimus

Tämän tutkielman kannalta keskeisessä osassa on AML 11:7:ssä säädetty tasapuolisen kohtelun velvoite. Säännöksen mukaan ”[j]ulkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (tasapuolinen kohtelu).” Tasapuolisen kohtelun velvoite on sisällytetty vanhaan arvopaperimarkkinalakiin (495/1989, kumottu, VAML) Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivin 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista (ostotarjousdirektiivi) mukaisesti. VAML 6:2 on sisällöltään identtinen AML 11:7:n kanssa, eikä lainsäätäjän ollut tarkoitus muuttaa säännöksen merkitysisältöä AML:ia säädettäessä.³⁹

Tasapuolisen kohtelun vaatimusta on tarkoitettu tulkittavan laajasti.⁴⁰ Lisäksi ostotarjousdirektiivin 3 artiklan mukaan direktiivin täytäntöönpanemiseksi jäsenvaltioiden on noudatettava muun muassa tasapuolisen kohtelun periaatetta. Lisäksi edellytetään, että kohdeyhtiön hallinto- ja johtaelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä se saa evätä arvopaperien haltijoilta mahdollisuutta tehdä päätöstään tarjousehtojen arvioinnin perusteella.⁴¹

Tasapuolisen kohtelun vaatimus on siis ensi sijassa linkitetty tarjousvastikkeeseen sekä etenkin siihen, että kohdeyhtiön mahdollisesti liikkeeseen laskemista eri osakesarjoista tarjottu vastike on oikeasuhteinen. MBO:issa ja suuromistajakaupoissa tasapuolisen kohtelun vaatimuksen täytyminen ei siten ole keskeisessä osassa. On kuitenkin huomattava, että kaksoisroolitalanteissa, eli tilanteissa, joissa ostotarjouksen tekijä on samanaikaisesti myös suuromistaja tai kohdeyhtiön johdon jäsen, tasapuolisen kohtelun vaatimus ensinnäkin soveltuu sekä voi ajankohtaistua. Tasapuolisen kohtelun vaatimuksen täyttymistä kuitenkin sivutaan myöhemmin luvussa 5.2.

³⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 144. MBO:ihin ja suuromistajakauppoihin liittyvän korostetun informaatioasymmetrian kannalta MAR 17 artikkelissa säädetty sisäpiiritiedon julkaiseminen on hyvin keskeistä.

³⁹ Ks. HE 32/2012 vp, s. 139; ks. myös HE 6/2006 vp, s. 33, jossa todetaan, että tasapuolisen kohtelun velvoitetta ei eksplisiittisesti edellytetty sisällytettävän EU:n jäsenvaltioiden lainsäädäntöön, mutta Suomessa lainsäätäjä on katsonut säännöksen olevan niin perustavanlaatuinen, että on tarkoituksenmukaista toisintaa se kansallisessa lainsäädännössä.

⁴⁰ HE 6/2006 vp, s. 6. Säännöksen perusteluissa ei avata laajan tulkinnan tarkoitusta, mutta sen voidaan katsoa toteutuvan MBO:issa ja suuromistajakaupoissa etenkin vähemmistöosakkeenomistajien suojaksi.

⁴¹ Ks. Fiva MOK 9/2013. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/09_2013/09_2013.m2.pdf (29.11.2025), s. 8–9.

Tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää lisäksi arvioimaan tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien tekemiä sopimuksia ja järjestelyjä, edellyttäen, että tällaisilla sopimuksilla tai järjestelyillä on yhteys ostotarjoukseen. On esimerkiksi mahdollista, että tarjouksentekijä hankkii osakkeita markkinoilta ennen tarjousasiakirjan julkistamista, jolloin huomiota on kiinnitettävä siihen, onko tarjousvastike oikeasuhteinen aiempien, sinänsä erillisten liiketoimien kanssa. Mikäli kuitenkin on todettavissa, että nämä erilliset sopimusjärjestelyt ovat itsenäisiä liiketoimia, ei tarjousvastikkeen suhdetta näihin ole tarvetta verrata. Edellä esitetyn taustalla lienee mahdollisuus siitä, että tarjouksentekijä ostaa markkinoilta kohdeyhtiön osakkeita ennen ostotarjouksen julkistamista parantaakseen asemaansa.⁴² Täten esimerkiksi järjestely, jossa tarjouksentekijän taustalla olevassa konsortiossa toimiva kohdeyhtiön merkittävä osakkeenomistaja myisi osakkeensa tarjouksentekijälle selvään alihintaan tulisi ottaa huomioon tarjousvastiketta määrittäessä. On selvää, että mikäli tarjousvastike poikkeaisi merkittävästi edellä mainitusta järjestelystä, olisi se omiaan rikkomaan tasapuolisen kohtelun velvoitetta. Tällaisten järjestelyn välttämiseksi suuromistajakaupoissa merkittävät osakkeenomistajat antavat usein peruuttamattomia sitoumuksia, joita tarkastellaan tarkemmin luvussa 2.4.2.

2.2.3 Arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouskoodi

Arvopaperimarkkinayhdistys on laatinut ostotarjouskoodin⁴³, jonka tarkoituksena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja luoda menettelytapoja, joita tarjouksentekijät ja kohdeyhtiöt noudattavat ostotarjousprosesseissa. Ostotarjouskoodia on päivitetty viimeksi vuonna 2022, ja sitä edeltävä versio on vuodelta 2014.⁴⁴ Ostotarjouskoodissa esitetyt asiat ovat suositusluontoisia ja on huomattava, että kyseessä on alan itsesääntelynormisto, joka on normihierarkisesti lain tasoisten sääntöjen alapuolella eivätkä siten suoraan velvoittavia.

Ostotarjouskoodiin viitataan AML 11:28.1:ssä, jonka mukaan *”[p]örssi-yhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa [...]”* (korostus lisätty).⁴⁵ Ostotarjouskoodin soveltamista puoltaa myös se, että AML 11:9.2:ssa sekä

⁴² Häyrynen – Kajala 2013, s. 312. Tarjousvastikkeen määrä ja laatu on tarjouksentekijän päätettävissä, toisin kuin pakollisessa julkisessa ostotarjouksessa, jossa tarjousvastikkeen määrä määräytyy AML:n säännösten mukaan.

⁴³ Uusin Ostotarjouskoodi on vuodelta 2022. AMY tarkastelee ja päivittää Ostotarjouskoodia tarvittaessa.

⁴⁴ Ostotarjouskoodi 2022, s. 3.

⁴⁵ Ostotarjouskoodi 2022, s. 6.

11:13.3:ssa säädetään, että sekä tarjouksentekijän että kohdeyhtiön hallituksen on perusteltava, miksi se ei ole noudattanut ostotarjouskoodia. Niin sanotun *comply or explain* -periaatteen mukaisesti sekä tarjouksentekijän että kohdeyhtiön hallituksen on siis aina perusteltava, miksi se on poikennut joko tietystä ostotarjouskoodin suosituksesta tai ei ole lainkaan noudattanut sen suosituksia.⁴⁶

Ostotarjouskoodi antaa ensinnäkin suosituksen hallituksen toimintavelvollisuudesta varteenotettavan yhteydenoton jälkeen. Mikäli hallitus arvioi tarjouksentekijän yhteydenoton olevan vakavasti otettava, sen on arvioitava, mihin toimiin sen on osakkeenomistajien ja yhtiön edun varmistamisen vuoksi ryhdyttävä.⁴⁷ Hallituksen on tällaisia toimia tehdessään erityisesti noudatettava OYL 1:7:ssä säädettyä yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhdenvertaisuusperiaatteen arviointi nousee esille muun muassa siinä tilanteessa, jos kohdeyhtiöllä on erilaisia osakkeita.⁴⁸ Tällöin kohdeyhtiön hallituksen tulee tarkastella, ovatko erilaisista osakkeista ehdotettu alustava tarjousvastike oikeasuhdanteisia keskenään.⁴⁹

Ostotarjouskoodissa myös suositellaan, että kohdeyhtiön hallitus voi etsiä kilpailevia tarjouksia, huomioiden kuitenkin MAR 10 artiklassa säädetyn sisäpiiritiedon laittoman ilmaisemisen kiellon. Hallituksella ei kuitenkaan ole tähän velvollisuutta.⁵⁰ On huomionarvoista kuitenkin pohtia, onko kohdeyhtiön hallituksella korostunut velvollisuus kilpailevan tarjouksen etsimiseen tilanteessa, jossa yhteydenoton tekee, suoraan tai välillisesti, kohdeyhtiön hallituksen jäsen. Tällaisessa tilanteessa voidaan yhtäältä nähdä, että hallitukselle ei suoranaisesti voida asettaa velvoitetta alkaa aktiivisesti etsimään kilpailevaa tarjousta, mutta toisaalta hallituksen on yhä kyettävä objektiivisesti arvioimaan yhteydenoton varteenotettavuutta.

2.3 Management Buyout

2.3.1 Mikä on Management Buyout?

Kohdeyhtiön johdon tekemiä yritysostoja nimitetään MBO:iksi, joka juontaa juurensa englanninkielisestä termistä *management buyout* (MBO). MBO:illa tarkoitetaan yrityksen

⁴⁶ Ks. myös Ostotarjouskoodi 2022, s. 7.

⁴⁷ Ostotarjouskoodi 2022, s. 19.

⁴⁸ Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 20.

⁴⁹ Fiva MOK 9/2013. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/09_2013/09_2013.m2.pdf (29.11.2025), s. 31; ks. myös Ostotarjouskoodi 2022, s. 20. Ostotarjouskoodin mukaan hallituksen tulee huomioida myös tarjotun vastikkeen laatu.

⁵⁰ Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 20.

toimivan johdon tekemiä kauppoja.⁵¹ Viimeaikaisessa suomalaisessa ostotarjouskäytännössä on nähty myös toimivan johdon tekemiä julkisia ostotarjouksia, joten kaksoisroolin kannalta samanaikaisesti tarjouksentekijänä ja toimivan johdon jäsenenä toimivan tahon tekemiä julkisia ostotarjouksia on syytä käsitellä.⁵²

Toimivan johdon, eli yhtiön johtoryhmän, tekemissä julkisissa ostotarjouksissa problematiikka liittyy olennaisesti samaan kuin tilanteissa, joissa kohdeyhtiön hallituksen jäsen on tarjouksentekijä. Täten tässä tutkielmassa MBO:iksi luokitellaan myös sellaiset julkiset ostotarjoukset, joissa kohdeyhtiön hallituksen jäsen on tarjouksentekijä. Edelleen monissa MBO:issa tarjouksentekijä on ollut toimivan johdon jäsenyytensä lisäksi myös kohdeyhtiön hallituksen jäsen, joten MBO:iden perinteisen määritelmän laajentaminen myös hallituksen jäseniin on tässä yhteydessä perusteltu valinta. Perusteluita valinnalle voidaan hakea OYL 1:8:stä, jonka mukaisesti yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus nimittäin käsittävät sekä hallituksen että hallintoneuvoston ja toimitusjohtajan.⁵³ Edelleen tätä rakenteellista valintaa puoltaa se, että toimivan johdon jäsenen merkitys verrattuna kohdeyhtiön hallituksen jäsenen merkitykseen ostotarjoustilanteessa on suhteellisen pieni, sillä kohdeyhtiön hallituksella on huomattavasti laajemmat toimintavelvollisuudet ostotarjoustilanteessa.⁵⁴ Täten myöhemmin esiteltävää sääntelyä ja tarkempaa analyysiä johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta voidaan tutkia niin hallituksen kuin myös toimivan johdon roolista.

2.3.2 Johdon velvollisuudet

Osakeyhtiön johdon määritelmää voidaan hakea ensi sijassa OYL 1:8:stä sekä sen esitöistä. OYL 1:8:ssä säädetään yhtiön johdon velvollisuudesta edistää huolellisesti yhtiön etua. OYL:n esitöiden mukaan yhtiön johdolla tarkoitetaan ensinnäkin yhtiön hallitusta sekä mahdollista hallintoneuvostoa ja toimitusjohtajaa.⁵⁵ Yhtiön johdon eri tahojen velvollisuuksia ja niiden keskinäistä toimivaltasuhdetta säännellään OYL:ssa laaja-alaisesti. Tässä luvussa esitellään etenkin keskeisimmät yhtiön hallituksen sekä mahdollisen toimitusjohtajan velvollisuudet. Tutkielman kannalta etenkin myöhemmin tarkemmin tarkasteltava OYL 1:8 on merkittävä, mutta sekä hallituksen että toimitusjohtajan keskeisten velvollisuuksien avaaminen pyrkii

⁵¹ Toimiva johto tarkoittaa tavanomaisesti yhtiön johtoryhmää, eikä esimerkiksi yhtiön hallitusta.

⁵² Onni Bidco tarjousasiakirja, kansisivu. Tarjouksentekijän omisti konsortio, jossa Innofactorin perustaja, toimitusjohtaja ja merkittävä osakkeenomistaja Sami Ensio oli mukana.

⁵³ HE 109/2005 vp, s. 40.

⁵⁴ Hallituksen toimintavelvollisuuksista ostotarjoustilanteesta ks. luku 4.

⁵⁵ HE 109/2005 vp, s. 40.

selventämään näiden toimielinten merkitystä osakeyhtiössä.

Osakeyhtiön hallitus vastaa OYL 6:2.1:n mukaisesti yhtiön hallinnosta ja yhtiön toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Osakeyhtiön hallitus on yhtiökokouksen ohella yksittäinen eniten päätösvaltaa omaava toimielin, sillä hallitus oman toimivaltansa ohella antaa ohjeita toimitusjohtajalle, mikäli yhtiöllä tällainen on. Hallituksen niin sanottu yleistoimivalta kattaa siis kaiken toimivallan, jota ei OYL:ssa erikseen ole määrätty joko yhtiökokoukselle, hallintoneuvostolle tai toimitusjohtajalle.⁵⁶

Osakeyhtiön hallituksen toiminta käsittää muun muassa tilinpäätöksen hyväksymisen sekä osingonjakoehdotuksen laatimisen.⁵⁷ Niin ikään osakeyhtiön merkittävintä päätösvaltaa käyttävä toimielin – yhtiökokous – voi valtuuttaa hallituksen tekemään tiettyjä toimia puolestaan. Pörssi-yhtiön hallitukselle tavanomaisesti myönnetään osakeyhtiön varsinaisessa yhtiökokouksessa muun muassa osakeantivaltuus, jonka nojalla hallitus voi päättää uusien osakkeiden liikkeeseenlaskusta, mikäli sille on yhtiön kannalta liiketoiminnallinen peruste. Hallitukselle saatetaan myöntää myös valtuudet omien osakkeiden takaisinostoon markkinoilta.⁵⁸

Osakeyhtiön toimitusjohtajan oikeudet ja velvollisuudet eivät ole yhtä merkittäviä kuin yhtiön hallituksella. OYL 6:25:n mukaisesti toimitusjohtajan edustamisoikeus koskee vain toimitusjohtajan yleistoimivallan mukaisia toimia. Toimitusjohtajan yleistoimivalta ja siten edustamisoikeus kohdistuu yhtiön juoksevien asioiden hoitamiseen. Toimitusjohtajalla on oikeus poikkeuksellisesti edustaa yhtiötä myös sen toimivallan ylittävissä asioissa, jos hallituksen päätöstä ei voida odottaa ja päätöksen tekemättömyys aiheuttaisi olennaista haittaa yhtiön toiminnalle.⁵⁹ Sillä toimitusjohtajan velvollisuudet koskevat pitkälti yhtiön päivittäistä toimintaa, ei toimitusjohtajan rooli ostotarjoustilanteessa ole juurikaan merkityksellinen. Tästä syystä myöhemmin tässä tutkielmassa keskitytään käsittelemään yksinomaan kohdeyhtiön hallituksen toimintaa sekä sen velvollisuuksia ostotarjoustilanteissa, joissa tarjouksentekijä on samanaikaisesti joko kohdeyhtiön johdon jäsen, suuromistaja tai kumpikin näistä.

Osakeyhtiöllä voi lisäksi olla OYL 6:21:n perusteella hallintoneuvosto. Hallintoneuvostosta tulee määrätä yhtiön yhtiöjärjestyksessä. Hallintoneuvoston tehtäviin kuuluu yhtiön hallinnon valvonta

⁵⁶ Villa 2025, s. 59.

⁵⁷ Olettaen, että osinkoa halutaan jakaa viimeksi päättyneeltä tilikaudelta. Vastaavasti mikäli osinkoa ei ehdoteta jaettavaksi, on hallituksen ilmoitettava tämä.

⁵⁸ Omien osakkeiden takaisinoston ongelmallisuudesta MBO:issa ja suuromistajakaupoissa ks. luku 2.3.3.

⁵⁹ Ks. Villa 2025, s. 145.

OYL 6:21:n mukaisesti. Hallintoneuvoston tehtäviin voi kuulua esimerkiksi hallituksen jäsenten valinta, jolloin yhtiökokous valitsee vuosittain hallintoneuvoston jäsenet. Hallintoneuvostossa olevat tahot eivät kuitenkaan vastaavasti toteuta aktiivisesti yhtiön kannalta keskeisiä toimia, sillä sen tarkoitus on edellä todetun mukaisesti valvoa yhtiön hallintoa. Tämän vuoksi hallintoneuvoston jäsenten roolia ja merkitystä ostotarjoustilanteessa ei ole tarpeellista käsitellä laajemmin. Hallintoneuvosto ei kuitenkaan saa laajempaa merkitystä aiheen kannalta, sillä hallintoneuvoston olemassaolo suomalaisissa pörssiyrityksissä on harvinaista.⁶⁰

2.3.3 Omien osakkeiden takaisinosto

”Omien osakkeiden hankkiminen yhtiölle on aina poikkeuksellinen toimenpide. Kun osakkeita hankitaan vain joiltakin osakkeenomistajilta, päätös herkästi loukkaa yhdenvertaisuuden periaatetta.”⁶¹

Julkisissa osakeyrityksissä on tavanomaista, että yhtiökokous myöntää hallitukselle valtuutuksen omien osakkeiden hankintaan markkinoilta. Julkisella osakeyrityksellä saa olla OYL 15:11.1:n mukaisesti enintään kymmenen prosenttia omia osakkeita hallussaan. Sanottu säännös kattaa myös yhtiön tytäryhtiöt sekä panttina olevat osakkeet. Kymmenen prosentin osuus on kuitenkin verrattain merkittävä. Tällaisen osuuden myyminen tarjouksentekijälle julkisen ostotarjouksen yhteydessä kertoo ensinnäkin siitä, että kohdeyritykselle katsotaan olevan yhtiön edun mukainen – joskin tällaisessa tilanteessa tämä ilmenee myös AML 11:13 mukaisesta hallituksen lausunnosta. Toisaalta on arvioitava, miten ostotarjouksen tekijänä toimiva hallituksen jäsen on osallistunut sekä valtuutuksen antamiseen osakkeenomistajan kapasiteetissaan että omien osakkeiden hankintaa koskevaan päätöksentekoon. Tilannetta hankaloittaa edelleen se, että omien osakkeiden takaisinosto voidaan toteuttaa MAR 5(2) artiklan nojalla muun muassa osakeoptio-ohjelmien toteuttamista varten (*safe harbour* -sääntö).⁶²

Edellä esitetty ongelmallinen skenaario johtaa ajatukseen, että tilanteessa, jossa hallituksen jäsen on osakkeenomistajan kapasiteetissaan suunnitellut julkisen ostotarjouksen tekemistä, olisi hänen suotavaa pidättäytyä myös omien osakkeiden takaisinostojen koskevasta

⁶⁰ Hallinnointikoodi 2025, s. 9.

⁶¹ Immonen 2022, s. 410. Immonen viittaa tässä omien osakkeiden takaisinostoihin vain tietyiltä osakkeenomistajilta, mutta korostaa, että omien osakkeiden takaisinosto markkinoilta on poikkeuksellinen toimenpide.

⁶² Omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmista MAR 5 artiklan nojalla ks. Finanssivalvonta, Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen muutoksia 4.12.2024 alkaen: omien osakkeiden turvasatamakaupat ja johdon liiketoimet. 28.11.2024. <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2024/markkinoiden-vaarinkayttoasetukseen-muutoksia-4.12.2024-alkaen-omien-osakkeiden-turvasatamakaupat-ja-johdon-liiketoimet> (25.2.2026), kohta Mikä on turvasatamakauppa?

päätöksenteosta. Tätä kantaa puoltaa niin yleinen OYL:n esteellisyysäännös etenkin tilanteissa, jossa hallituksen jäsenille myönnettäisiin osakeoptioita kuin myös se tosiasia, että omien osakkeiden takaisinosto – ainakin suurissa määrin – vaikuttaa yhtiön mahdollisuuksiin vaikuttaa ostotarjouksen toteutumiseen jo ennakkollisesti. Mikäli käsillä olisi tilanne, jossa kohdeyhtiön hallituksen riippumattomat jäsenet eivät suosittelle ostotarjousta eikä osakeoptio-ohjelmia perusteta kyseiselle hallituksen jäsenelle, on hän luonnollisesti kykenevä käsittelemään takaisinostoa koskevia kysymyksiä.

Johtopäätöksenä omien osakkeiden takaisinostosta voidaan todeta, että hallituksen ei ole suotavaa toteuttaa omien osakkeiden takaisinostoa ostotarjousprosessin ollessa käynnissä. Etenkin suuromistajakaupoissa ja MBO:issa tällainen toiminta herättäisi kysymyksiä siitä, kenen etua hallitus ajaa.⁶³ Edelleen voidaan mainita, että suuromistajakaupassa sanottu merkittävä osakkeenomistaja on voinut valita hallituksen jäsenet, jotka omien osakkeiden takaisinostolla merkittävästi auttaisivat tarjouksentekijän tarjouksen toteutumista. Tämä luonnollisesti edellyttäisi, että yhtiö sittemmin suostuisi myymään ostamansa osakkeet ostotarjouksen tekijälle sen ehtojen mukaisesti.⁶⁴ Vastaavasti MBO:issa omien osakkeiden takaisinosto edellä mainitun safe harbour -säännön nojalla voidaan nähdä ongelmalliseksi. Lähtökohtaisesti yhtiön johdon hyväksi perustetut kannustinohjelmat ovat sallittuja, mutta tilanne monimutkaistuu johdon jäsenen toimiessa tarjouksentekijänä. Tällaisessa tilanteessa lienee perusteltua esittää, että hallitus välillisesti edistäisi nimenomaisesti toimivan johdon jäsenen asemaa, sillä tarjouksentekijänä toimiva johdon jäsen saisi tällaisen osakeperusteisen kannustinohjelman nojalla haltuunsa osakkeita, joita hän voisi myydä tarjouksentekijälle ostotarjouksen yhteydessä.

Voidaan myös kysyä, onko kohdeyhtiön hallituksen sallittua toteuttaa omien osakkeiden takaisinostoja heille annetun valtuutuksen perusteella tilanteessa, jossa on todennäköistä, että kohdeyhtiöstä tullaan tekemään julkinen ostotarjous. Hallitukselle muodostuu sisäpiiritietoa tilanteessa, jossa voidaan pitää todennäköisenä, että ostotarjous toteutetaan. Täten voidaan todeta, että hallitus ei voi toteuttaa omien osakkeiden takaisinostoja silloin, kun sillä on sisäpiiritietoa.⁶⁵

⁶³ Kohdeyhtiön hallituksen opportunistinen käyttäytyminen on keskeinen osa päämies-agentti-teoriaa. Ks. tarkemmin luku 3.3.1.

⁶⁴ Ongelmallista tässä esimerkissä on myös se, että mikäli takaisinostot toteutetaan MAR:n safe harbour -säännön nojalla, on kyseenalaistettava voiko kohdeyhtiö myydä nämä osakkeet tarjouksentekijälle – siltä osin, kun näitä osakkeita ei ole vielä myönnetty sille johdon jäsenelle, jonka hyväksi osakeperusteinen kannustinjärjestelmä on perustettu.

⁶⁵ Vastaavasti kohdeyhtiön hallituksen tulisi keskeyttää mahdollinen voimassa oleva takaisinosto-ohjelma, sillä kunkin kaupankäyntipäivän takaisinostotoimeksiannot ovat itsenäisiä toimeksiantoja.

2.4 Suuromistajakauppa

2.4.1 Yleisesti suuromistajakaupoista

Tässä luvussa käsitellään suuromistajakauppojen määritelmää sekä viime vuosina korostuvissa määrin esiintyneitä merkittävien osakkeenomistajien antamia sitoumuksia hyväksyä tarjouksentekijän tarjous. Luvun tavoitteena on selvittää mitä suuromistajakaupalla tarkoitetaan, mikä merkitys merkittävän osakkeenomistajan antamalla sitoumuksella on niin yhtiön edun ja siten osakkeenomistajien edun kannalta sekä minkälaisen vaikutuksen suuromistajan peruuttamattomalla sitoumuksella on potentiaaliin kilpaileviin ostotarjouksiin. Luvun lopussa käsitellään hiljattain WithSecuresta tehtyä ostotarjousta, jossa tarjouksentekijänä toimivan konsortion taustalla oli muun muassa kohdeyhtiön perustaja, hallituksen puheenjohtaja ja merkittävä osakkeenomistaja.

Suuromistajakaupalla tarkoitetaan edellä todetusti julkista ostotarjousta, jossa tarjouksentekijä on suurin osakkeenomistaja yhtiössä hetkellä ennen ostotarjouksen julkistamista – ja vaihtoehtoisesti konsortiotarjouksessa yksi tarjouksentekijöistä on edellä mainittu taho. Viimeaikaisessa ostotarjouskäytännössä suuromistajien toteuttamat julkiset ostotarjoukset ovat kasvaneet.⁶⁶ Tässä tutkielmassa suuromistajalla, suurosakkeenomistajalla ja määräysvaltaosakkeenomistajalla tarkoitetaan tahoja, jolla on kirjanpitolain (1336/1997, KPL) 1:5.1:n mukainen määräysvalta yhtiössä.

Julkisten ostotarjousten tavoitteena on usein ostaa kaikki kohdeyhtiön osakkeet ja siten poistaa se pörssistä. Koska OYL 18 luvun mukainen vähemmistöosakkeiden lunastusmenettely edellyttää, että lunastajalla on hallussaan yli yhdeksän kymmenesosaa kohdeyhtiön liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista, voi tarjouksen tekevä osakkeenomistaja, jolla on hallussaan 10 prosenttia tai enemmän estää kilpailevat ostotarjoukset jokseenkin tehokkaasti. Kilpailevan ostotarjouksen estäminen ilmentää kysymystä hyvän arvopaperimarkkinatavan toteutumisesta. Seuraavassa luvussa käsitellään suurimpien osakkeenomistajien sitoumusten hyväksyttävyyttä ja merkittävyyttä etenkin kilpailevien ostotarjousten osalta. Luvussa tarkastellaan myös suomalaisessa ostotarjouskäytännössä annettuja peruuttamattomia sitoumuksia sekä sellaisia sitoumuksia, jotka ovat tietyin ehdoin peruutettavissa.

⁶⁶ Ks. esim. Diana BidCo tarjousasiakirja, kansisivu, jossa tarjouksentekijänä toimii yhtiön suurin osakkeenomistaja. Ks. myös Onni Bidco tarjousasiakirja, kansisivu.

2.4.2 Suurimpien osakkeenomistajien antamat sitoumukset

2.4.2.1 Yleistä suurimpien osakkeenomistajien antamista sitoumuksista

Suurimmilla osakkeenomistajilla, jotka toimivat samalla tarjouksentekijöinä, on intressi edistää oman tarjouksensa edistämistä. Vastaavasti tällaisen tahon intressissä on myös, että kohdeyhtiöstä ei tehdä kilpailevaa ostotarjousta, sillä tämä edellyttää verrattain nopeaa toimintaa alkuperäiseltä tarjouksentekijältä liittyen mahdolliseen oikaistuun tarjoukseen. Edelleen kilpailevan tarjouksen tilanteessa merkittävän osakkeenomistajan tarjouksen toteutumismahdollisuudet pienenevät, sillä kilpailevan ostotarjouksen tekijä usein nostaa tarjousvastiketta, joka on omiaan edistämään sijoittajien intressiä hyväksyä tämä korkeampi tarjous.

Nykyisin voimassa olevaa AML:ia säädettäessä on todettu sijoittajansuojan kannalta tärkeäksi, että kohdeyhtiön osakkeenomistajilla on oikeus peruuttaa ostotarjouksen hyväksyntä tarjouksen voimassaoloaikana.⁶⁷ AML 11:16:ssä säädetään ostotarjouksen hyväksymisen sitovuudesta. Sanotun säännöksen mukaan ”*[j]os ehdollisen ostotarjouksen tekijä on varannut itselleen oikeuden luopua joistakin ostotarjouksen toteuttamiselle asetetuista ehdoista tai muuttaa niitä, ostotarjouksen hyväksyneet kohdeyhtiön arvopaperien haltijat voivat perua hyväksymisensä ostotarjouksen voimassaoloaikana, kunnes ostotarjouksen tekijä on julkistanut kaikkien ostotarjouksen ehtojen täyttyneen tai luopuneensa vaatimasta niiden täyttymistä.*”

Julkiset ostotarjoukset ovat tavanomaisesti ehdollisia useammalle seikalle, kuten tietyn hyväksynnän saamiselle.⁶⁸ Kuten on todettu, julkisen ostotarjouksen tekijä usein tavoittelee yli 90 prosentin osuutta kohdeyhtiön kaikista liikkeeseen lasketuista osakkeista, sillä yli 90 prosentin osuudella tarjouksentekijä voi lunastaa vähemmistöosakkeet OYL 18 luvun mukaisessa lunastusmenettelyssä ja täten myös poistaa kohdeyhtiön osakkeet julkisesta kaupankäynnistä. Julkisen ostotarjouksen ehdollisuus mahdollistaa siis sekä tarjouksentekijälle että osakkeenomistajille vapauksia omien tavoitteiden edistämiseen. Edelleen muiden osakkeenomistajien kohdalla AML 11:16:n tavoitteen voidaan katsoa toteutuvan, sillä osakkeenomistajilla on oikeus peruuttaa hyväksyntänsä.

Suomistajakauppojen yhteydessä on tavanomaista, että suurimmat osakkeenomistajat

⁶⁷ HE 32/2012 vp, s. 55.

⁶⁸ Ks. esim. Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-3.

antavat sitoumuksia omistuksiansa myymiselle.⁶⁹ Tämä johtuu etenkin siitä, että ostotarjouksen onnistumisen todennäköisyys on omiaan nousemaan tilanteessa, jossa tarjous saa merkittävän tai merkittävien osakkeenomistajien tuen. Merkittävän osakkeenomistajan tuen saamisen vaikutus ostotarjouksen onnistumiseen on johdettavissa hallituksen lausunnosta. Kohdeyhtiön osakkeenomistajat tavanomaisesti toimivat hallituksen lausunnon suosituksen mukaisesti. Kohdeyhtiöiden hallitukset ovat jopa suositelleet alemman tarjousvastikkeen sisältävää ostotarjousta, sillä tällaisella tarjouksella on suurten osakkeenomistajien tuki.⁷⁰ Täten merkittävän osakkeenomistajan peruuttamattoman – tai tiettyjä ehtoja sisältä – sitoumus hyväksyä tarjous vaikuttaa ilmeisesti hallituksen arvioon siitä, onko tarjouksen toteutuminen todennäköistä.

Merkittävien osakkeenomistajien antamilla sitoumuksilla voidaan osaltaan myös heikentää kilpailevien ostotarjousten mahdollisuutta. Kysymys siitä, millaisella omistusosuudella osakkeenomistaja – ja konsortiotarjouksessa osakkeenomistajat – voivat tosiasiassa estää kilpailevat ostotarjoukset? Asiaa on sivuttu KKO:n ratkaisussa KKO:2025:94, jossa asiantuntijalausunnon esittänyt taho on katsonut, että hieman yli 30 prosentin omistusosuus ei vielä toimi kilpailevan ostotarjouksen esteenä. Vastaavasti sama asiantuntija esitti, että kilpailevan ostotarjouksen este on käsillä tilanteessa, jossa peruuttamattoman sitoumuksen on antanut taho tai tahot, joilla on hallussaan yli puolet kohdeyhtiön osakekannasta.⁷¹ Nähdäkseni lausuttu 50 prosentin omistusosuus estää kilpailevat ostotarjoukset tehokkaasti, mutta vastaava vaikutus voidaan saavuttaa myös matalammalla osakeomistuksella. Suuromistajakaupoissa sekä ostajana että myyjänä toimivalla taholla on korostunut intressi peruuttamattoman sitoumuksen antamiseen, sillä hänellä tarjouksentekijänä on tosiasiallinen intressi pyrkiä estämään kilpailevat ostotarjoukset. Edelleen mikäli merkittävällä osakkeenomistajalla on hallussaan yli yksi kolmasosa kohdeyhtiön osakkeista, on hänen sitoumuksensa myydä osakkeensa tietylle tarjouksentekijälle ostotarjouksen yhteydessä edistämään kyseisen tarjouksen toteuttamismahdollisuuksia. Tällaisen sitoumuksen voi olla myös – kuten jäljempänä luvussa 4.5 esitetään – merkittäviä vaikutuksia kohdeyhtiön hallituksen arvioon ostotarjouksesta ja sen suosittelusta.

Tässä tutkielmassa käsiteltävissä tyyppitilanteissa suurosakkeenomistaja on myös

⁶⁹ Ks. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025. Ratkaisusuosituksessa Arvopaperimarkkinayhdistyksen Ostotarjouslautakunnalta on pyydetty suositusta hyvästä arvopaperimarkkinatavasta konsortiotarjouksissa.

⁷⁰ Ks. esim. Pörssitiedote 24.7.2024.

⁷¹ Ks. KKO:2025:94, perustelukohta 33, jossa todetaan, että lausunnon aikana tarjouksentekijällä oli hallussaan noin 31 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista.

tarjouksentekijä, mutta tarjouksentekijä saattaa pyrkiä keskustelemaan myös muiden suurten osakkeenomistajien – kuten eläkevakuutusyhtiöiden – kanssa tarjouksen ehdoista ja sanottujen osakkeenomistajien kiinnostuksesta hyväksyä tarjous.⁷² MAR 11(2) artiklassa säädetään markkinoiden tunnustelusta, jonka mukaisesti liiketoimesta, joka ei vielä ole julkinen, voidaan käydä tietyissä tyyppitilanteissa keskustelua, jos tällaisen tiedon ilmaiseminen kolmannelle on tarpeellista tämän kannan muodostamiseksi.⁷³ Merkittävien osakkeenomistajien – etenkin institutionaalisten sijoittajien – sitoumukset tai kiinnostuksenosoitukset edistävät sanotun tarjouksentekijän ostotarjouksen toteutumista, sillä tällaiset sitoumukset osoittavat myös sekä yksityissijoittajille että muille pienemmille sijoittajille sen, että ostotarjous on edullinen osakkeenomistajien näkökulmasta. Lienee perusteltua esittää, että tarjouksentekijän itsensä antamalla sitoumuksella ei ole vastaavaa vaikutusta, vaan kyse on ennemmin merkittävän osakeomistuksen hyödyntämisestä ja tarjouksentekijän oman edun edistämisestä.

Osakkeenomistajien antamat sitoumukset voidaan ylätasolle lajitella kolmeen eri luokkaan. Ensinnäkin osakkeenomistaja voi antaa sitoumuksen, jossa hän ilmoittaa myyvänsä kohdeyhtiön osakkeensa tarjouksentekijälle, mutta pidättää itselleen oikeuden peruuttaa sitoumuksen kilpailevan ostotarjouksen tilanteessa (*soft irrevocable*). Toiseksi osakkeenomistaja voi antaa myös niin sanotun peruuttamattoman sitoumuksen (*irrevocable undertaking*), jossa osakkeenomistaja sitoutuu myymään kohdeyhtiön osakkeensa tarjouksentekijälle ilman, että osakkeenomistajalla on oikeutta peruuttaa suostumustaan esimerkiksi kilpailevan tarjouksen julkistamisen myötä.⁷⁴ Osakkeenomistajien antamien sitoumusten muotoa tai sisältöä ei säännellä erikseen, joten niihin sovelletaan yleisiä sopimusoikeudellisia oppeja. Täten osakkeenomistajan sitoumuksen ehdot ovat täysin osapuolten sovittavissa. Seuraavassa luvussa käsiteltävissä esimerkkitilanteissa voidaan huomata, että suuromistajakauppojen yhteydessä annetut sitoumukset ovat tavanomaisesti joko peruuttamattomia tai sellaiseksi mielletäviä, mutta kuitenkin joissain ennalta määritellyissä tilanteissa – kuten tietyn raja-arvon ylittävissä kilpailevissa tarjouksissa –peruutettavia (*semi-hard irrevocable*).⁷⁵

WithSecure Oyj:n (WithSecure) ostotarjousprosessissa kohdeyhtiön suurin osakkeenomistaja ja hallituksen puheenjohtaja *Risto Siilasmaa* oli antanut lähes peruuttamattoman sitoumuksen myydä omistuksensa Diana BidCo Oy:lle (Diana BidCo), tietyn tarjousasiakirjasta ilmenevin

⁷² Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 562.

⁷³ Tarjouksentekijän on kuitenkin oltava huolellinen ilmaistessaan sisäpiiritietoa kolmannelle markkinoiden tunnustelusäännösten nojalla.

⁷⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 563.

⁷⁵ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 563.

rajoituksin.⁷⁶ Vastaavasti Onni Bidco:n tekemässä ostotarjouksessa kaikista Innofactorin liikkeeseen lasketuista osakkeista Innofactorin perustaja, hallituksen jäsen ja toimitusjohtaja *Sami Ension* antoi sitoumuksen, jossa hän sitoutui myymään osakkeensa Onni Bidcolle, paitsi silloin, jos kilpaileva julkinen ostotarjous julkistetaan Innofactorin osakkeista, ja tällaisen tarjouksen mukainen vastike on vähintään 100 prosenttia korkeampi Onni Bidco:n tekemään tarjoukseen verrattuna.⁷⁷

Vaikka edellä esitetystä Ension antamasta sitoumuksessa on annettu oikeus sitoumuksen peruutukselle, voidaan se käytännössä katsoa peruuttamattomaksi sitoumuksiksi, kuten asiaa käsittelevän alakohdan otsikossakin on kuvattu.⁷⁸ Sitoumuksen peruuttamaton luonne johtuu siitä, että vaikka julkisiin ostotarjouksiin sisältyy verrattain usein preemio suhteessa kohdeyhtiön kaupankäyntikurssiin ennen tarjouksen julkistamista, ei ole realistista todeta, että kohdeyhtiöstä julkistettaisiin kilpaileva ostotarjous, jonka tarjousvastike olisi yli kaksinkertainen suhteessa aiemmin julkistettuun tarjoukseen.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen Ostotarjouslautakunta on antanut ratkaisusuosituksen hyvästä arvopaperimarkkinatavasta konsortiotarjouksissa WithSecuresta tehdyn julkisen ostotarjouksen osalta. Tarkemmin käsiteltynä Ostotarjouslautakunnalta pyydettiin ratkaisusuositusta siihen, voiko kohdeyhtiön suurin osakkeenomistaja antaa ehdottoman tai ehdollisen sitoumuksen myydä osakkeensa tarjouksentekijälle. WithSecuren tapauksessa on huomattava, että Siilasmaa on myös WithSecuren hallituksen puheenjohtaja.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen Ostotarjouslautakunta on ratkaisusuosituksessaan todennut, että suurimman osakkeenomistajan tekemä ehdollinen tai ehdoton sitoumus luovuttaa osakkeensa tarjouksentekijälle ei lähtökohtaisesti ole ongelmallista. AMY korostaa, että mikäli suuromistaja voi tosiasiallisesti estää kilpailevat ostotarjoukset, on hallituksella korostunut velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen ratkaisuun. Hallituksen tulee myös AML 11:13 mukaisessa lausunnossaan korostuneesti perustella ne toimenpiteet, joihin se on ryhtynyt tarjouksen arvioinnissa ja yhtiölle parhaan ratkaisun etsimisessä.⁷⁹

Luonnollisesti on selvää, että tarjouksentekijä, joka toimii kohdeyhtiön hallituksessa, on esteellinen käsittelemään kaikkia ostotarjoukseen liittyviä seikkoja hallitusroolissaan. Tämä on

⁷⁶ Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-3. Tarkemmin Siilasmaan sitoumuksen merkityksestä ks. luku 2.4.2.1.

⁷⁷ Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 24; Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 4.

⁷⁸ Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 4.

⁷⁹ Ks. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025. <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2025/08/ratkaisusuositus-2025-01.pdf> (12.1.2026), s. 6.

johdettavissa sekä OYL 6:4:stä että 6:4a:stä. Sitoumusten antamisessa on kuitenkin kyse hallituksen jäsenen oikeudesta määrätä hänen määräysvaltapiiirissään olevista osakkeista, jotka hän joko aikoo tai ei aio luovuttaa tarjouksentekijälle ostotarjouksen yhteydessä. AMY on tältä osin varsin uskottavasti todennut, että suuosakkeenomistajan rooli kohdeyhtiön hallituksessa ei voi rajoittaa hänen määräysvaltaansa, eikä sitoumuksen antamista voida muutoinkaan katsoa hallituksen jäsenen lojaliteettivelvollisuutta rikkovaksi.⁸⁰

2.4.3 Suuromistajakaupan ongelmakohtia

Suuromistajakaupat voidaan nähdä ongelmallisina tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta. Tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta läpinäkyvyys on korosteisessa asemassa. Esimerkiksi pörssinoteeratuilla yhtiöillä on AML:n ja MAR:n perusteella jatkuva tiedonantovelvollisuus. MAR 17 artiklan mukaisesti pörssiyhtiön on julkaistava sitä koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman pian. Pörssiyhtiön on varmistettava, että sisäpiiritieto julkistetaan tavalla, jolla yleisöllä on nopea pääsy tietoon ja että yleisö voi arvioida tietoa perusteellisesti, asianmukaisesti ja oikea-aikaisesti. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiön tulee tiedottaa sisäpiiritiedosta nopeasti, ja tiedotteen tulee sisältää kaikki kyseiseen sisäpiiritietoon liittyvät seikat.

Sisäpiiritiedon määritelmän mukaan sisäpiiritieto on täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti liikkeeseenlaskijaan ja sen julkistamisella olisi todennäköisesti huomattava vaikutus liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. MAR on keskeinen säädös tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta. On selvää, että pörssiyhtiön liikkeeseen laskemiin osakkeisiin kohdistuva julkinen ostotarjous on sisäpiiritietoa, sillä se on täsmällistä ja sen julkistamisen myötä se vaikuttaa huomattavasti kohdeyhtiön osakkeen arvoon. Suuromistajan tai kohdeyhtiön hallituksen jäsenen tekemä julkinen ostotarjous on ongelmallinen ensinnäkin siitä syystä, että tarjouksentekijällä on parempi tietoisuus tarjouksen julkistamisen todennäköisyydestä ja sen ehdoista. Samanaikaisesti tällainen tieto on kohdeyhtiön hallituksella, vaikkakin tarjouksentekijänä mahdollisesti toimiva hallituksen jäsen on edellä esitetyn perusteella esteellinen käsittelemään asiaa.

Toisekseen suuromistajakaupat saattavat olla ongelmallisia edellä esitettyjen

⁸⁰ Ks. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025. <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2025/08/ratkaisusuositus-2025-01.pdf> (12.1.2026), s. 8. Määräysvaltaperiaate on vahva esineoikeudellinen periaate, joka ilmenee muun muassa OYL 1:4:ssä säädettyinä osakkeiden vapaan luovutettavuuden periaatteena. Vastakkainen ratkaisusuositus rikkoisi varsin ilmeisesti osakkeiden vapaata luovutettavuutta.

peruuttamattomien sitoumuksien kannalta. Sillä vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen tekijä usein asettaa ehdoksi tietyn prosentuaalisen osuuden haltuun saamisen kohdeyhtiön osakekannasta, voi merkittävä osakkeenomistaja tehokkaasti estää tällaisen tarjouksen toteutumisen omistuksensa perusteella. Vastaavasti suuromistajan tehdessä itse ostotarjouksen on hänellä mahdollisuus vaikuttaa kohdeyhtiön hallituksen arvioon hänen ostotarjouksestaan, sillä kilpailevien ostotarjousten toteutumisedellytykset ovat heikot.

Kuten edellä⁸¹ on todettu, WithSecuresta on hiljattain tehty julkinen ostotarjous. Merkityksellistä WithSecuren ostotarjouksessa on, että sen yhteydessä AMY:n ostotarjouslautakunta lausui peruuttamattomista sitoumuksista konsortiotarjouksissa ensimmäisen kerran.⁸² Ostotarjousta varten CVC Capital Partners plc (CVC) ja WithSecuren perustaja sekä hallituksen jäsen Risto Siilasmaa ovat muodostaneet AML 11:5:ssä tarkoitetun konsortion.⁸³ Tämän konsortion jäsenet ovat tehneet yhteistarjous sopimuksen, jonka nojalla konsortion osapuolet sitoutuvat tekemään yhteistyötä ostotarjouksen yhteydessä.⁸⁴ Ostotarjouksen tekijänä toimii Diana BidCo, jonka välillisenä emoyhtiönä toimii Diana TopCo Lux S.á r.l. (Diana TopCo), jonka omistaa CVC. Tarjouksentekijä on todennut olevan odotettavissa, että ostotarjouksen toteuttamisen jälkeen CVC omistaa Diana TopCo:sta noin 73 prosenttia ja Siilasmaa 27 prosenttia, joko suoraan tai välillisesti hänen omistamiensa erillisten yhtiöiden käteissijoitusten kautta.⁸⁵

Tapaukseen liittyy monia suuromistajakaupalle tyypillisiä piirteitä. Siilasmaalla oli ostotarjousprosessissa monialainen liityntä, sillä hän toimi sekä myyjänä, ostotarjouksen tekijänä että kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä.⁸⁶ Ostotarjoukseen sisältyi myös merkittävä, 72,1 prosentin premio verrattuna ostotarjouksen julkistamista edeltäneen päivän kaupankäyntikurssiin ja 94 prosentin premio verrattuna WithSecuren osakkeen painotettuun keskihintaan 12 kuukauden ajalta ennen ostotarjouksen julkistamista.⁸⁷

⁸¹ Ks. luku 2.4.2.

⁸² Sivuhuomiona mainittakoon, että merkittävät osakkeenomistajat ovat usein antaneet peruuttamattomia – tai hyvin tiukkoja ehtoja sisältäviä – sitoumuksia, joista AMY:n ostotarjouslautakunta ei lausunut. Mielenkiintoista on, miksi WithSecuren ostotarjouksen yhteydessä tarjouksentekijä katsoi tarpeelliseksi lausunnon pyytämisen?

⁸³ Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 1. Konsortiolla tarkoitetaan AML 11:5:ssä säädetystä yhdessä tuumin toimivia tahoja, jotka sopimuksen tai muun toimen perusteella toimivat yhteistyössä osakkeenomistajan, kohdeyhtiön tai tarjouksentekijän kanssa tarkoituksenaan käyttää tai hankkia merkittävää vaikutusvaltaa kohdeyhtiössä tai estää julkisen ostotarjouksen toteutuminen.

⁸⁴ Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 26.

⁸⁵ Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 1.

⁸⁶ Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 26. Risto Siilasmaa omisti 34,18 prosenttia WithSecuren osakkeista tarjousasiakirjan päivämääränä.

⁸⁷ Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-3.

WithSecuren hallitus suositteli 15.8.2025 päivätyllä lausunnollaan Diana BidCo:n ostotarjousta WithSecuren osakkeenomistajille.⁸⁸ Hallituksen lausunnossa on korostettu, että WithSecuren hallitus on vertaillut sen kyvykkyyttä jatkaa itsenäisenä pörssiyhtiönä ja Diana BidCo:n tarjouksen toteutumisedellytyksiä. WithSecuren hallituksen tulevaisuuden arviot sisältävät lukuisia epävarmuustekijöitä, kun Diana BidCo:n tarjousvastikkeeseen ja sen sisältämään preemioon ei liity muita epävarmuustekijöitä kuin ostotarjouksen ehtojen toteutuminen.⁸⁹ On ymmärrettävää, että hallitus pitää yhtiön – ja osakkeenomistajien – edun mukaisena suositella tarjouksen hyväksymistä, joka käytännössä lähes kaksinkertaistaisi yhtiön arvion ostotarjouksen toteutuessa.

WithSecuren hallitus on myös lausunnossaan todennut, että WithSecure on ennen yhdistymissopimuksen allekirjoittamista neuvonantajansa välityksellä tiedustellut muiden tahojen mahdollista kiinnostusta yhtiöstä. Hallituksen lausunnossa ilmaistaan kuitenkin seikkaperäisesti, että hallitus ei pitänyt mitään näistä vaihtoehtoista Diana BidCo:n tarjousta parempana vaihtoehtona. Lisäksi WithSecuren hallituksen eturistiriidattomat jäsenet olivat perustaneet *ad hoc* -valiokunnan asian käsittelyyn saadessaan ensimmäisen ei-sitova indikaatiivisen tarjouksen Diana BidCo:lta, joka sisälsi myös Siilasmaan peruuttamattoman sitoumuksen. Hallitus on todennut, ettei se ole ostotarjouslautakunnan suosituksen mukaisesti antanut painoarvoa Siilasmaan peruuttamattomalle sitoumukselle hyväksyä Diana BidCo:n tarjous.⁹⁰

Hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden näkökulmasta⁹¹ WithSecuren hallituksen voidaan katsoa toimineen huolellisesti arvioidessaan monipuolisesti yhtiön edun kannalta parasta vaihtoehtoa. Tätä näkökulmaa tukee muun muassa se, että WithSecuren hallitus on sekä noudattanut AMY:n ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositusta liittyen toimintatapaan Siilasmaan peruuttamattoman sitoumuksen johdosta, että perustanut edellä mainitun *ad hoc* -valiokunnan ostotarjouksen käsittelyä ja sitä koskevaa päätöksentekoa varten. Voidaan kuitenkin kyseenalaistaa, missä laajuudessa WithSecuren hallitus on tiedustellut muiden mahdollisten tarjouksentekijöiden kiinnostusta. Lisäksi voidaan pohtia millä perusteella hallitus on päätenyt lopputulokseen, että nämä mahdollisesti esitetyt kiinnostuksenilmaisut eivät olleet yhtä hyviä verrattuna Diana BidCo:n tekemään tarjoukseen. Edellä esitettyjen kysymysten selvittäminen ei kuitenkaan ole mahdollista, sillä sekä hallituksen että *ad hoc* -valiokunnan kokouspöytäkirjoja ja

⁸⁸ Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-8.

⁸⁹ Ks. Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-7.

⁹⁰ Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-6–C-7.

⁹¹ Hallituksen fidusiaarisista velvoitteista ks. tarkemmin luku 3.3.

muita keskusteluja ei ole saatavilla. Edellä esitettyjen WithSecuren hallituksen toimien sekä sen muiden toteuttamien toimien perusteella on kuitenkin valistuneesti arvioitavissa, että hallitus on toiminut huolellisesti ostotarjousprosessissa, siten edistäen yhtiön etua.

3 Osakeyhtiölain merkitys julkisessa ostotarjouksessa

3.1 Yleistä

Koska julkisen ostotarjouksen kohteena on aina julkinen osakeyhtiö, on AML:n ohella OYL:n säännösten tulkitseminen ja soveltaminen hyvin keskeistä. OYL:ssa on sääntelyä liittyen etenkin julkisten ostotarjousten toteuttamista usein seuraavaan lunastusmenettelyyn. OYL 18:1.1:ssä säädetään, että ”[s]e, jolla on yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista äänistä ja osakkeista (lunastaja), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. [...]”. Saman säännöksen nojalla vähemmistöosakkeenomistajalla on oikeus vaatia, että taho, jolla on hallussaan yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, lunastaa vähemmistöosakkeenomistajan osakkeet käypään hintaan. Yhdeksän kymmenesosan eli 90 prosentin vaatimus ilmentää osaltaan vähemmistönsuojaa, sillä näin merkittävän osuus- ja äänivallan keskittyminen yhdelle taholle heikentää *de facto* vähemmistöosakkeenomistajien keinoja vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon.⁹²

Osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa osakkeiden – ja siten osakkeenomistajien – yhdenvertaisuus ja vähemmistönsuoja ovat keskeisessä asemassa. Vähemmistönsuojan vastinpari puolestaan on enemmistöperiaate, joka on määritelty periaateluonteiseksi säännökseksi OYL 1:6:ssä.⁹³ Enemmistöperiaate omiaan korostaa sitä, että suuren äänivallan keskittyminen tietyille tai tietyille tahoille osaltaan heikentää vähemmistönsuojaa, sillä merkittävä osakkeenomistaja voi tietyissä tapauksissa lähes yksinomaan tehdä päätöksiä, jotka sitovat yhtiötä ja kaikkia sen osakkeenomistajia. Täten on myös kyseenalaistettava, miksi lunastusoikeuden ja -velvollisuuden raja on asetettu yli 90 prosentin, sillä jo alemmalla äänivallalla vähemmistöomistajien mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön toimintaan heikkenevät merkittävästi.⁹⁴ Pörssiyhtiöiden kontekstissa voidaan myös esittää, että mikäli tietyn

⁹² Ks. myös HE 109/2005 vp, s. 169.

⁹³ Vrt. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2024, s. 19. Kirjoittajien mukaan enemmistöperiaate ei ole niinkään periaatetason säännös, vaan on syytä korostaa, että osakkeenomistajat eivät saa tehdä yhtiökokouksessa päätöstä ainoastaan asianomaisten enemmistöllä, sillä osakkeenomistajien tulee noudattaa OYL:n äänestystä koskevia menettelytapasäännöksiä.

⁹⁴ Lunastusoikeuden ja -velvollisuuden raja-arvosta ei saa poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Ks. HE

osakkeenomistajan omistusosuus on lähellä lunastusoikeuden ja -velvollisuuden raja-arvoa, voi tämä vaikuttaa negatiivisesti kyseisen osakkeen kaupankäyntihintaan, sillä potentiaalisilla muilla ostajilla kuin suurosakkeenomistajalla ei välttämättä ole halukkuutta ostaa osuutta yhtiöstä, jossa määräysvalta on lähes täysin keskittynyt tietyille osakkeenomistajalle.

Edellisessä luvussa on käsitelty julkista ostotarjousta sekä sen tekemistä ja prosessia sääntelevää lainsäädäntöä. Tässä luvussa 3 tarkoituksena on selvittää, miten OYL:ssa säädetyt periaatetason säännökset vaikuttavat julkisen ostotarjouksen suunnitteluun ja toteuttamiseen. Luvussa tarkastellaan myös etenkin hallituksen jäsenen fidusiaarisia velvollisuuksia ja verrataan niiden tehokasta toteuttamista tilanteeseen, jossa kyseinen hallituksen jäsen on oikeutettu edistämään omaa etuaan osakkeenomistajana ja ostotarjouksen tekijänä. Julkinen ostotarjous on kohdennettu kohdeyhtiön osakkeenomistajille, joiden oikeuksia ja velvollisuuksia sääntelee ennen kaikkea OYL.

Kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä toimivan tarjouksentekijän on hänen kapasiteetissaan kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä huomioitava ennen kaikkea OYL 1:8:ssä säädetty yhtiön etu sekä OYL 1:5:ssä säädetty osakeyhtiön toiminnan tarkoitus, joka on lähtökohtaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Näiden toteuttaminen edellyttää etenkin OYL 1:7:ssä säädetyn osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden selventämistä. Vastaavasti seuraavissa alaluvuissa tarkennetaan myös yhtiön edun merkityssisältöä, sekä mitä se tarkoittaa ostotarjouskontekstissa.

3.2 Osakeyhtiölain ohjaavat periaatteet

3.2.1 Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus on ollut osa suomalaista osakeyhtiöoikeutta jo pitkään. Nykyistä OYL:a säädettäessä lainsäätäjän tarkoituksena ei ollut poiketa VOYL:n silloisen yhdenvertaisuutta sääntelevän yleissäännöksen merkityksestä. Nykyisin OYL 1:7:ssä säädetty yhdenvertaisuussäännös on säädetty periaatetason säännöksenä, ja esitöissä on korostettu sen merkitystä jatkuvasti muuttuvassa yritysmaailmassa, jossa yksityiskohtainen sääntely etenkin vähemmistöosakkeenomistajien suojaksi on aiempaa haastavampaa.⁹⁵ Pönkä on korostanut, että OYL 1:7:n merkityssisältö on ennestään kasvanut, sillä OYL:sta on poistettu tiettyjä

109/2005 vp, s. 169.

⁹⁵ HE 109/2005 vp, s. 39–40.

vähemmistösuojamekanismeja.⁹⁶ OYL 1:7:ssä säädetty yhdenvertaisuusperiaate on kuitenkin erotettava muista OYL:n vähemmistösuojamekanismeista, jotka sääntelevät nimenomaisia tilanteita – kuten OYL 7:7:n mukaisen erityisen tarkastuksen hakeminen, joka edellyttää, että asiaa kannattaa vähintään ne osakkeenomistajat, joilla on kymmenen prosenttia yhtiön osakkeista.

Oikeuskirjallisuudessa on todettu, että OYL 1:7:n yhdenvertaisuussäännös on muiden OYL:n vähemmistösuojasäännösten ohella keino luoda suojajärjestelmä sellaisille osakkeenomistajille, jotka eivät saa tai joilla ei ole määräysvaltaa yhtiössä. Yhdenvertaisuus on yksi OYL:n kantavia periaatteita, jotka ovat omiaan vaikuttamaan myös sekä määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien että muiden, OYL:n mukaisten toimielinten toimintaan.⁹⁷ Oikeuskirjallisuudessa yhdenvertaisuusperiaatteen tehokkuuteen on suhtauduttu epäilevästi.⁹⁸ *Mahkonen* on kuvannut, vähemmistöosakkeenomistajien suojasäännöksen toimivan lähinnä suljetuissa pienyhtiöissä ja todennut, että silloisen osakeyhtiölain (22/1895, kumottu) 30.4 §:n säännös on varsin tehoton, eikä se saavuta sille asetettua tavoitetta.⁹⁹ Vaikka Mahkosen kannanottoa voidaan nykyisin pitää ikänsä vuoksi vanhentuneena, on kanta nähdäkseni edelleen perusteltu. Nykyisin etenkin julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden kontekstissa voidaan huomata, että suuromistajien määräysvalta yhtiössä on epäsuhdassa vähemmistöosakkeenomistajien asemaan, joka korostuu ennestään ostotarjoustilanteissa.¹⁰⁰

Suomalaisissa julkisesti noteeratuissa yhtiöissä määräysvalta perustuu usein enemmistövaltaan.¹⁰¹ Vaikka osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta säännellään periaateluontoisesta OYL:n 1 luvussa ja sen ollessa hyvin keskeinen suojamekanismi vähemmistöosakkeenomistajille, ei sen tarkoituksena ole vähentää tai estää muita OYL:ssa turvattuja suuosakkeenomistajan oikeuksia tai osakeyhtiön toimielimille suotuja vapauksia.¹⁰² Täten on todettavissa, että merkittävän osakkeenomistajan määräysvaltansa rajoissa tekemät toimenpiteet – kuten hallituksen jäsenten valitseminen tai suunnatusta osakeannista päättäminen – ovat sallittuja, huomioiden kuitenkin muut OYL:ssa vakiintuneet periaatteet ja

⁹⁶ Pönkä 2012, s. 163.

⁹⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I Osa, 1 luku, 7 §; ks. myös Hallinnointikoodi 2025, s. 12–13; Vrt. Mahkonen 1975, s. 423, jossa Mahkonen toteaa vähemmistösuojaa sääntelevän yleislausekkeen toimivan lähinnä suljetuissa pienyhtiöissä.

⁹⁸ Pönkä 2012, s. 167.

⁹⁹ Mahkonen 1975, s. 425.

¹⁰⁰ Ks. suuromistajan ja vähemmistöomistajien suhteesta käytännössä tarkemmin luvut 3.3.1, 4.5 ja 4.6.

¹⁰¹ Timonen 1997, s. 251.

¹⁰² Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 7 §.

säännöt.¹⁰³

Yhdenvertaisuuden varmistamiseksi OYL:ssa on säädetty varsin tarkkarajaisesti ja toimikohtaisesti erityisistä rajoituksista, joilla pyritään ylläpitämään osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta.¹⁰⁴ Esimerkiksi OYL 9:4:ssä säädetty suunnattu osakeanti edellyttää – määräenemmistö päätöksen lisäksi – että sen toteuttamiseen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Vaikka suunnattujen osakeantien osalta painavan taloudellisen syyn voidaan katsoa muodostuvan jokseenkin kevyillä perusteilla, on sen vaikuttavuus kuitenkin omia rajoittamaan yhdenvertaisuutta loukkaavia järjestelyitä ja toimia.¹⁰⁵

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuussäännöstä on johdettavissa myös, että tarjouksentekijänä toimiva hallituksen jäsen tai merkittävä osakkeenomistaja ei suoraan tai välillisesti saa ryhtyä toimeen, joka on omiaan rikkomaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Hallituksen jäsenen kapasiteetissa kysymys on varsin selvä, sillä hallituksen tulee huolellisesti edistää yhtiön etua OYL 1:8:n nojalla.¹⁰⁶ Osakkeenomistajan näkökulmasta tilanne on ongelmallisempi. Osakkeenomistaja on oikeutettu ajamaan omaa etuaan ja toimimaan omien intressiensä mukaisesti. Vaikka vähemmistönsuojan kannalta voidaan pitää ongelmallisena, että yksittäinen merkittävä osakkeenomistaja voi muun muassa vaihtaa hallituksen yksin, ei tämän voida katsoa rikkovan yhdenvertaisuusperiaatetta, vaikka muut vähemmistöosakkeenomistajat vastustaisivat tätä päätöstä. Niin ikään tällaisia tilanteita varten hallitus työskentelee OYL 1:8:ssä säädetyn lojaliteettivelvollisuuden puitteissa henkilökohtaisella vastuulla. Mikäli siis merkittävä osakkeenomistaja nimeäisi hallitukseen haluamansa tahon, jonka käsitys yhtiön edusta on linjassa hänen valinneen osakkeenomistajan kanssa, on tämän hallituksen jäsenen toimittava kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti.¹⁰⁷

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus esiintyy julkisten ostotarjousten kontekstissa monella eri tavalla. Ensinnäkin on huomioitava, että OYL 1:7 on periaatetason säännös, joten sen soveltamisalaa ja soveltamistarkoituksia ei ole tarkoituksenmukaista kohdistaa vain tiettyyn osakeyhtiössä tehtäviin toimiin. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus toimii siis ensi sijassa

¹⁰³ Tässä yhteydessä viitataan etenkin yhtiön etuun. Suunnatun osakeannin edellytyksenä on OYL 9:4:n mukaisesti painava taloudellinen syy.

¹⁰⁴ Ks. Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2024, s. 20.

¹⁰⁵ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, III osa, 9 luku, 4 §. Johdon kannustinjärjestelmiä käytetään tyypillisinä hyväksyttävänä perusteina suunnatulle osakeannille – tällaisessa tilanteessa merkittävä osakkeenomistaja voisi käytännössä yksinomaisesti sekä nimittää hallituksen että päättää näille suunnattavasta osakeannista.

¹⁰⁶ Hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta ks. tarkemmin luku 3.3.

¹⁰⁷ HE 109/2005 vp, s. 41.

yhtiön johdon toimintaa ohjaavana periaatteena, joka tulee ottaa huomioon kaikessa päätöksenteossa. Esimerkiksi tarjousvastikkeen edullisuutta arvioitaessa on kiinnitettävä huomiota eri osakesarjoista tarjotun vastikkeen keskinäiseen suhteeseen. Mikäli arvostusperusteet erilaisille osakkeille poikkeavat toisistaan ilman, että niiden markkina-arvo tai oikeudet eriävät toisistaan, saatetaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukata.¹⁰⁸

3.2.2 Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus

Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus on perustamissopimuksessa määrättävä, yhtiöjärjestykseen merkittävä seikka.¹⁰⁹ Sillä osakkeenomistajat määrittävät yhtiön toiminnan tarkoituksen, on sen katsottu olevan määräys yhtiön hallitukselle siitä, miten heidän tulee edistää yhtiön etua toiminnassaan.¹¹⁰ Maailman suurimman varainhoitoyhtiö BlackRock, Inc.:n toimitusjohtaja *Larry Fink* on todennut yhtiön tarkoituksesta seuraavaa:

”[...] Purpose is not a mere tagline or marketing campaign; it is a company’s fundamental reason for being – what it does every day to create value for its stakeholders. **Purpose is not the sole pursuit of profits but the animating force for achieving them.**

Profits are in no way inconsistent with purpose – in fact, profits and purpose inextricably linked. [...]¹¹¹

Edellä esitetty Finkin näkemys yhtiön toiminnan tarkoituksen ja voiton tuottamisen välillä on esitetty tässä tutkielmassa havainnollistaakseen, että yhtiön toiminnan tarkoitus ja osakkeenomistajien omistuksen arvon maksimointi ei käytännön toiminnassa ole yksiselitteistä ja suoraviivaista. Finkin näkemys on perusteltu, mutta se tulee erottaa juridisesta toiminnan tarkoituksesta, jota Suomessa säännellään OYL:ssä. Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus on OYL 1:5:n mukaisesti tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Vaikka osakeyhtiön toiminnan tarkoitus voi olla muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, tässä tutkielmassa oletetaan toiminnan tarkoituksen olevan voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Osakkeenomistajien sijoitusten arvon maksimointi on perusteltua, sillä osakkeenomistajien rahallinen panos yhtiön toimintaan sisältää osakkeenomistajan näkökulmasta riskejä, joiden vastinparina toimii omistuksen tuottoarvo.

¹⁰⁸ Ks. Immonen 2022, s. 430; ks. myös Fiva MOK 9/2013. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/09_2013/09_2013.m2.pdf (29.11.2025), s. 31.

¹⁰⁹ Osakeyhtiö voi myös muuttaa toimintansa tarkoitusta, mutta asian käsittely ei ole tämän tutkielman kannalta olennaista.

¹¹⁰ Villa 2025, s. 171.

¹¹¹ Fink 2019.

Kohdeyhtiön toiminnan tarkoituksena ollessa voiton tuottaminen osakkeenomistajille, katsotaan yhtiön johdon olevan suoraan yhtiöjärjestyksen – eli yhtiön keskeisimmän asiakirjan – nojalla velvoitettu etsimään parasta mahdollista ratkaisua osakkeenomistajien omistuksien arvon maksimoinniksi. Ostotarjoustilanteessa siten voiton tuottaminen osakkeenomistajille on mahdotonta, joten osakkeenomistajien arvon maksimointi toteuttaa edelleen toiminnan tarkoitusta. Julkisen ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön hallituksen toimia osakkeenomistajien arvon maksimoimiseksi tarkastellaan tarkemmin luvussa 4.

3.3 Johdon fidusiariset velvollisuudet

3.3.1 Päämies-Agentti-teoria

Päämies-agentti-teoria on alun perin taloustieteessä kehittynyt teoria, jossa tutkitaan epäsymmetristä informaatiota ja riskinjakoa.¹¹² Päämies-agentti-teoria on kehittynyt eritoten *Jensenin* ja *Mecklingin* artikkelissa, jossa he kuvailivat yrityksen eturyhmien olevan sopimussuhteisia eikä hallinnollisia suhteita. Tällaisessa sopimussuhteessa päämies delegoi päätäntävaltaa joltain osin agentille, jonka tarkoituksena on toimia päämiehen eduksi.¹¹³ Päämies-agentti -suhteessa osapuolten välille syntyy riippuvuussuhde, sillä esimerkiksi yhtiön johto-osakkeenomistaja -suhteessa osakkeenomistaja tarvitsee sijoittamalleen pääomalle ammattimaisen liikkeenjohdon ja vastaavasti johto tarvitsee taloudellista pääomaa yritystoiminnan kehittämiseksi.¹¹⁴

Päämies-agentti-teoriaa leimaavaa on, että on olemassa riski siitä, että agentti ei aina toimi täysin päämiehen edun mukaisesti, sillä agentilla ja päämiehellä on aina jossain määrin eriävät intressit.¹¹⁵ Riskin mitigoimiseksi Jensen ja Meckling ovat esittäneet, että päämies tai -miehet voivat rajoittaa riskiään rakentamalla agentille insentiivejä.¹¹⁶ Insentiivien käyttö kuvastaa myös sekä agentin että päämiehen riippuvuussuhdetta ja insentiivien käytön synnyttämää motivaatiota agentille edistää päämiehen etua.

Päämies-agentti -suhteita on osakeyhtiöissä kolmenlaisia. Agenttuurisuhde syntyy ensinnäkin edellä esitellyn johdon ja osakkeenomistajien välillä. Päämies-agentti -suhde syntyy niin ikään

¹¹² Pönkä 2012, s. 88.

¹¹³ Jensen – Meckling 1976, s. 308; Mähönen – Villa 2015, s. 341.

¹¹⁴ Ks. Hannula 2003, s. 95.

¹¹⁵ Ks. Timonen 1997, s. 162, jossa Timonen toteaa, että omistuksen ja vallan eriytyminen julkisesti noteeratuissa yhtiöissä johtaa korostuneisiin valvontakustannuksiin esimerkiksi silloin, kun omistajapohja on varsin hajautunut – kuten pörssiyhtiöissä tavanomaisesti on.

¹¹⁶ Arg. Jensen – Meckling 1976, s. 308; Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 341.

vähemmistöosakkeenomistajien ja suuromistajan välillä sekä yhtiön muiden sidosryhmien – kuten velkojien – ja yhtiön välillä. Edellä mainittu opportunistisen käyttäytymisen riski liittyy jokaiseen näistä päämies-agentti -suhteista; Yhtiön johto voi ilman tehokasta valvontaa ja insentiivejä edistää omia intressejään osakkeenomistajien kustannuksella, suuromistaja voi käyttää määräävää äänivaltaa vähemmistöosakkeiden sijoitusten ja yhtiön varallisuuden hyödyntämiseen ja yhtiön osakkeenomistajat voivat käyttää muun muassa velkapääomaa omien intressiensä edistämiseen.¹¹⁷

Sanotuista agenttuorisuhteista etenkin kahden ensimmäisen tarkastelu on tutkielman kannalta olennaista. Tarkastelemalla ensiksi yhtiön johdon ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien välistä agenttuorisuhdetta, on huomionarvoista todeta, että osakkeenomistajien on haastavaa tarkastella yhtiön johdon toimintaa ja varmistaa kenen etuja johto edistää. Pönkä on todennut, että päämies-agentti -suhteeseen liittyy problematiikkaa ja opportunistin riski eritoten siitä, että agentti hyödyntää päämiesten (osakkeenomistajat) heille hallintaa luovuttamaansa omaisuutta muuhun kuin päämiehen edun mukaiseen tarkoitukseen.¹¹⁸ Hallituksen ja osakkeenomistajien välistä päämies-agentti -suhdetta sääntelevät OYL:n normit voidaan nähdä vähemmistöosakkeenomistajien suojasäännöksiksi etenkin tämän tutkielman mukaisissa tilanteissa, joissa suuosakkeenomistaja on samanaikaisesti kohdeyhtiön johdon jäsen.¹¹⁹

Yhtiön johto – osakkeenomistaja agenttuorisuhteessa ydinongelma kulminoituu puuttuvaan valvontamekanismiin, jolla päämies eli osakkeenomistaja tässä kykenee valvomaan agentin – eli yhtiön johdon – toimintaa. Osakeyhtiön johdolla on tavanomaisesti tiedossa sellaista informaatiota, joita osakkeenomistajilla ei ole. Informaation epäsymmetrisyys päämiehen ja agentin välillä johtaa siihen, että päämiehen on haastavaa tarkastella, mihin tietoon agentti perustaa päätöksensä – joiden lähtökohtaisesti tulee olla päämiehen edun mukaisia.¹²⁰ Edellä mainittujen insentiivien käyttö on johdettavissa siitä, että osakkeenomistajien on haastavaa valvoa jokaisen liiketoimintapäätöksen asianmukaisuutta ja täten päämiehen eli osakkeenomistajan tekemä valvonta kohdistuu ainoastaan yhtiön tulokseen. Yhtiön tulos puolestaan on usein insentifioitu siten, että yhtiön johdolle on myönnetty esimerkiksi tulosperusteisia bonuksia tai optiojärjestelyjä.¹²¹

¹¹⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 341–342.

¹¹⁸ Pönkä 2012, s. 15.

¹¹⁹ Ks. Pönkä 2012, s. 136.

¹²⁰ Ks. Pönkä 2012, s. 89.

¹²¹ Ks. Timonen 1997, s. 162; liiketoimintapäätösperiaatteen merkityksestä yhtiön johdon päätöksenteossa ks. luku 3.3.2.

Ostotarjousprosessin näkökulmasta päämies-agentti -suhteen problematiikka liittyy etenkin edellä mainittuun yhtiön johdon ja osakkeenomistajien väliseen agenttuurisuhteeseen. Ilman asianmukaisia kannustimia ja valvontamekanismeja osakkeenomistajien on haastavaa tarkastella, kenen etua kohdeyhtiön johto tosiasiaassa edistää. Ostotarjoustilanteessa on myös syytä huomata, että yhtiön johdon ja osakkeenomistajien eriävät intressit ovat hyvin tavanomaisesti vastakkaisia. Osana ostotarjousprosessia kohdeyhtiön hallitus usein vaihdetaan, joka omiaan voi aiheuttaa hallituksen jäsenissä reaktion suojella asemaansa.¹²² Yhtiön johdolla on osakkeenomistajiin verrattuna merkittävämpi sidonnaisuus yhtiön toimintaan, joten kohdeyhtiön hallitus olla vastahakoinen ostotarjouksen suositteluun.¹²³ Tällaisessa tilanteessa on problemaattista, pyrkiikö yhtiön johto tosiasiaassa edistämään yhtiön ja siten osakkeenomistajan etua, vai pyrkiikö se edistämään omaa etuaan.

Hallituksen jäsenen tekemä julkinen ostotarjous osoittaa ilmeisen ristiriidan eri intressien välillä. Kuten luvussa 3.3.2 käsitellään, hallituksen jäsenillä on OYL 1:8:n nojalla velvollisuus edistää yhtiön etua toiminnassaan. OYL 1:8:ssä säädetty johdon tehtävä ilmentää hallituksen jäsenten – sekä hallintoneuvoston ja toimitusjohtajan – lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteita.¹²⁴ Toiselta kannalta tarkasteltua hallituksen jäsen ostotarjouksen tekijänä ajaa omaa intressiään kohdeyhtiön osakkeenomistajana.

Edellä esiteltyjen intressiristiriitojen yhteensovittaminen on mahdotonta. OYL tarjoaa kuitenkin muita osakkeenomistajia suojaavia mekanismeja, joilla voidaan estää johdon jäsenen vaikuttamista hallituksen toimintaan ostotarjoustilanteessa, jossa hän on tarjouksentekijä. Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä on kuitenkin herännyt huolta siitä, kenen etua eturistiriidattomat kohdeyhtiöiden hallituksen jäsenet ajavat.¹²⁵ Eturistiriidattomien hallituksen jäsenten toiminnan asianmukaisuutta ostotarjousprosesseissa kuitenkin puoltaa se tosiseikka, että hallituksen jäseniä kohtaan esitettyjä OYL 22:1:n mukaisia vahingonkorvauskanteita ei ole

¹²² Ks. Timonen 1997, s. 163, jossa Timonen toteaa, että määräysvallan vaihtuessa yhtiössä ilmenee uhka tehottoman johdon vaihtamisesta; Ks. myös Ks. Fiva MOK 9/2013. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/09_2013/09_2013.m2.pdf (29.11.2025), s. 10, jossa todetaan, että tarjouksentekijän ja tietyn osakkeenomistajan ostotarjouksen ulkopuolella tekemät järjestelyt on otettava huomioon tasapuolisen kohtelun vaatimusta arvioitaessa. Voidaan esimerkinomaisesti todeta, että tarjouksentekijän ja johdon jäsenen välinen sopimus siitä, että kyseinen johdon jäsen saa jatkaa tehtävässään ostotarjouksen jälkeen, mikäli hän hyväksyy tarjouksentekijän tarjouksen, saattaisi olla tasapuolisen kohtelun vaatimuksen vastainen.

¹²³ Arg. Pönkä 2012, s. 89 ja 92–93. Pönkä toteaa, että yhtiön johto on usein osakkeenomistajia varovaisempi, sillä heidän henkilökohtaisen työpanoksensa sidonnaisuus yhtiön menestykseen on merkittävämpi verrattuna osakkeenomistajaa, jonka sidonnaisuus yhtiön menestykseen on hänen siihen sijoittama pääoma.

¹²⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §.

¹²⁵ Ks. Huhtaniemi 2023; Toivonen 2024a; Toivonen 2024b; Varis 2024.

käsitelty tuomioistuimissa. Voidaan kuitenkin ajatella, että eturistiriidattomien hallituksen jäsenten toiminnassa on nähtävissä opportunistista toimintaa.

Toimivan johdon tekemissä ostotarjouksissa eli MBO:issa on kysyttävä, toimivatko eturistiriidattomat johdon jäsenet osakkeenomistajakollektiivin edun mukaisesti vai onko huomattavissa muita johdon jäseniä suosivaa käyttäytymistä. Kysymystä voidaan tarkastella etenkin Flybird Holding Oy:n (Flybird Holding) Musti Group Oyj:stä (Musti Group) tekemän vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen kannalta. Flybird Holdingin taustalla olevan konsortion muodostivat portugalilainen pääomasijoittaja Sonae Holdings S.A., Musti Groupin hallituksen puheenjohtaja Jeffrey David, Musti Groupin hallituksen jäsen Johan Dettel sekä Musti Groupin toimitusjohtaja David Rönnberg.¹²⁶ Tässä vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa Flybird Holding tarjosi 26,00 euron käteisvastiketta jokaisesta Musti Groupin liikkeeseen laskemasta osakkeesta.¹²⁷

Musti Groupista tehtyä julkista ostotarjousta kritisoitiin mediassa. Kritiikkiä kohdistettiin etenkin Musti Groupin hallituksen toimintaan. Ostotarjouksen julkistamisen jälkeen Musti Groupin kaupankäyntikurssi kohosi yli tarjotun 26,00 euron käteisvastikkeen, joka osoitti sen, että sijoittajat eivät jakaneet hallituksen näkemystä siitä, että tarjous heijastaa yhtiön arvoa ja siten myöskään ole täysin yhtiön edun mukaista.¹²⁸ Musti Groupin ostotarjousprosessissa kyseenalaistettiin edelleen myös sitä, oliko kohdeyhtiön hallitus tosiasiaa selvittänyt kaikki mahdolliset toimintavaihtoehdot sekä kilpailevien ostotarjousten mahdollisuuden sekä varteenotettavuuden, sillä Musti Groupin hallitus suositteli Flybird Holdingin tarjousta varsin nopeasti.¹²⁹ Huomionarvoista kuitenkin on, että Musti Groupin hallitus oli osaltaan katsonut aiheelliseksi sitoutua houkuttelukieltoon tarjouksentekijän kanssa, joskin tällainen kielto estää kohdeyhtiön hallitusta ainoastaan aktiivisessa kilpailevien tarjousten etsinnässä.¹³⁰

Yhtiön edun, eli tässä tilanteessa osakkeen arvon maksimoinnin kannalta olennaista on kiinnittää myös huomiota siihen, että voiton tuottaminen osakkeenomistajille tulee katsoa pitkäaikaisena

¹²⁶ Flybird Holding tarjousasiakirja, s. 14.

¹²⁷ Flybird Holding tarjousasiakirja, s. 6. Tarjousvastike sisälsi 27,1 prosentin preemion verrattuna Musti Groupin osakkeen päätöskurssiin Helsingin pörssissä viimeisenä ostotarjouksen julkistamista välittömästi edeltävänä kaupankäyntipäivänä. Ks. tältä osin Flybird Holdings tarjousasiakirja, liite A-2.

¹²⁸ Ks. Huhtaniemi 2023. Musti Groupin silloinen osakkeenomistaja Prospect Family Office oli arvioinut Musti Groupin osakkeen käyvän arvon olevan 30,00–32,00 euron välillä. Vastaavasti Danske Bank katsoi ostotarjouksen olevan liian alhainen suhteessa Musti Groupin osakkeiden käypään arvoon.

¹²⁹ Huhtaniemi 2023. Ks. Flybird Holding tarjousasiakirja, liite A-9, jossa Musti Groupin hallitus on sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia. Edellä luvussa 2.2.3 todetusti ostotarjouskoodin suosituksen 2 mukaisesti kohdeyhtiön hallitusta suositellaan etsimään kilpailevia ostotarjouksia.

¹³⁰ Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 23.

prosessina, eikä lyhyen tähtäimen voiton tuottaminen ole normin funktion keskiössä.¹³¹ Vastakkaisella perustelulla ei siis voida löytää tyydyttävää vastausta Musti Groupin hallituksen toimintaa Flybird Holdingin tekemän ostotarjouksen osalta. Päämies-agentti-teorian osalta keskeinen kysymys näin ollen on, miten yhtiön johto saadaan toimimaan osakkeenomistajakollektiivin edun mukaisesti.¹³² Ulkoisesti tarkasteltuna muiden kuin ostotarjouksen tehneiden osakkeenomistajien huolet vaikuttavat siten relevanteilta.¹³³

Toisen tutkielman kannalta keskeisen agenttuurisuhteen – suuromistajan ja vähemmistöosakkeenomistajan – väliset intressiristiriidat voivat ilmentyä lukuisella tavalla. Määräysvaltaosakkeenomistajalla on äänivaltansa perusteella kyky vaihtaa yhtiön hallitus, jolloin suuromistaja voi valita hallitukseen sellaisia jäseniä, joiden näkemys yhtiön toiminnasta vastaavat suuromistajan näkemystä. On kuitenkin huomattava OYL:n esitöissäkin korostettu, että yhtiön johto on lojaliteettivelvollisuuden perusteella velvollinen edistämään koko osakkeenomistajakollektiivin etua.¹³⁴

Kuten jäljempänä luvussa 4.3.4 tarkemmin käsitellään, toinen keskeinen tekijä fidusiaristen velvollisuuksien osalta liittyy eksklusiivisuus- ja passiivisuussopimuksiin, joissa kohdeyhtiön hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoitetaan. Eksklusiivisuus- ja passiivisuussopimuksilla tarjouksentekijä ja kohdeyhtiö voivat sopia esimerkiksi siitä, että kohdeyhtiön hallitus ei aktiivisesti etsi kilpailevia ostotarjouksia (passiivisuus) tai sitoutuu olemaan neuvottelematta mahdollisen kilpailevan tarjouksentekijän kanssa (eksklusiivisuus).¹³⁵ Tällaiseen sopimukseen sitoutuminen voi olla yhtiön edun mukaista, vaikka tarjouksentekijä olisikin esittänyt vain indikatiivisen ja ei-sitovan tahdonilmaisun ostotarjouksen tekemisestä. Huolellisuusvelvollisuuden toteuttamisen edellytyksenä kuitenkin on, että kohdeyhtiön hallitus eturistiriidattomien jäsentensä edustuksella punnitsee tällaisia sopimuksia sekä todennäköisyyttä kilpaileville ostotarjouksille, joiden ehdot voisivat potentiaalisesti olla ensimmäistä tarjousta paremmat. Tällaista pohdintaa kohdeyhtiön johdon tulee niin ikään tehdä AML 11:13:n mukaista lausuntoa valmistellessaan. Ilman asianmukaisia ennakkoneuvotteluja ennen tarjouksen julkistamista on kyseenalaistettava kohdeyhtiön hallituksen huolellisuutta.¹³⁶

¹³¹ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 244; HE 109/2005 vp, s. 38–39.

¹³² Mähönen – Villa 2015, s. 245.

¹³³ Ks. Huhtaniemi 2023.

¹³⁴ HE 109/2005 vp, s. 41.

¹³⁵ Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 23–24.

¹³⁶ Kuten edellä on esitetty, Musti Groupin ostotarjouksessa hallitus suositteli tarjousta heti tarjousajan alettua, ilman että tarjouksentekijän kanssa oli neuvoteltu. Tällainen toiminta herätti kysymyksen myös hallituksen puolueellisuudesta tarjouksentekijää kohtaan.

3.3.2 Huolellisuusvelvollisuus

Osakeyhtiön hallituksen fidusiaarisilla velvollisuuksilla tarkoitetaan OYL 1:8:ssä säädettyjä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksia. OYL 1:8 on kaksiosainen, sillä se sisältää velvollisuuden yhtäältä toimia huolellisesti ja toisaalta yhtiön edun mukaisesti.¹³⁷ Aluksi käsitellään OYL 1:8:n ensimmäistä ulottuvuutta, eli huolellisuusvelvollisuutta, ja tämän jälkeen tarkastellaan lojaliteettivelvollisuutta.

Yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuuden katsotaan lähentelevän angloamerikkalaista fidusiaarisuhdetta, jossa hallitus toimii agenttina toimeksiantajan, eli osakkeenomistajien puolesta ja heidän lukuunsa.¹³⁸ Huolellisuusvelvollisuuden toteuttamisessa tulee pyrkiä objektiivisuuteen.¹³⁹ Objektiivisuudella on tarkoitettu, että johdon jäsenen henkilökohtaiset ominaisuudet tulee sivuuttaa ja arvion lähtökohtana on se, miten huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa.¹⁴⁰

Huolellisuusvelvollisuuden katsotaan täytyneen niin sanotun *business judgement* -säännön eli liiketoimintapäätösperiaatteen toteuduttua.¹⁴¹ Liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisesti hallituksen päätösten tulee olla liiketaloudellisesti perusteltavissa. Liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisesti hallituksen jäsenet eivät ole vastuussa ratkaisusta, jos kyseessä oleva oikeustoimi ei ole henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole intressiristiriitaa, hallitus käsittelee ja ratkaisee asian, hallituksen jäsenet hankkivat tarvittavan ja asianmukaisen informaation päätöksen tekemiseksi sekä hallituksen toimet ovat perusteltuja ja rationaalisia.¹⁴²

Liiketoimintapäätösperiaatteen soveltaminen ja siten huolellisuusvelvollisuuden täyttäminen edellyttää edellä todetusti riittävää informaatiota muun ohella. Hallituksen jäsenten huolellisuusvelvollisuutta verrataan siihen, miten muu huolellinen henkilö toimisi samassa tilanteessa.¹⁴³ Vastaavasti on katsottavissa, että hallituksen huolellisuusvelvollisuus ei edellytä ostotarjoustilanteessa jokaisen mahdollisen ei-sitovan indikatiivisen tarjouksen hyvin tarkkaa

¹³⁷ HE 109/2005 vp, s. 40; Vrt. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2024, s. 23, jossa kirjoittavat toteavat huolellisuusvelvollisuuden olevan enemmän johdettavissa yleisestä siviilioikeudellisesta asiainhoitoperiaatteesta ja siihen olennaisesti liittyvästä huolellisuusvelvollisuudesta.

¹³⁸ Ks. Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 43; Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §. Päämies-agentti-teoriasta ks. luku 3.3.1.

¹³⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 375; HE 109/2005 vp, s. 40.

¹⁴⁰ HE 109/2005 vp, s. 40.

¹⁴¹ Business judgement rule on lähtöisin Yhdysvalloista, Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisusta, ks. Aronson v. Lewis ja Brehm v. Eisner. Ks. myös Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 45.

¹⁴² Villa 2025, s. 251.

¹⁴³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §; ks. myös KKO 2016:58.

tutkimista tai jokaisen preemion sisältävän tarjouksen hyväksymistä.¹⁴⁴

Hallituksen päätöksenteon ongelmallisuutta huolellisuusvelvollisuuden osalta ostotarjousprosessissa kuvaa se fakta, että hallituksen tulee tehdä liiketoimintapäätöksiä *ex ante*.¹⁴⁵ Vaikka hallitus on OYL 1:8:n nojalla velvoitettu edistämään huolellisesti yhtiön etua, ei hallituksella voi olla varmuutta ostotarjouksen toteutumisesta. Toisin sanoen, hallitus voi – ja usein arvioikin – miten todennäköinen ostotarjouksen toteutuminen on ja miten edullinen se on osakkeenomistajille sen toteutuessa. OYL 22:1:ssä säädetyn hallituksen vahingonkorvausvelvollisuuden tarkasteleminen tapahtuu puolestaan *ex ante*, eli kun hallituksen päätösten aiheuttamat seuraukset ja lopputulokset ovat nähtävissä. On kuitenkin huomattava, että yritystoimintaan yleisesti ottaen liittyy riskinottoa. Ostotarjousprosesseissa riskin ottaminen on tyypillisesti tavanomaista korkeampaa, ainakin verrattuna tavanomaisiin hallituksen päätöksiin. *Parkkonen* ja *Knuts* ovat kirjoittaneet, että keskeistä vastuuarvioinnissa on se, onko liiketoimintapäätös ja siihen liittyvä kaupallinen riski tapahtunut *bona fides*.¹⁴⁶

Edellä esitetyn riskinoton ja hallituksen liiketoimintapäätösten tapahtuminen vilpittömässä mielessä on keskeistä aiheen kannalta, sillä on selvää, että tarjouksentekijänä toimiva hallituksen jäsen ei saa osallistua itseään koskevan asian käsittelyyn – ja siten ostotarjouksen valmisteluun tai muuhun siihen liittyvään päätöksentekoon. Huolellisuusvelvollisuuden toteuttamiseksi kohdeyhtiöiden hallitukset tavanomaisesti indikoivat AML 11:13:n mukaisessa lausunnossaan, että ostotarjouksen ja siihen liittyvien asioiden käsittelyyn ja päätöksentekoon ovat osallistuneet vain hallituksen eturistiriidattomat ja sivuvaikutteista vapaat jäsenet.¹⁴⁷

3.3.3 Lojaliteettivelvollisuus

3.3.3.1 Mitä lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan

Lojaliteettivelvollisuus on kohdistettu yhtiön johdolle, eli hallituksen jäsenille sekä mahdollisille hallintoneuvoston jäsenille että toimitusjohtajalle.¹⁴⁸ OYL 1:8:n mukaan ”[y]htiön johdon huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua.” Edellä lausuttu osakeyhtiön johdon lojaliteettivelvollisuus on yksi keskeisimmistä osakeyhtiön toimielinten velvollisuuksia määrittelevä periaatetason säännös. Tutkielmaan aiheen kannalta johdon lojaliteettivelvollisuus

¹⁴⁴ Brownstein – Lipton 1985, s. 1404.

¹⁴⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 535.

¹⁴⁶ Parkkonen – Knuts 2014, s. 536.

¹⁴⁷ Ks. esim. Project Grand Bidco tarjousasiakirja, liite C-9–C-10.

¹⁴⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §.

on keskeinen, sillä tutkielmassa tutkitaan kohdeyhtiön hallituksen jäsenen lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä kohtaan samanaikaisesti hänen ollessa samaiseen yhtiöön kohdistuvan julkisen ostotarjouksen tekijä.

Yhtiökokouksen valitsema hallitus on osakeyhtiön merkittävä päätöksentekuelin. Knuts on todennut teoksessaan seuraavasti:

”Korporatiivinen hallintomalli (governance model) kohdeyhtiöissä perustuu moderniin käsitykseen osakeyhtiöstä omistajistaan itsenäisenä oikeushenkilönä, jota käytännössä johdetaan osakkeenomistajien valitseman huolellisuusvelvollisuudella velvoitetun päätösorganin toimesta.”¹⁴⁹

Koska osakeyhtiöiden hallintomallit on edellä todetusti rakennettu osakkeenomistajien hallitukselle antamalla luottamukselle, korostuu kohdeyhtiön hallituksen rooli. Hallituksen merkityksen korostamista julkisessa ostotarjousprosessissa voidaan hakea myös AML:sta, sillä AML 11:13:n nojalla kohdeyhtiön hallituksen tulee julkistaa suosituksensa ostotarjouksesta, ja tämä lausunto liitetään tarjousasiakirjaan.¹⁵⁰

Lojaliteettivelvollisuus mielletään osaltaan vähemmistönsuojasäännökseksi. Tämä voidaan johtaa siitä, että johdon lojaliteettivelvollisuus koskee kaikkia osakkeenomistajia. OYL:n esitöissä on erikseen nimenomaisesti todettu, että hallituksen jäsen ei saa toimia yksinomaan tietyn tai tiettyjen osakkeenomistajien edun mukaisesti edes tilanteessa, jossa tällainen tai tällaiset osakkeenomistajat ovat valinneet kyseisen hallituksen jäsenen.¹⁵¹ Edellä lausuttu kielto toimia vain tiettyjen osakkeenomistajien edun mukaisesti on keskeinen tutkielman kannalta, sillä ostotarjouskäytännössä on esiintynyt kysymyksiä siitä, kenen etua kohdeyhtiön johto on edistänyt ostotarjousprosessissa.

Päämies-agentti-teorian¹⁵² näkökulmasta hallituksen toiminta tavalla, joka on heidän oman etunsa mukaista, on mahdollista. MBO:issa hallituksen jäsenet voivat osaltaan olla suosivia tarjouksentekijänä toimivan johdon jäsenen osalta, sillä hallituksen jäsenet pyrkivät siihen, että he saavat jatkaa yhtiön hallituksessa vielä ostotarjousprosessin toteutumisen jälkeen. Suuromistajakaupoissa asetelma on osiltaan samanlainen. Suuromistajakaupoissa tarjouksentekijänä toimiva merkittävä osakkeenomistaja saattaa kuitenkin omistaa kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä niin suuren osan, että hän on kykenevä valitsemaan tai vaihtamaan

¹⁴⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 468.

¹⁵⁰ Ks. myös Parkkonen – Knuts 2014, s. 468. Tarkemmin kohdeyhtiön hallituksen velvollisuuksista ostotarjousprosessissa ks. luku 4.

¹⁵¹ HE 109/2005 vp, s. 41.

¹⁵² Ks. luku 3.3.1.

hallituksen niin halutessaan. OYL:n systematiikassa enemmistöperiaate (OYL 1:6) sekä vähemmistönsuojasäännökset pyrkivät minimoimaan eri osakkeenomistajien välistä intressiristiriitaa.¹⁵³ Enemmistöperiaatteen mukaisesti juuri hallituksen valinta on enemmistön käsissä ja tämä osaltaan heikentää osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta.¹⁵⁴ Mikäli kohdeyhtiön hallituksen toimintatavat eivät tyydytä suuromistajaa, voi hän olla halukas valitsemaan hallitukseen henkilöitä, jotka edistävät hänen näkemystään yhtiön toiminnan jatkosta – ja siten myös ostotarjouksen edullisuudesta.¹⁵⁵ Tämä asetelma kyseenalaistaa jo itsenäisesti hallituksen lojaliteettivelvollisuuden toteuttamista.

3.3.3.2 Yhtiön etu

Yhtiön edulla viitataan tavanomaisesti OYL 1:8:ssä säädettyyn, yhtiön johdolle asetettuun velvollisuuteen huolellisesti edistää yhtiön etua. Yhtiön etu on yleisesti käsitetty tarkoittavan osakkeenomistajien etua, sillä yhtiön edun edistäminen edistää myös osakkeenomistajien edun edistämistä.¹⁵⁶ Tämän sekä suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa että jo aiemman osakeyhtiölain (734/1978, kumottu, VOYL) 12:1.2:ssä omaksutun omistajakeskeisen mallin hyödyntäminen johtaa perusteensa siitä, että yhtiön menestyminen ja osakkeenomistajien osuuksien arvon maksimointi ovat symbioosissa – onhan osakkeenomistajilla usein suurin intressi huolehtia yhtiön kehittämisestä ja siten myös oman osuutensa arvonnoususta.¹⁵⁷ Osakkeenomistajakeskeisen mallin hyödyntäminen voidaan katsoa myös yhtiön edun mukaiseksi siitä syystä, että on yhtiön muiden sidosryhmien – kuten velkojien – edun mukaista maksimoida osakkeenomistajien omistuksien arvo, sillä osakkeenomistajat ovat viimeisiä maksusaantijärjestyksessä.¹⁵⁸

Yhtiön etu on vahvasti yhteydessä muihin OYL:n keskeisiin periaatteisiin, kuten OYL 1:5:ssä säädettyyn toiminnan tarkoitukseen – milloin liiketoimen katsotaan olevan yhtiön edun mukaista, on se myös yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaista.¹⁵⁹ On kuitenkin muistettava, että OYL 1:5:ssä säädetty voiton tuottaminen osakkeenomistajille tarkoittaa ensi sijassa voiton tuottamista pitkällä aikavälillä, sillä yhtiön odotetaan jatkavan toimintaansa toistaiseksi *going*

¹⁵³ Ks. Lautjärvi 2017, s. 43–44.

¹⁵⁴ Airaksinen – Pulkkinen Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 6 §.

¹⁵⁵ Ks. myös Villa 2025, s. 172.

¹⁵⁶ Pönkä 2013, s. 23; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §; Lautjärvi 2017, s. 49.

¹⁵⁷ Ks. myös Pönkä 2013, s. 24–25; Lautjärvi 2017, s. 93.

¹⁵⁸ Pönkä 2013, s. 25; ks. Villa 2025, s. 172.

¹⁵⁹ HE 109/2005 vp, s. 41; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §.

concern -periaatteen mukaisesti.¹⁶⁰ Toiminnan jatkuvuuteen viitataan niin ikään KPL 3:3.1.1:ssä, jonka mukaisesti yleisiin tilinpäätösperiaatteisiin kuuluu olettaa kirjanpitovelvollisen toiminnan jatkuvuudesta.

Ostotarjoustilanne on tiettyssä mielessä pääsäännöstä poikkeava, sillä osakkeenomistajat voivat myydä osakkeensa – yleensä korkeampaan hintaan suhteessa osakkeen kaupankäyntihintaan markkinoilla ja täten saavat tietynlaisena kertakorvauksena voiton sijoitukselleen.¹⁶¹ Toisaalta voidaan myös ajatella ostotarjouksen ilmentävän sitä, että kohdeyhtiö on houkutteleva sijoituskohde, ja ostotarjouksen julkistaminen on kohdeyhtiön johdon pitkäaikaisen työn tulos.¹⁶² Vastaavasti yhtiön etu on yhteydessä OYL 1:7:ssä säädettyyn osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen¹⁶³, sillä yhtiön johto ei voi edistää vain tietyn tai tiettyjen osakkeenomistajien etua.¹⁶⁴ *Revlon*-velvollisuuden mukaan ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus maksimoida kohdeyhtiön osakkeen hinta, ja tämän vastainen toiminta on huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden vastaista.¹⁶⁵ Vaikka *Revlon*-velvollisuus on kehitetty Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä, on osakkeenomistajien omistusten arvon maksimointi ostotarjoustilanteessa johdettavissa soveltuvaksi Suomessa OYL 1:5:n nojalla, sillä oletama on, että yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Kohdeyhtiön hallituksen tulee ostotarjoustilanteessa arvioida, onko ostotarjouksessa tarjottu tarjousvastike yhtiön arvoa heijastava. *Revlon*-velvollisuuden soveltaminen kuitenkin edellyttää, että yhtiön myynti on välttämätöntä.¹⁶⁶ *Revlon*-velvollisuuden soveltaminen yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta tarkastellessa on perusteltua, sillä julkisen ostotarjouksen toteutuessa määräysvalta yhtiössä vaihtuu, eikä vanhoilla osakkeenomistajilla ole enää intressiä yhtiön toiminnan pitkäaikaisen voiton tuottamisen saralta.

Yhtiön edun ja siten lojaliteettivelvollisuuden kohdistuminen suoraan osakkeenomistajaa kohtaan realisoituu muun muassa ostotarjoustilanteessa, sillä ostotarjouksen toteutuessa vähemmistöosakkeenomistajat tavanomaisesti lunastetaan ja täten osakkeenomistajakollektiivi

¹⁶⁰ HE 109/2005 vp, s. 38–39; Villa 2025, s. 172–173; Mähönen – Villa 2015, s. 384.

¹⁶¹ Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 385.

¹⁶² On mainittava, että ostotarjouksen tekeminen ja tarjousvastikkeeseen sisältyvä preemio myös on osoitus siitä, että tarjouksentekijä katsoo markkinoiden hinnoittelevan yhtiön arvon liian matalaksi. Tämä rikkoo ajatusta toiminnan tarkoituksen ja yhtiön edun toteutumisesta, mutta asian tarkemmalle käsittelylle ei ole tässä tutkielmassa sijaa.

¹⁶³ Ks. luku 3.2.1.

¹⁶⁴ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §. Päämies-agenttiteoriasta ja siihen liittyvästä problematiikasta ks. tarkemmin luku 3.3.1.

¹⁶⁵ *Revlon*-velvollisuus on konstruoitu Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisussa *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*; ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 385.

¹⁶⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 385.

vaihtuu ainakin melkein kokonaan.¹⁶⁷ Tästä syystä on perusteltua, että hallitus ei saa poiketa lojaliteettivelvollisuudestaan edes kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella.¹⁶⁸ *Timonen* on korostanut, että yhtiön edun ja siten osakkeenomistajakollektiivin edun edistäminen ja suojaaminen on tärkein osakeyhtiöoikeudellinen suojaintressi.¹⁶⁹

Yhtiön edun mukaan toimiminen edellyttää osaltaan myös sitä, että johdon tulee yhtiön puolesta sitoumuksia tehdessään noudattaa markkinaehtoperiaatetta. Markkinaehtoperiaatteella tarkoitetaan käytännössä sitä, että liiketoimet tulee tehdä tavanomaisin kaupallisin ehdoin.¹⁷⁰ Markkinaehtoperiaate on osaltaan kytkeytynyt edellä esitettyyn¹⁷¹ liiketoimintapäätösperiaatteeseen. Mikäli yhtiön hallitus ryhtyy toimiin ehdoin, joita ei voida pitää kaupallisesti tavanomaisina, kyseenalaistuu yhtiön edun mukaisuus.

Ostotarjouksien kontekstiin sidottuna tulee arvioitavaksi eritoten hallituksen lausunnon perusteet. Kuten on todettu, liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisesti edellytetään, että hallitus perustaa päätöksensä riittävään informaatioon. Vaikka AML:n esitöissä on todettu, että hallituksen lausunto voi perustua tarjousasiakirjan luonnokseen, on kohdeyhtiön hallituksen kuitenkin todettava luonnoksen olevan riittävän tarkka indikaatio lopullisen tarjousasiakirjan kanssa.¹⁷² Edelleen on huomattava, että hallituksen arvio ostotarjouksesta ei perustu yksinomaan tarjousasiakirjaan – tai sen luonnokseen – vaan kohdeyhtiön hallitus tavanomaisesti käy keskusteluja tarjouksentekijän kanssa ennen tarjousasiakirjan näkemistä.¹⁷³

3.4 Johtopäätökset

Johdon fidusiaariset velvollisuudet ohjaavat kohdeyhtiön johdon toimintaa ostotarjoustilanteessa. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden asianmukainen toteuttaminen edellyttää täten lukuisia toimia, joita on mahdotonta yksilöidä. Huolellisen toiminnan tunnusmerkistöksi voidaan esittää, että kohdeyhtiön johdon tulee ostotarjoustilanteessa ainakin pyrkiä aktiivisesti punnitsemaan erilaisia vaihtoehtoja, joilla toteuttaa yhtiön etua ja sen

¹⁶⁷ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, I osa, 1 luku, 8 §. Tavanomaisesti ostotarjouksissa transaktioprosessia varten perustetusta yhtiöstä tulee kohdeyhtiön ainoa osakkeenomistaja ja tämän yhtiön omistavat tarjouksentekijän taustalla oleva taho tai tahot.

¹⁶⁸ Ks. Lautjärvi 2017, s. 49.

¹⁶⁹ Ks. Timonen 1997, s. 167.

¹⁷⁰ Ks. Villa 2025, s. 225.

¹⁷¹ Ks. luku 3.3.2.

¹⁷² HE 32/2012 vp, s. 143.

¹⁷³ Tätä näkemystä tukee esimerkiksi ostotarjouskoodin suositus hallituksen toimintavelvollisuudesta yhteydenoton johdosta. Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 19.

tarkoitusta.

Fidusiaaristen velvollisuuksien asianmukaisen toteuttamisen edellytyksenä on lisäksi, että kohdeyhtiön hallitus aktiivisesti pyrkii edistämään koko osakkeenomistajakollektiivin etua riippumattomina tietyn tai tiettyjen osakkeenomistajien vaikutuksesta. Edelleen huomiota ei tule antaa sille, onko tarjouksentekijän taustalla toimivan konsortion jäsen mahdollisesti kohdeyhtiön hallituksen jäsen. Vastaavasti tämä on huomioitava milloin suuromistaja on tarjouksentekijä.

4 Kohdeyhtiön hallituksen velvollisuudet ostotarjousprosessissa

4.1 Aluksi

Edellä luvussa 3 on käsitelty OYL:n merkitystä julkisessa ostotarjousprosessissa. Luvussa keskityttiin etenkin OYL:n yhdenvertaisuutta käsittelevään OYL 1:7:ään sekä OYL 1:5:ssä säädettyyn osakeyhtiön toiminnan tarkoitukseen. Luvussa taustoitettiin myös tämän luvun kannalta korostuneessa asemassa olevaa OYL 1:8:ää, jossa säädetään osakeyhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta. Lisäksi luvussa sivuttiin päämies-agentti-teoriaa, jolla on omiaan vaikutus myös kohdeyhtiön johdon toimintaan ostotarjoustilanteessa. Kokoavana johtopäätöksenä voidaan esittää, että yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus ohjaavat sen toimintaa kaikessa päätöksenteossa. Julkisessa ostotarjousprosessissa näiden velvollisuuksien täytyminen, sekä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden huomioiminen, on keskeistä. MBO:issa ja suuromistajakaupoissa kohdeyhtiön johdon opportunistisen toiminnan riski kasvaa, jonka vuoksi kohdeyhtiön hallituksen on ostotarjoukseen liittyviä asioita käsitellessään pyrittävä olemaan mahdollisimman läpinäkyvä sekä neutraali.

Tässä luvussa käsitellään kohdeyhtiön hallituksen konkreettisia velvollisuuksia ja toimia ostotarjousprosessin aikana. Keskeisin näistä velvollisuuksista on AML 11:13:n mukainen hallituksen lausunto ostotarjouksesta. Jotta asialliseen ja kattavaan lausuntoon päästään, on kohdeyhtiön hallituksen kuitenkin toteutettava useita toimia, joilla varmistua lausuntonsa sisällöstä. Näitä toimia tarkastellaan tässä luvussa. Tavoitteena on myös tarkastella yhtiön edun mukaisuuden vaatimusta, joka Revlon-velvollisuuden mukaisesti tarkoittaa ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön osakkeen arvon maksimointia. Luvun lopussa esitettyjä toimia käsitellään kahden viime vuosina toteutetun, laajasti kritiikkiä saaneen, ostotarjouksen

näkökulmasta. Näiden esimerkkitapausten yhteydessä käsitellään myös tiettyjä ongelmia, joita kohdeyhtiön hallitusten toiminnasta MBO:issa ja suuromistajakaupoissa on ilmennyt.

Ostotarjousprosessissa kohdeyhtiön hallitus on monilta osin velvollinen ryhtymään toimiin yhtiön edun toteuttamiseksi. Edelleen julkisten ostotarjousten kohteena ovat pörssiyhtiöt, joiden osakkeenomistajakollektiivi on hyvin moninainen suhteessa yksityisiin osakeyhtiöihin. Kohdeyhtiön johdon rooli korostuu tässä entisestään, ja edellä luvussa 3.3.1 käsitelty päämies-agentti-ongelma on monimutkaisempi kuin yhtiössä, jossa on vain muutama osakkeenomistaja.¹⁷⁴

Kohdeyhtiön hallitus on veloitettu suoraan AML 11:13:n nojalla antamaan lausunnon ostotarjouksesta ja sen edullisuudesta osakkeenomistajille. Lausunnossaan hallituksen on mainittava, noudattaako se ostotarjouskoodia. Ostotarjouskoodissa puolestaan annetaan lukuisia suosituksia hallituksen toimenpiteille ostotarjouksen yhteydessä. On hyvin tavanomaista, että kohdeyhtiön hallitus lausuu noudattavansa ostotarjouskoodia, ja sen on esitettävä perustelut siitä poikkeamiselle AML 11:13.3:n nojalla. Seuraavissa alaluvuissa käsitellään hallituksen lausuntoa sekä muita ostotarjouksen luomia velvollisuuksia tarkemmin, esitellen niihin kohdistuvia ongelmia ostotarjousprosessissa, jossa tarjouksentekijä on kohdeyhtiön hallituksen jäsen.

4.2 Hallituksen lausunto

Edellä luvussa 2.4.1 on todettu, että merkittävien osakkeenomistajien antamat sitoumukset vaikuttavat kohdeyhtiön hallituksen lausuntoon ostotarjouksesta. Merkittävien osakkeenomistajien antama tuki ostotarjoukselle vaikuttaa etenkin suuromistajakaupoissa kohdeyhtiön hallituksen lausuntoon. Tässä luvussa esitellään mikä hallituksen lausunto on, sekä mitä kohdeyhtiön on ilmoitettava siinä.

Kohdeyhtiön hallituksen on AML 11:13:n nojalla julkistettava lausunto ostotarjouksesta sekä sen edullisuudesta kohdeyhtiön osakkeenomistajille. Hallituksen on annettava lausuntona AML 11:13.1:n mukaan viimeistään viisi pankkipäivää ennen tarjousasiakirjassa ilmaistun tarjousajan päättymistä. Kohdeyhtiön hallitus voi kuitenkin antaa lausuntonsa jo tarjousasiakirjan luonnoksen perusteella.¹⁷⁵ Lausuntoon sisältyvä kannanotto ostotarjouksen edullisuudesta osakkeenomistajille on keskeinen osakkeenomistajien arvioidessa sitä, haluavatko he hyväksyä

¹⁷⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 468.

¹⁷⁵ HE 32/2012 vp, s. 143.

ostotarjouksen.¹⁷⁶ Kuten todettu¹⁷⁷, ostotarjous voi olla joko ystävä- tai vihamielinen. Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä ostotarjoukset ovat kuitenkin tavanomaisesti ystävämielisiä, eli kohdeyhtiön hallitus suosittelee ostotarjousta osakkeenomistajilleen.¹⁷⁸

Hallituksen lausunnolla julkisesta ostotarjouksesta voi olla suuri merkitys sen toteutumiselle.¹⁷⁹ Ilmeisen informaatioasymmetrian vallitessa kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja tarjouksentekijän välillä lausunto on niin ikään tärkeä väline tämän tasoittamiseksi. Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tulee toteuttaa, kuten muutkin hallituksen toimet, OYL 1:8:ssä säädettyjen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta noudattaen. Täten kohdeyhtiön osakkeenomistajien on tärkeää tietää hallituksen arvio ostotarjouksen edullisuudesta ja hallitus on usein parhaassa asemassa lausumaan siitä.¹⁸⁰ Kohdeyhtiön hallituksen lausunnon valmistelussa tulee ottaa huomioon OYL:n periaatteet, etenkin johdon huolellisuusvelvoite. Huolellisuusvelvoitteen täyttämiseksi hallituksen on perusteltava suositustaan ostotarjouksen hyväksymisestä mahdollisimman laajasti.¹⁸¹

Kohdeyhtiön hallituksen on AML 11:13.3:n mukaan ilmoitettava lausunnossaan, noudattaako se AML 11:28:ssä säädettyä suositusta – eli ostotarjouskoodia.¹⁸² Hallituksen on lausunnossaan esitettävä johtopäätös, jonka perusteella kohdeyhtiön hallitus joko suosittelee tai ei suosittele tarjousta osakkeenomistajille. Mikäli kohdeyhtiön hallitus ei kykene esittämään suositusta tarjouksesta, on tämä perusteltava *comply or explain* -periaatteen perusteella.¹⁸³

Hallituksen voi olla ongelmallista esittää selvää suositusta ostotarjouksesta ja sen edullisuudesta yhtiölle ja viime kädessä osakkeenomistajille etenkin, jos kyseessä on vaihtotarjous, tai tarjousvastike on muutoin sellainen, jonka arvoa on vaikea määrittellä.¹⁸⁴ Ostotarjouskoodissa on korostettu, että mikäli ostotarjouksessa vastikkeena tarjotaan arvopapereita, on kohdeyhtiön hallituksen mahdollisesti toteutettava *due diligence* -tarkastus

¹⁷⁶ HE 6/2006 vp, s. 40.

¹⁷⁷ Ks. luku 2.1.

¹⁷⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 529. On huomioitava, että tilanne ystävä- sekä vihamielisten ostotarjousten osalta on eri kilpailevan ostotarjouksen tilanteessa, sillä kohdeyhtiön hallitus voi suositella vain yhtä ostotarjousta. Ks. myös HE 32/2012 vp, s. 143.

¹⁷⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 591.

¹⁸⁰ Parkkonen – Knuts 2014, s. 591–592; HE 6/2006 vp, s. 40. Jälkimmäisellä implementoitiin ostotarjousdirektiivin säännöksiä jo VAML:in. Kohdeyhtiön hallituksella ei ollut velvollisuutta lausua julkisesta ostotarjouksesta ennen kyseistä muutosta.

¹⁸¹ Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 29.

¹⁸² Ks. myös HE 32/2012 vp, s. 143, jossa todetaan, että tarjouksentekijää ei voida velvoittaa ilmoittamaan siitä, noudattaako kohdeyhtiön hallitus ostotarjouskoodia, sillä tarjous voi olla myös vihamielinen.

¹⁸³ Ks. Häyrynen – Kajala 2013, s. 338–339; Ostotarjouskoodi 2022, s. 30.

¹⁸⁴ Ks. Ostotarjouskoodi 2022, s. 30. Vaihtotarjouksella tarkoitetaan sitä, että kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjotaan tarjousvastikkeena tarjouksentekijän osakkeita.

tarjouksentekijästä ja sen tarjoamista arvopapereista, sekä niiden arvosta.¹⁸⁵ Vaikka mahdollisuus suosituksen antamisesta pidättäytymisestä on tunnustettu, on kynnys tähän varsin korkea. Hallituksella tulee olla keinot joko itsenäisesti – tai tavanomaisesti neuvonantajien avulla – arvioida ostotarjouksen ehtoja suhteessa yhtiön etuun. Ottaen huomioon, että tämän tutkielman aiheen kannalta relevanteissa ostotarjouksissa tarjouksentekijänä on taho, joka on joko kohdeyhtiön osakkeenomistaja, johdon jäsen tai kumpaakin näistä, on perusteltua esittää, että tällaisessa tilanteessa kohdeyhtiön hallituksella (sen eturistiriidattomien jäsenten välityksellä) on korostunut lausumisvelvollisuus ostotarjouksesta. Tätä kantaa tukee myös Timosen esittämä kanta siitä, että osakkeenomistakollektiivin suojaaminen on tärkein yksittäinen osakeyhtiöoikeudellinen suojaintressi.¹⁸⁶

Nähdäkseni siis MBO:issa ja suuromistajakaupoissa kohdeyhtiön hallituksen ei pitäisi olla lausumatta ostotarjouksesta. Käytännössä kohdeyhtiön hallituksen tosiasiaassa voi olla haastavaa lausua ostotarjouksesta, mutta MBO:issa ja suuromistajakaupoissa lausunnon antamisesta pidättäytyminen olisi ilmeisemmin hallituksen OYL 1:8:ssä säädettyjen velvollisuuksien vastausta kuin se, että hallitus antaa lausunnon parhaan arvionsa mukaan. Edelleen tätä näkemystä tukee se, että kohdeyhtiöiden hallituksen tavanomaisesti ilmoittavat lausunnoissaan niiden perustuvan yksinomaan tarjouksentekijän hallitukselle antamiin tietoihin.¹⁸⁷ Markkinakäytännöstä on siten johdettavissa, että hallituksen OYL 1:8:n mukaiset velvollisuudet ovat täyttyneet lausunnon osalta silloin, kun se on antanut parhaan näkemyksensä ja arvionsa ostotarjouksen edullisuudesta.

Hallituksella on AML 11:13.2.2 nojalla velvollisuus lausua myös tarjouksentekijän strategisista suunnitelmista tilanteessa, jossa ostotarjous toteutettaisiin. Hallituksen huolellisuusvelvollisuuden täyttämiseksi on pohdittava, missä laajuudessa kohdeyhtiön hallituksen on selvitettävä tarjouksentekijän strategisia suunnitelmia ja niiden taustalla olevia ajatuksia. Ostotarjouskoodissa on ilmaistu, että hallituksen velvollisuutta selvittää tarjouksentekijän strategisia suunnitelmia ei voida lojaliteettivelvollisuuden laajentaa ostotarjouksessa ilmaistusta tiedosta.¹⁸⁸ Tämä tukee edellä esitettyä siitä, että kohdeyhtiön

¹⁸⁵ Ostotarjouskoodi 2022, s. 36. Tarjouksentekijän on sallittava due diligence -tarkastuksen tekeminen siinä laajuudessa kuin se on tarpeen.

¹⁸⁶ Ks. Timonen 1997, s. 167. Ilmeisen informaatioasymmetrian vallitessa tarjouksentekijän ja muiden osakkeenomistajien välillä hallituksen pidättäytyminen lausunnon antamisesta MBO:ssa tai suuromistajakaupassa voitaisiin katsoa rikkovan myös lojaliteettivelvollisuutta, joka edellyttää kaikkien osakkeenomistajien edun edistämistä.

¹⁸⁷ Ks. esim. Onni Bidco tarjousasiakirja, liite C-5; Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-5.

¹⁸⁹ Ostotarjouskoodi 2022, s. 19.

hallituksen on OYL 1:8:ssä säädetyt velvollisuudet täyttääkseen esitettävä paras arvionsa sille esitetyistä tiedoista.

Ongelmalliseksi edellä esitetty tilanne muuttuu silloin, jos hallituksen jäsen toimii tarjouksentekijänä. On selvää, että sanottu hallituksen jäsen on esteellinen osallistumaan ostotarjousta liittyvien asioiden käsittelyyn hallituksessa. Rajanveto-ongelma syntyy siinä tilanteessa, jossa tarjouksentekijänä toimiva hallituksen jäsen ilmaisee strategisia tavoitteita laajemmin muille hallituksen jäsenille. Tällöin on kysyttävä, tuleeko hallituksen jäsenten arvioida – ja mahdollisesti ilmaista lausunnossaan – tätä tietoa. On huomattava, että tällainen tieto voi olla joko sisäpiiritietoa, liikesalaisuuslain (595/2018) mukainen liikesalaisuus tai kumpaakin edellä mainituista. Nähdäkseni kohdeyhtiön hallituksen lausuntoa laatiessaan ja ostotarjousta arvioidessaan voidaan katsoa, että huolellisuusvelvollisuus edellyttää ainakin tällaisen ”hiljaisen tiedon” arvioimista, mutta mikäli se lukeutuu jompaankumpaan edellä mainituista kategorioista, ei sitä tulisi ilmaista lausunnossa.

4.3 Kohdeyhtiön hallitukselta edellytetyt toimet

4.3.1 Tarjouksen kokonaisarviointi

Julkisen ostotarjouksen yhteydessä kohdeyhtiön johdolla on OYL 1:8:n nojalla velvollisuus aktiivisesti pyrkiä päättämään yhtiön ja etenkin sen osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen ratkaisuun. Käytännössä tämä tarkoittaa hallituksen velvollisuutta maksimoida osakkeenomistajien osuuksien arvo. Kohdeyhtiön johdolta edellytetyjä toimia ei ole ilmaistu AML:ssa tyhjentävästi, sillä kohdeyhtiön hallituksen on arvioitava siltä edellytetyjä toimia tapauskohtaisesti.

Hallituksen päätöksenteon lähtökohtana voidaan pitää tarjouksen kokonaisarviointia. Julkiset ostotarjoukset ovat monivaiheisia ja pitkiä prosesseja, ja ne edellyttävät kohdeyhtiön hallitukselta monien asioiden punnintaa, jotta OYL 1:8:ssä säädetty yhtiön etu toteutuu. Hallituksen fidusiaariset velvollisuudet ovat keskeisimmät hallituksen toimintaa ohjaavat säännöt ostotarjousprosessissa.

Ostotarjouskoodi sisältää suosituksen kohdeyhtiön hallituksen toimintavelvollisuudesta tarjouksentekijän yhteydenoton johdosta. Sanotun suosituksen mukaan hallituksen on vakavasti otettavan yhteydenoton jälkeen arvioitava, millaisia toimenpiteitä osakkeenomistajien ja yhtiön

etujen turvaaminen voi edellyttää, ja minkälaisia erilaisia vaihtoehtoja yhtiöllä on.¹⁸⁹ Tällaisena vaihtoehtona voidaan mainita keskeisimpänä yhtiön jatkaminen itsenäisenä pörssiyhtiönä. Tiivistettynä voidaan arvioida, että yhteydenoton ja toimintavaihtoehtojen arvioinnissa keskeistä on etenkin tarjousvastikkeen suuruus sekä tarjouksentekijän strategiset tavoitteet kohdeyhtiölle.

4.3.2 Fairness opinion

Julkisten ostotarjousten yhteydessä hallitus tavanomaisesti pyytää ulkopuoliselta neuvonantajalta tarjouksen edullisuutta koskevan arvion, eli niin sanottu *fairness opinion*. Ulkomaisessa kirjallisuudessa fairness opinionia on kuvailtu hallituksen keinoksi hakea hyväksyttävyyttä lausunnollensa sekä lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuuden täyttämiseksi.¹⁹⁰ Fairness opinionilla kohdeyhtiön hallitus voi tosiasiallisesti saada objektiivisen ulkopuolisen neuvonantajan, yleensä investointipankin¹⁹¹, näkemyksen tarjouksen edullisuudesta ja sen yhtiön ja siten osakkeenomistajien edun mukaisuudesta.

Fairness opinion voidaan nähdä kohdeyhtiön hallituksen toimesta toimivaksi keinoksi ennen AML 11:13:n mukaista lausunnon antamista, sillä sanotun arvion pyytäminen itsenäisesti jo puoltaa sitä, että kohdeyhtiön hallitus on toiminut objektiivisesti ja pyrkinyt täyttämään huolellisuusvelvoitteensa asianmukaisesti. Vastaavasti ostotarjouskoodissa on ilmaistu, että etenkin hallituksen jäsenten ollessa tarjouksentekijöitä ulkopuolisen neuvonantajan laatiman fairness opinionin hankkiminen on suotavaa, jotta osakkeenomistajat voivat varmistua hallituksen lausunnon asianmukaisuudesta sekä lojaliteetti- että huolellisuusvelvoitteen täyttamisestä.¹⁹² Vaikka fairness opinionissa esitetyt seikat ohjaavat hallituksen lausunnon lopputulosta ainakin jossain määrin, on ostotarjouskoodissa todettu, että hallitus ei saa perustaa AML 11:13:n mukaista lausuntoaan ulkopuolisen neuvonantajan arvioon.¹⁹³ Toisin sanoen, fairness opinion voi siis toimia ainoastaan kohdeyhtiön hallituksen tukena lausuntoa laadittaessa, eikä se saa olla päätöksenteon tai lausunnon perusta.

Fairness opinionia ei voida kuitenkaan katsoa täysin objektiiviseksi tulkinnaksi ostotarjouksen ehdoista ja siinä tarjotusta vastikkeesta. Päämies-agentti-teorian näkökulmasta fairness opinion on ongelmallinen. On huomioitava, että investointipankki toimii hallitukseen toimeksiantosuhteessa arviota laatiessaan, joka muodostaa jo itsessään muodostaa insentiivin

¹⁸⁹ Ostotarjouskoodi 2022, s. 19.

¹⁹⁰ Ks. Elson 1992, s. 951; Bebchuk – Kahan 1989, s. 28.

¹⁹¹ Ks. Bebchuk – Kahan 1989, s. 27.

¹⁹² Ostotarjouskoodi 2022, s. 31.

¹⁹³ Ostotarjouskoodi 2022, s. 31; ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 542.

investointipankille toimia myötämIELISESTI toimeksiantajaa kohtaan. Toisaalta voidaan katsoa, että tarjousta puoltavan fairness opinionin antaminen on omiaan markkinointikeino investointipankille, jolle pitkäaikaiset asiakassuhteet ovat hyvin tärkeitä.¹⁹⁴

4.3.3 Hallituksen jäsenten esteellisyyskysymykset

Pörssi-yhtiön hallituksen jäsenten esteellisyyttä säännellään OYL 6:4a:ssä. Sanotun säännöksen mukaan hallituksen jäsen ei saa osallistua yhtiön tai sen tytäryhteisön hallituksessa sellaisen sopimuksen käsittelyyn, jonka osapuolena on häneen lähipiirisuhteessa oleva, ja oikeustoimi ei ole yhtiön tavanomaista liiketoimintaa tai sitä ei toteuteta tavanomaisin kaupallisin ehdoin. Ostotarjouskontekstissa esteellisyys on sinänsä selvä. Kohdeyhtiön hallituksen jäsen ei saa osallistua sellaisen asian valmisteluun tai päätöksentekoon, jossa osapuolena hän on suoraan tai välillisesti.¹⁹⁵

Lisäksi AMY:n Hallinnointikoodi (Hallinnointikoodi 2025) on keskeinen julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallintoa ohjaava itsesääntelynormisto¹⁹⁶, sillä Nasdaq Helsinki Oy:n (Helsingin pörssi) päälისტalla noteerattujen yhtiöiden on noudatettava hallinnointikoodia.¹⁹⁷ Hallinnointikoodin tehokkaan ja yhdenmukaisen soveltamisen vuoksi hallinnointikoodin soveltamisessa noudatetaan niin kutsuttua noudata tai selitä -periaatetta (*comply or explain*). Hallinnointikoodi sisältää suosituksia eikä sillä ole lain tavoin vahvaa velvoittavuutta, minkä vuoksi hallinnointikoodin soveltamiseen velvoitetut yhtiöt voivat poiketa joistain siinä esitetystä suosituksista.¹⁹⁸ Hallinnointikoodissa suositellaan lähtökohtaisesti, että yhtiön hallituksen enemmistön tulisi olla riippumattomia yhtiöstä. Vaikka yhtiön hallituksen jäsenet omistaisivat yhtiön osakkeita, on huolehdittava, että vähintään kaksi hallituksen jäsentä ovat riippumattomia sekä yhtiöstä että sen merkittävistä osakkeenomistajasta. Edellä esitetty hallituksen kokoonpano – jossa on sekä yhtiöstä että merkittävästä osakkeenomistajasta riippumattomia jäseniä – on omiaan edistämään yhtiön etua ja osakkeenomistajien tasapuolista kohtelua.¹⁹⁹

¹⁹⁴ Ks. myös Bebchuk – Kahan 1989, s. 37–45. Kirjoittajat esittävät useita perusteita sille, miksi investointipankin laatiman fairness opinionin objektiivisuutta on syytä arvioida kriittisesti. Vaikka kirjoittajat suhtautuvat jokseenkin kriittisesti näihin arvioihin, voidaan kuitenkin ostotarjouskäytännön perusteella katsoa, että arvion pyytäminen on tavanomainen käytäntö.

¹⁹⁵ Ks. lähemmin esteellisyyssäännöksistä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, II osa, 6 luku, 4a §.

¹⁹⁶ Arvopaperimarkkinayhdistys, itsesääntely.

¹⁹⁷ Helsingin pörssin säännöt, kohta 2.15.1, alakohdat b–c.

¹⁹⁸ Hallinnointikoodi 2025, s. 6. Hallinnointikoodin joustavuutta tukee myös se tosiseikka, että hallinnointikoodissa on vain suosituksia.

¹⁹⁹ Hallinnointikoodi 2025, s. 26. Tällainen hallintomalli siis osaltaan auttaa välttämään myös hallituksen jäsenen toimien riippumattomuuden, vähintäänkin niiden hallitusten jäsenten osalta, joilla ei ole

Ostotarjouksissa esteellisyysskysymysten hoitamiseksi tarkoituksenmukaista on, että kohdeyhtiön hallituksen esteelliset jäsenet jäävävät itsensä. Suomalaisista MBO:issa ja suuromistajakaupoista huomataan, että kohdeyhtiöiden hallitukset perustavat usein niin sanotun *ad hoc* -komitean käsittelemään ostotarjousta.²⁰⁰ Tällaisten *ad hoc* -komiteoiden jäseninä toimii kohdeyhtiön eturistiriidattomat hallituksen jäsenet. Hallituksen OYL 1:8:ssä säädetyn huolellisuusvelvollisuuden näkökulmasta tällainen toiminta on suotavaa. Vaikka tällaisen toiminnan voidaan yhtäältä nähdä korostavan kohdeyhtiön hallituksen huolellista toimintaa, mutta on otettava huomioon, että OYL 6:4a itsenäisesti jo estää konfliktin omaavien johdon jäsenten osallistumisen asian käsittelyyn. Esteellisyyssäännösten toteutuminen ei vaadi tavanomaista suurempaa huomiota, mutta niillä on tärkeä merkitys ostotarjoustilanteessa, jossa tarjouksentekijällä on intressi tarjouksentekijän ominaisuudessa.

Ottaen huomioon ostotarjousprosessien pitkäkestoisuuden, kohdeyhtiön hallitus todennäköisesti kokoontuu käsittelemään myös muita asioita ostotarjousprosessin aikana. Muiden kuin ostotarjousta koskevien asioiden käsittelyssä tarjouksentekijänä toimiva hallituksen jäsen ei ole esteellinen, mutta on arvioitava hänen toimintaansa etenkin hänen hallussaan olevan tiedon osalta.²⁰¹ Voidaan esittää, että OYL 1:8:ssä säädetyt velvollisuudet estävät eturistiriidattomia hallituksen jäseniä ilmaisemaan mitään ostotarjousta koskevia keskusteluja tai suunniteltuja päätöksiä tarjouksentekijänä toimivalla hallituksen jäsenelle.²⁰² Mielenkiintoista on myös se, miten epäsymmetrisen informaation – kuten se, että tarjouksentekijänä toimiva hallituksen jäsen osallistuu muuhun kohdeyhtiötä koskevaan päätöksentekoon – käsillä olo vaikuttaa tarjouksentekijän mahdollisuuksiin edistää omaa etuaan tehokkaammin suhteessa muihin kohdeyhtiön osakkeenomistajiin.

4.3.4 Sopimukset tarjouksentekijän kanssa ja kilpailevien tarjousten etsiminen

Ostotarjouskäytännössä tarjouksentekijä luonnollisesti pyrkii minimoimaan kilpailevien tarjousten riskit, sillä tällainen tilanne voi merkittävästi hankaloittaa alkuperäisen

riippuvuussuhdetta yhtiöön tai merkittävään osakkeenomistajaan, joka niin ikään voi olla toinen hallituksen jäsen.

²⁰⁰ Ks. esim. Flybird Holding tarjousasiakirja, liite A-7–A-8. Musti Groupin ostotarjouksessa tarjouksentekijän taustalla olevassa konsortiossa toimi muun muassa kaksi Musti Groupin hallituksen jäsentä sekä Musti Groupin toimitusjohtaja.

²⁰¹ Selvyyden vuoksi todetaan, että tarjouksentekijänä toimiva hallituksen jäsen voi olla esteellinen käsittelemään myös tiettyjä muita asioita hallituksen jäsenen ominaisuudessaan, mutta esteellisyys ratkaistaan tällöinkin OYL:n esteellisyyttä koskevien normien mukaan.

²⁰² Voidaan kuitenkin argumentoida, että yksityiskohtaisempi sääntely koskien hallituksen sisäistä tiedonantokieltoa ostotarjoustilanteissa edelleen edistäisi osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua sekä pienentäisi riskiä sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta.

tarjouksentekijän tarjouksen menestymistä ja siten ostotarjouksen toteuttamisen todennäköisyyttä. Tarjouksentekijä täten usein pyrkiikin sopimaan kohdeyhtiön hallituksen kanssa joko neuvottelujen yksinoikeudesta tai kohdeyhtiön passiivisuudesta.²⁰³ On kuitenkin ongelmallista ajatella, että sopimukset, joilla rajoitetaan kohdeyhtiön mahdollisuuksia etsiä kilpailevia ostotarjouksia, olisi yhtiön edun mukaista.

Lähtökohtana on pidetty, että kohdeyhtiön hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittavaan sopimukseen sitoutuminen tulisi olla määräaikaista. Lisäksi tällaiseen sopimukseen sitoutuminen voidaan katsoa olevan yhtiön edun mukaista tilanteessa, jossa tarjouksentekijä esittää sopimukseen sitoutumisen osakkeenomistajille edullisen ostotarjouksen julkistamisedellytykseksi.²⁰⁴ Ostotarjouskäytännöstä voidaan todeta, että julkisen ostotarjouksen julkistaminen voi avata muiden potentiaalisten tarjouksentekijöiden aktiivisuutta ja siten johtaa myös kilpaileviin ostotarjouksiin.²⁰⁵

Viitaten edellä luvussa 2.4.2 esiteltyihin merkittävän osakkeenomistajan antamiin sitoumuksiin, AMY:n ostotarjouslautakunta on korostanut, että mikäli merkittävä osakkeenomistajan antama peruuttamaton – tai sellaiseksi mielletävä²⁰⁶ – sitoumus tosiasiallisesti estäisi kilpailevien ostotarjousten mahdollisuuden, korostuu kohdeyhtiön hallituksen velvollisuus päästä sanotun ostotarjouksen osalta yhtiön edun kannalta parhaaseen mahdolliseen ratkaisuun. Edelleen AMY:n ostotarjouslautakunta on todennut, että tällaisessa tilanteessa kohdeyhtiön hallituksen tulee varmistua siitä, että yhdistymissopimus²⁰⁷ ei tosiasiasa rajoita kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuuksia etsiä kilpailevia ostotarjouksia.²⁰⁸ Voidaan esittää, että vastaavasti tällaisessa tilanteessa kohdeyhtiön hallituksen tulisi olla erityisen pidättyväinen eksklusiviteetti- tai passiivisuussopimukseen sitoutumisesta.

Yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä on todettu, että hallituksen tekemä yhdistymissopimus tarjouksentekijän kanssa voi estää hallitusta neuvottelemasta muiden potentiaalisten tarjouksentekijöiden kanssa.²⁰⁹ Tällainen tulkinta korostaa hallituksen huolellisuusvelvollisuutta.

²⁰³ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 544–545; Ostotarjouskoodi 2022, s. 23. *Parkkonen* ja *Knuts* toteavat, että kansainvälisessä käytännössä tunnetaan myös *go shop* -menettely, jossa kohdeyhtiö aktiivisesti pyrkii etsimään kilpailevia tarjouksia, siten toteuttaen huolellisuusvelvoitettaan.

²⁰⁴ Ostotarjouskoodi 2022, s. 24.

²⁰⁵ Kilpailevia ostotarjouksia on julkistettu muun muassa Uponor Oyj:stä, ks. Pörssitiedotteet 17.4.2023, 26.4.2023 ja 22.6.2023.

²⁰⁶ Ks. luku 2.4.2.

²⁰⁷ Yhdistymissopimuksella tarkoitetaan tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön hallituksen välistä sopimusta, jossa osapuolet sopivat ostotarjousprosessin etenemisestä. Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 472 ja 543.

²⁰⁸ Ks. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus 1/2025. <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2025/08/ratkaisusuositus-2025-01.pdf> (28.1.2026), s. 6.

²⁰⁹ Ks. Brownstein – Lipton 1985, s. 1406; Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc.

Suomalaisessa käytännössä hallituksen tulee arvioida toimiaan *ex ante*, eli hallituksen tulee arvioida toimiansa huolellista luonnetta ja yhtiön edun mukaisuutta vailla kyseisen päätöksen seuraamusten varmaa tietoa.²¹⁰

Toinen tavanomainen sopimusehto ostotarjousprosessissa on niin kutsuttu *fiduciary out* -lauseke, jossa kohdeyhtiön hallitukselle varataan mahdollisuus poiketa tarjouksentekijän kanssa tehdystä sopimuksesta tietyissä tilanteissa, kuten paremman kilpailevan tarjouksen tai muuttuneiden olosuhteiden vuoksi. Ulkomaalaisessa oikeuskäytännössä *fiduciary out* -lausekkeet on katsottu pakollisiksi, sillä eksklusiviteettisopimuksien on katsottu olevan ongelmallisia yhtiön ja etenkin osakkeenomistajien edun kannalta.²¹¹

Yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksista johdetusti onkin todettavissa, että joko *fiduciary out* -lausekkeen käyttö transaktio- tai yhdistymissopimuksessa tai täydestä eksklusiivisuudesta kieltäytyminen on kohdeyhtiön hallituksen toiminnan näkökulmasta omiaan huolellista, sillä kilpailevan ostotarjouksen tilanteessa hallituksella tulee olla mahdollisuus arvioida sekä tarvittaessa suositella kilpailevaa tarjousta. Vastaavasti kohdeyhtiön hallituksen on AML 11:17:n mukaisesti täydennettävä lausuntoaan julkisesta ostotarjouksesta, ja kategorinen tarjouksen ei-suositteleva lausunto pelkästään aiemman tarjouksentekijän kanssa tehdyn sopimuksen takia voidaan katsoa ilmeisesti OYL 1:8:ssä säädettyjen velvollisuuksien vastaiseksi.²¹²

Parkkonen ja Knuts ovat kirjoittaneet myös tarjouksentekijään kohdistuvista velvoitteista ostotarjousprosessin aikana. Kohdeyhtiön hallitus voi sopia tarjouksentekijän kanssa, että tarjouksentekijä ei hanki kohdeyhtiön osakkeita markkinoilta aikana ennen ostotarjouksen julkistamista. Tällaisen niin sanotun *stand still* -ehdon hyödyntäminen on omiaan korostamaan hallituksen huolellista toimintaa ostotarjousprosessissa, sillä tarjouksentekijän pidättäytyminen osakehankinnoista ennen ostotarjousta osaltaan varmentaa sitä, että kohdeyhtiön osakkeenomistajat eivät myy osakkeitaan mahdolliseen alihintaan suhteessa ostotarjouksen tarjousvastikkeeseen.²¹³

1981.

²¹⁰ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 535. Vahingonkorvausvelvollisuuden osalta hallituksen toiminnan huolellisuutta tarkistellaan puolestaan *ex post*.

²¹¹ Ks. Firer – Libson 2023, s. 137–139.

²¹² Ks. Diana BidCo tarjousasiakirja, liite C-4, jossa kohdeyhtiö eli WithSecure pidatti itsellään oikeuden vetäytyä suosituksestaan, muokata tai muuttaa sitä, peruuttaa sen ja ryhtyä hyväksyvää suositusta vastaisiin toimiin täyttääkseen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa.

²¹³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 546.

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden toteutuminen kohdeyhtiön hallituksen ryhtyessä sen toimintamahdollisuuksia rajoittavaan sopimukseen tarjouksentekijän kanssa on ongelmallinen. Kokoavana johtopäätöksenä voidaan kuitenkin esittää, että toimintamahdollisuuksia rajoittavat päätökset voivat edellä esitetyn perusteella olla tarpeellisia yhtiön edun ja osakkeenomistajien omistuksien arvon maksimoinniksi. Vastaavasti mikäli hallitus tekee päätöksensä yleisen liiketoimintapäätösperiaatteen sääntöjen mukaisesti – eli tiivistettynä sivuvaikutteista vapaana ja riittävän informaation vallitessa – voidaan hallituksen katsoa toteuttaneen fidusiaariset velvollisuutensa ryhtyessä eksklusiivisuus- tai muuhun rajoittavaan sopimukseen.²¹⁴

4.3.5 Break Fee

Edellä tässä luvussa on esitelty kohdeyhtiön hallituksen antamia sitoumuksia ja sopimuksia tarjouksentekijän kanssa. Vaikka on todettavissa, että hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittavat sitoumukset edellyttävät aina tapauskohtaista harkintaa yhtiön edun näkökulmasta, on tavanomaista, että kohdeyhtiön hallitus sitoutuu myös niin sanottuun *break fee* eli irtaantumiskorvaukseen. Irtantumiskorvauksella tarkoitetaan kohdeyhtiön tarjouksentekijälle maksamaa etukäteen sovittavaa korvausta, joka tulee maksettavaksi tietyissä edellä sovittavissa tilanteissa – yleensä mikäli tarjous ei toteudu. Irtantumiskorvauksen maksaminen edellyttää yleensä sitä, että kohdeyhtiön hallitus on rikkonut muita transaktio- tai yhdistymissopimuksessa sovittuja ehtoja.²¹⁵

Irtantumiskorvauksen maksaminen lähtökohtaisesti vaikuttaa ongelmalliselta yhtiön edun näkökulmasta, sillä herää kysymys, miten voi olla yhtiön edun mukaista, että kohdeyhtiö maksaa tarjouksentekijälle tarjouksen toteutumattomuudesta.²¹⁶ Vastaavasti kuin eksklusiiviteetti- tai passiivisuusehdoissa, kohdeyhtiön sitoutuminen irtantumiskorvauksen maksamiseen tietyissä tyyppitilanteissa voi olla perusteltua, mikäli tarjouksentekijä edellyttää irtantumiskorvaukseen sitoutumisen tarjouksen julkistamisen ehdoksi.²¹⁷ Vaikka edellytykset irtantumiskorvaukseen sitoutumiseen voivat olla olemassa, on kohdeyhtiön hallituksen huomioitava myös sekä tarjouksen että yhdistymissopimuksen muita ehtoja, jotta se säilyttää itsellään mahdollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti ostotarjousprosessia kokonaisuutena arvioiden.

Irtantumiskorvaukset ovat ongelmallisia edellä esitetyn lisäksi myös OYL:n

²¹⁴ Ks. HE 109/2005 vp, s. 41.

²¹⁵ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 550; Ostotarjouskoodi 2022, s. 25.

²¹⁶ Irtantumiskorvauksen maksaminen voi realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus on rikkonut *no shop* -ehtoa.

²¹⁷ Ostotarjouskoodi 2022, s. 25.

varojenjakosäännösten näkökulmasta. OYL 13:1.1:n mukaan yhtiön varoja voidaan jakaa osakkeenomistajille vain sen mukaan kuin OYL:ssa säädetään. Saman säännöksen 3 momentissa säädetään, että ”[m]uu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjako.” Tulee kysyä, onko irtaantumiskorvauksen maksamiselle liiketaloudellinen peruste? Sinänsä liiketaloudellinen peruste irtaantumiskorvauksen maksamiseen voidaan katsoa olemassa, jos tarjouksentekijä asettaa kohdeyhtiön siihen sitoutumisen ostotarjouksen julkistamisen edellytykseksi.²¹⁸ Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin esitetty, että kohdeyhtiön tulisi edellyttää korvausriskin vastineeksi huomattavaa tarjouksentekijän tarjoamaa etua.²¹⁹

Toisaalta voidaan ajatella, että kohdeyhtiön hallituksen tulisi pidättäytyä irtaantumiskorvaukseen sitoutumisesta, sillä sen realisoituessa maksettavaksi kohdeyhtiön varat vähenevät, eikä yhtiön toiminnan tarkoitus, eli voiton tuottaminen osakkeenomistajille, toteudu. Nähdäkseni asiaa tulee käsitellä suhteellisuusperiaatteen mukaisesti. Mikäli tarjouksentekijä on asettanut irtaantumiskorvaukseen sitoutumisen tarjouksen julkistamisen edellytykseksi ja kohdeyhtiön hallitus toteaa kokonaisarvionsa perusteella tarjouksen olevan sekä yhtiön edun mukainen että myös toteuttamiskelpoinen, on irtaantumiskorvaukseen sitoutuminen lähtökohtaisesti perusteltua.²²⁰

Mikäli irtaantumiskorvaukseen sitoutumiselle on olemassa liiketoiminnallinen peruste ja kohdeyhtiön hallitus katsoo sen olevan yhtiön edun mukaista, tulee sen arvioida irtaantumiskorvauksen suuruutta. Irtantumiskorvauksen suuruuden määrittämisessä se voidaan suhteuttaa muun muassa transaktion kokonaisarvoon tai transaktion osakkeenomistajille tuottamaan lisäarvoon.²²¹ Ostotarjouskoodissa on todettu, että irtaantumiskorvaus voi olla kohtuullinen tilanteessa, jossa irtaantumiskorvauksen määrä vastaa tarjouksentekijälle syntyneitä kustannuksia.²²² Nähdäkseni irtaantumiskorvaukseen suhtautuminen kompensatorisena keinona tarjouksentekijälle tilanteessa, jossa kohdeyhtiö on rikkonut jotain velvoitettaan on perusteltu, sillä se tukee liiketaloudellisen päätöksen hyväksyttävyyttä. Irtantumiskorvauksen ollessa sidottu tarjouksentekijälle sittemmin turhiksi

²¹⁸ Liiketaloudellisen perusteen olemassaolon arvioinnissa voidaan soveltaa edellä luvussa 3.3.2 esitettyä liiketoimintapäätösperiaatetta, joka on olennaisesti liitännäinen johdon huolellisuusvelvollisuuteen.

²¹⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 550.

²²⁰ Irtantumiskorvaukseen sitoutumisesta tulee kuitenkin ottaa huomioon myös sen suuruus.

²²¹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 550.

²²² Ostotarjouskoodi 2022, s. 25; samansuuntaisesti Parkkonen – Knuts 2014, s. 550, jossa kirjoittajat asettavat sille kannalle, että irtaantumiskorvaus on enemmän *kompensatorinen* keino, jolla suojataan tarjouksentekijän sittemmin turhiksi muodostuneita kuluja, jotka ovat syntyneet ostotarjouksen valmisteluista.

muodostuneisiin kustannuksiin, on se oletettavasti pienempi verrattuna tilanteeseen, jossa irtaantumiskorvaus on suhteutettu koko transaktion kokoon. Edelleen mikäli irtaantumiskorvauksen suuruus on sidottu koko transaktion kokoon, voisi tarjouksentekijä hyötyä kohdeyhtiön kustannuksella transaktion epäonnistuessa. Tällainen tilanne myös kyseenalaistaa liiketaloudellisen perusteen olemassaolon sekä liiketoimintapäätösperiaatteen että yhtiön edun näkökulmasta.

Vastaavasti voidaan todeta, että tilanne on yhä ongelmallisempi kohdeyhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta silloin, jos irtaantumiskorvauksen summa on merkittävä. Suomalaisissa MBO:issa ja suuromistajakaupoissa irtaantumiskorvaus on kuitenkin usein sidottu suoraan tarjouksentekijälle aiheutumiin kustannuksiin siihen hetkeen asti, kun irtaantumiskorvaus realisoituu maksettavaksi. Esimerkiksi Purmo Group Oyj:n (Purmo Group) ostotarjouksessa, jossa Project Grand Bidco (UK) Limited (Project Grand Bidco) toimi tarjouksentekijänä, irtaantumiskorvaus oli sidottu tarjouksentekijälle korvausvelvollisuuden syntymiseen mennessä aiheutuneisiin kuluihin. Vastaavalla tavalla toimittiin Innofactorin ostotarjouksessa, joskin irtaantumiskorvauksen enimmäismäärä oli matalampi.²²³ WithSecuren ostotarjouksen yhteydessä tehdyssä yhdistymissopimuksessa osapuolet eivät puolestaan sopineet minkäänlaisesta irtaantumiskorvauksesta.²²⁴

Parkkonen ja Knuts ovat esittäneet, että irtaantumiskorvauksen – joka on luonteeltaan sopimussakon omainen – suuruutta arvioidessa on otettava huomioon suhteellisuusperiaate. Tässäkin yhteydessä kohdeyhtiön johdon on siis arvioitava, mikä on irtaantumiskorvauksen tuoma lisäarvo yhtiölle sen sitoutuessa irtaantumiskorvausehtoon.²²⁵ Irtantumiskorvausten suuruus suhteessa kohdeyhtiön markkina-arvoon on vaihtelevaa. Esimerkiksi edellä mainitussa Purmo Groupista tehdyssä ostotarjouksessa irtaantumiskorvauksen enimmäismäärä 2,5 miljoonaa euroa vastasi noin 0,8 prosenttia suhteutettuna Purmo Groupin markkina-arvoon viimeisimmän ostotarjousta edeltäneen tarkastelukauden (Q1/2024) lopussa.²²⁶ Innofactorin hallitus oli sitoutunut maksamaan enintään 1,25 miljoonaa euroa irtaantumiskorvauksena, joka vastasi noin 2,65 prosenttia suhteutettuna Innofactorin markkina-arvoon viimeisimmän

²²³ Ks. Project Grand Bidco tarjousasiakirja, s. 12 ja 15–16, jossa irtaantumiskorvauksen enimmäismääräksi asetettiin 2,5 miljoonaa euroa; Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 11 ja 14, jossa enimmäismäärä oli puolestaan 1,25 miljoonaa euroa.

²²⁴ Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 15 ja liite C-4.

²²⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 550.

²²⁶ Project Grand Bidco tarjousasiakirja, s. 15–16 ja liite A-20. Purmo Groupin markkina-arvo Q1/2024 tarkastelukauden viimeisen päivän 31.3.2024 kaupankäyntikurssilla laskettuna oli noin 282,9 miljoonaa euroa.

ostotarjousta edeltäneen tarkastelukauden päätöskurssilla.²²⁷ Innofactorin irtaantumiskorvauksen suuruutta voidaan nähdäkseni pitää vielä kohtuullisena, olettaen, että myös sanotun irtaantumiskorvauksen maksamisen edellytykset ovat tarkkarajaisia. Suomessa ostotarjouskoodi ei esitä tarkkaa suhteellista maksimimäärää irtaantumiskorvaukselle, toisin kuin esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Yhdistyneen kuningaskunnan ostotarjouskoodin (*Takeover Code*) säännön 21.2 mukaisesti irtaantumiskorvauksen ei tulisi ylittää yhtä prosenttia kohdeyhtiön markkina-arvosta.²²⁸ *Takeover Code*:n linjauksen voidaan katsoa olevan sopiva, mutta AMY:n ostotarjouskoodin laveampi muotoilu on irtaantumiskorvauksista sopimisen kannalta kevyempää. Lisäksi on huomioitava, että vaikka tarjouksentekijälle tarjouksen valmistelusta ja toteuttamisesta aiheutuvat kulut ovat jossain määrin suhteellisia myös kohdeyhtiön markkina-arvoon, ei kohdeyhtiön markkina-arvo yksinomaan määritä tarjouksen valmistelukustannuksia.²²⁹

Ongelmallisena voidaan nähdä myös tilanne, jossa yhtiön johtoon kuuluva tarjouksentekijä pyrkii asettamaan tiukkoja ehtoja ostotarjouksen julkistamiselle. Vaikka tarjouksentekijä on oikeutettu ajamaan omaa etuaan, voidaan silti kyseenalaistaa suurten irtaantumiskorvausten tai muiden tiukkojen ehtojen asettamisen kohtuullisuutta yhtiön toimintamahdollisuuksien kannalta. Näet on mahdollista, että yhtiön johtoon kuuluva tarjouksentekijä on sellaisen informaation vallassa, että hän kykenee neuvottelemaan hänelle suotuisista ehdoista siten, että kohdeyhtiön hallituksen eturistiriidattomat jäsenet katsovat kokonaisuuden olevan silti yhtiön edun mukaista. Tällainen esimerkinomainen tilanne voisi olla käsillä esimerkiksi silloin, jos kohdeyhtiön liiketoiminta on ollut heikkoa tai sen tulevaisuudenodotukset osoittavat olematonta tai hyvin pientä kasvua.

Tutkimuksen aikana herää seuraavat kysymykset: (i) voiko tai onko merkittävien osakkeenomistajien antamat sitoumukset vaikuttaneet kohdeyhtiön hallituksen näkemykseen ostotarjouksen arvioinnissa; (ii) voiko kohdeyhtiön hallitus esittää, että muu kuin korkeimman vastikkeen sisältävä julkinen ostotarjous on yhtiön edun mukainen; sekä (iii) miten johdon kaksoisrooli voi vaikuttaa ja on vaikuttanut muiden eturistiriidattomien johdon jäsenten arvioon ostotarjouksesta? Näitä kysymyksiä pyritään selvittämään luvuissa 4.5 ja 4.6 käsiteltävien

²²⁷ Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 14 ja liite A-12. Innofactorin markkina-arvo Q2/2024 osavuosisikatsauksen viimeisen kaupankäyntipäivän 30.6.2024 kaupankäyntikurssilla laskettuna oli noin 47,065 miljoonaa euroa.

²²⁸ Ks. *Takeover Code*. <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp/rules/rule-21/rule-21-2.html> (15.3.2026), rule 21.2, note 1.

²²⁹ Ks. Fox 2012, joka toteaa, että kohdeyhtiön markkina-arvon kasvaessa irtaantumiskorvauksen suhteellinen suuruus laskee.

käytännön esimerkkien kautta.

4.4 Johtopäätökset

Edellä tässä luvussa on käsitelty kohdeyhtiön johdon ja eritoten hallituksen toimintaa ja päätöksentekoa ostotarjoustilanteessa. Hallituksen toimintaa ohjaa yhtäältä OYL ja toisaalta AMY:n ostotarjouskoodi. Vaikka etenkin ostotarjouskoodissa on hyvin tarkkarajaisia suosituksia hallituksen toiminnan ohjeeksi ostotarjoustilanteessa, ei niiden soveltamista ole tarkoituksenmukaista seurata orjallisesti. Kohdeyhtiön hallituksen toiminta ostotarjoustilanteessa edellyttää aina tapauskohtaista harkintaa sekä erilaisten vaihtoehtojen punnintaa *ex ante*, sillä hallitus ei voi varmuudella tietää, johtaako heidän tekemät päätökset ja toimet yhtiön ja osakkeenomistajien edun kannalta parhaaseen mahdolliseen ratkaisuun.

Sitoumusten antamista on käsitelty tarkemmin edellä luvussa 2.4.2. Merkittävien osakkeenomistajien sitouttaminen ostotarjoukseen joko peruuttamattomasti – tai sellaisilla peruuttamishdoilla, joihin hyvin todennäköisesti mahdollinen kilpaileva tarjouksentekijä ei yllä – on todettu olevan sallittua, joskin se osaltaan voi heikentää kilpailua ja hallituksen mahdollisuuksia etsiä yhtiön edun kannalta parasta mahdollista ratkaisua.

4.5 Tapausesimerkki: Purmo Group Oyj

Purmo Groupista tehdyssä kilpailevassa ostotarjouksessa kiinalaisomisteinen Haier Europe Appliances Holding B.V. (Haier) tarjosi korkeampaa hintaa suhteessa suositeltuun ostotarjoukseen, jossa tarjouksentekijänä toimi Project Grand Bidco, jonka omistivat välillisesti Apollo Global Management, Inc.:n ja sen tytäryhtiöiden lähipiiriyhtiöiden hallinnoimat rahastot sekä suomalainen Rettig Oy Ab (Rettig).²³⁰

Project Grand Bidcon alkuperäinen tarjousvastike oli 9,91 euroa käteisenä jokaisesta kohdeyhtiön F-sarjan osakkeesta, joka oli muutettavissa C-sarjan osakkeeksi ja 6,00 euroa jokaisesta F-sarjan osakkeesta, joka ei ollut muutettavissa C-sarjan osakkeeksi.²³¹ Vastaavasti Haierin tarjousvastike oli 13,68 euroa jokaisesta kohdeyhtiön C-sarjan osakkeesta ja F-sarjan osakkeesta, joka oli muunnettavissa C-sarjan osakkeeksi sekä 8,28 euroa jokaisesta F-sarjan osakkeesta, joka ei ollut muunnettavissa C-sarjan osakkeeksi.²³² Project Grand Bidco täydensi

²³⁰ Ks. Project Grand Bidco tarjousasiakirja, kansisivu ja s. 27.

²³¹ Project Grand Bidco tarjousasiakirja, s. 17.

²³² Ks. Pörssitiedote 15.7.2024.

ostotarjousta muun muassa tarjousvastikkeen osalta siten, että tarjousvastike oli 11,15 euroa jokaisesta C-sarjan osakkeesta ja F-sarjan osakkeesta, joka oli muutettavissa C-sarjan osakkeeksi sekä 6,75 euroa jokaisesta F-sarjan osakkeesta, joka ei ollut muutettavissa C-sarjan osakkeeksi.²³³

Project Grand Bidcon täydennetyn tarjouksen myötä Purmo Groupin hallitus julkaisi päivitetyn lausuntonsa, jonka nojalla he yhä suosittelivat Project Grand Bidcon ostotarjousta, jossa tarjousvastike oli Haierin tarjousta alempi. Hallitus perusteli Project Grand Bidcon alemman tarjouksen suosittelusta sillä, että Haierin tarjous ei ollut saanut suurimpien osakkeenomistajien hyväksyntää.²³⁴ Sanotun päivitetyn lausunnon aikaan Purmo Groupin merkittävimmät osakkeenomistajat olivat Rettig sekä Ehnroothien suvun sijoitusyhtiö Virala Oy Ab (Virala), jotka omistivat yhteensä noin 77 prosenttia Purmo Groupin osakkeista.²³⁵ Samaisessa tiedotteessa Purmo Groupin silloiset merkittävät osakkeenomistajat olivat uudistaneet sitoumuksiaan hyväksyä Project Grand Bidcon ostotarjous. Näihin peruuttamattomiksi sitoumuksiksi nimitettyihin sitoumuksiin sisältyi peruutusehtoja, kuten muun muassa se, että Purmo Groupin hallituksen tuli suositella Haierin – tai muun tahon – kilpailevaa tarjousta. Lisäksi edellytettiin, että tällaisen kilpailevan tarjouksen toteuttaminen ei ole ehdollinen due diligence -tarkastukselle.²³⁶

Purmo Groupin ostotarjoustilanteesta voidaan huomata, että merkittävien osakkeenomistajien antamat sitoumukset tosiasiallisesti vaikuttivat kohdeyhtiön hallituksen arvioon kilpailevasta ostotarjouksesta. Erityisen mielenkiintoista tilanteesta on myös se, että Purmo Groupin hallitus suositteli ostotarjousta, jossa tarjottu vastike oli matalampi. Osakkeenomistajien arvon maksimoinnin näkökulmasta lienee ongelmallista ajatella, että hallituksella on asiallisia perusteluita suositella tarjousta, jonka toteutuminen johtaisi siihen, että osakkeenomistajat saisivat vähemmän rahaa osakkeistaan. On kuitenkin muistettava, että tarjousvastike ei ole

²³³ Project Grand Bidco toinen täydennysasiakirja, s. 3.

²³⁴ Pörssitiedote 24.7.2024. Haier oli asettanut ostotarjouksensa toteuttamisedellytykseksi muun muassa sen, että Haier saa haltuunsa yli 80 prosenttia kaikista Purmo Groupin liikkeeseen lasketuista ja ulkona olevista osakkeista ja äänistä ja että Purmo Groupin hallitus suosittelee Haierin tarjousta. Ks. tältä osin Pörssitiedote 15.7.2024, s. 5.

²³⁵ Purmo Group, Largest shareholders. 30.6.2024. <https://www.purmogroup.com/share/shareholders/> (19.2.2026). Rettig Ltd on englanninkielinen toiminimi Rettig Oy Ab:lle, ks. tältä osin Rettig Oy Ab kaupparekisteriote. <https://virre.prh.fi/novus/home?execution=e1s3> (19.2.2026).

²³⁶ Ks. Pörssitiedote 24.7.2024. *Due diligence* -tarkastuksessa tarjouksentekijä tarkastaa kohdeyhtiön toimintaa. Due diligence -tarkastus tehdään tavanomaisesti ainakin sekä taloudellisista, kaupallisista että juridisista seikoista. Due diligence -tarkastus on hyvin merkityksellinen ostotarjouksissa, sillä se auttaa tarjouksentekijää hahmottamaan, onko kohdeyhtiössä joitain sellaisia ongelmia, jotka tarjouksentekijä voi ottaa huomioon esimerkiksi tarjousvastikkeen suuruudessa.

ainoa arvioitava tekijä. Kohdeyhtiön hallituksen on myös otettava huomioon esimerkiksi tarjouksen toteutumisedellytykset, jotka Haierin tapauksessa eivät olleet täyttymässä, sillä Purmo Groupin merkittävät osakkeenomistajat olivat sitoutuneet myymään osakkeensa Project Grand Bidcon tarjoukseen.

Kuten edellä²³⁷ on todettu, OYL 1:7:n yhdenvertaisuussäännös edellyttää kaikkien osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua ja se on nimenomaisesti säädetty vähemmistöomistajien suojaksi. Edelleen OYL 1:7:n esitöistä on huomattavissa, että säännöksen tarkoituksena on estää merkittävän osakkeenomistajan tai -omistajien suosimisen vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.²³⁸ Herää kysymys, vaikuttiko tarjouksentekijänäkin toimivan Rettigin asema Purmo Groupin hallituksessa eturistiriidattomien hallituksen jäsenten arvioon?²³⁹

Niin Purmo Groupin kuin Musti Groupin sekä Caverionin ostotarjouksissa sijoittajille ovat heränneet kaksi kysymystä: onko kohdeyhtiön omistajilla halu ostaa yhtiönsä pois alisuoriutuvasta Helsingin pörssistä sekä kohdellaanko ostotarjousprosesseissa kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti?²⁴⁰ Vaikka Purmo Groupin tilanteessa Project Grand Bidcon ostotarjous toteutettiin, on huomattava, että merkittävien osakkeenomistajien antamat sitoumukset vaikeuttivat Haierin tarjouksen menestymistä niin merkittävästi, että Purmo Groupin hallituksen voidaan katsoa toimineen yhtiön edun mukaisesti.²⁴¹ Näet mikäli Purmo Groupin hallitus olisi suositellut Haierin tarjousta, ei Haier todennäköisesti olisi toteuttanut tarjousta, sillä tarjouksen toteuttamiseksi oli, että Haier saa ostotarjouksen perusteella haltuunsa yli 80 prosenttia Purmo Groupin osakkeista.²⁴² Se, että Rettig ja Virala merkittävänä osakkeenomistajina olivat sitoutuneet myymään osakkeensa Project Grand Bidcon ostotarjoukseen ei osaltaan ole ongelmallista, sillä osakkeenomistajalla ei ole velvollisuutta toimia muita osakkeenomistajia kohtaan tasapuolisesti tai muutoinkaan edistää heidän etuaan.²⁴³

4.6 Tapausesimerkki: Innofactor Oyj

Innofactorista tehdyssä julkisessa ostotarjouksessa on piirteitä sekä MBO:sta että

²³⁷ Ks. luku 3.2.1.

²³⁸ HE 109/2005 vp, s. 39.

²³⁹ Ks. myös Toivonen 2024b.

²⁴⁰ Toivonen 2024a.

²⁴¹ Ks. Pörssitiedote 14.1.2025.

²⁴² Ks. Pörssitiedote 24.7.2024.

²⁴³ Arg. Pönkä 2012, s. 236. Osakeyhtiölain yhdenvertaisuussäännös (OYL 1:7) sekä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus (OYL 1:8) ovat osoitettu yhtiön johdolle, ei osakkeenomistajille.

suuromistajakaupasta, sillä yksi tarjouksentekijänä toimivan yhtiön omistaja oli samanaikaisesti Innofactorin toimitusjohtaja ja suurin osakkeenomistaja. Tarjouksentekijän taustalla toimivan konsortion muodostivat Innofactorin toimitusjohtajan, hallituksen jäsenen ja merkittävän osakkeenomistajan Sami Ension²⁴⁴ määräysvallassa oleva holdingyhtiö Ensio Investment Group Oy (Ensio Investment Group), CapMan Growth Equity Fund III Ky (CapMan Growth) sekä Osprey Capital Oy (Osprey Capital).²⁴⁵ Erityistä huomiota Innofactorin ostotarjouksessa tulee kiinnittää siihen, että Sami Ension antama sitoumus hyväksyä hänen välillisesti omistama tarjouksentekijä oli ehdoiltaan kilpailevia tarjouksia vahvasti rajoittava.

Sami Ensio oli antanut peruuttamattoman sitoumuksen hyväksyä Onni Bidcon tarjouksen. Sitoumus raukesi tilanteessa, jossa Innofactorista tehtäisiin kilpaileva ostotarjous, jonka mukainen tarjousvastike olisi vähintään 100 prosenttia korkeampi verrattuna Onni Bidcon tarjoukseen, eikä tällainen kilpaileva ostotarjous saanut olla ehdollinen due diligence -tarkastuksen tekemiselle.²⁴⁶ Ennen Onni Bidcon tekemää ostotarjousta Innofactorista oli tehty indikaatiivinen, ei-sitova tarjous, jonka mukainen tarjousvastike oli 1,86 euroa osakkeelta, joka oli ehdollinen muun muassa due diligence -tarkastuksen tekemiselle. Tämä tarjous ei kuitenkaan menestynyt, sillä esitetty indikaatiivinen tarjous ei saanut suurimman osakkeenomistajan, eli Ension, tukea.²⁴⁷ Julkisten lähteiden perusteella ei ole selvitetävissä, milloin Ensio antoi sitoumuksen Onni Bidcon tarjoukselle, mutta edellä esitettyjen sitoumuksen ehtojen mukaisesti Ensio ei olisi voinut hyväksyä korkeamman vastikkeen sisältä tarjousta, sillä tarjousvastike oli noin kymmenen prosenttia korkeampi kuin Onni Bidcon tarjous.

Opportunistisen käyttäytymisen riski kasvaa myös Innofactorista tehtyä ostotarjousta vastaavissa tilanteissa, joissa kohdeyhtiön johdossa toimivalla taholla on tarjouksentekijän ominaisuudessaan täysin muista osakkeenomistajista poikkeava intressi. Innofactorin – sekä Purmo Groupin – tapauksessa on huomattavissa trendi, jossa merkittävät osakkeenomistajat osaltaan ohjaavat kohdeyhtiön hallituksen toimintaa antamalla tukeaan kilpaileville ostotarjouksille.²⁴⁸ Innofactorin tapauksessa lienee perusteltua kysyä, oliko Ensio tietoinen korkeammasta, indikaatiivisesta tarjouksesta ennen oman ostotarjouksen julkistamistaan? Mikäli

²⁴⁴ Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 24. Sami Ension omistamat ja määräysvallassa olevat osakkeet olivat tarjousasiakirjan päivämääränä yhteensä 7 936 804 kappaletta, jotka edustivat noin 22,2 prosenttia kaikista Innofactorin osakkeista.

²⁴⁵ Onni Bidco tarjousasiakirja, kansisivu ja s. 24.

²⁴⁶ Ks. Onni Bidco tarjousasiakirja, s. 25–26. Ension sitoumus sisälsi myös muita tavanomaisia ehtoja, kuten että mainittu kilpaileva ostotarjous olisi rahoitettu ”*certain funds*” -ehdoin.

²⁴⁷ Onni Bidco tarjousasiakirja, liite C-7–C-8.

²⁴⁸ Ks. myös Närhi 2024, jossa Närhi kuvaa tätä trendiä ikäväksi etenkin tavallisten yksityisjoittajien näkökulmasta.

Ensio oli tietoinen tämän ei-sitovan tarjouksen olemassaolosta ennen oman sitoumuksen antamistaan, voidaan kyseenalaistaa sitoumuksen vaikutuksia yhtiön edun kannalta parhaan ratkaisun kannalta, sillä hänen sitoumuksensa *de facto* esti mainitun tarjouksen julkaisemisen.²⁴⁹

Edellä esitettyjen Purmo Groupin sekä Innofactorin ostotarjouksista voidaan todeta, että kohdeyhtiön hallituksen ei välttämättä kannata suositella tiettyä suuromistajan tai johdon jäsenen ostotarjousta vain sen vuoksi, että sen toteutuminen on mahdollista. Vastaavasti Musti Groupin ostotarjouksessa Flybird Holdingin ostotarjousta suositeltiin, vaikka useampi taho katsoi vastikkeen olevan kohtuuttoman alhainen suhteessa yhtiön arvoon.²⁵⁰ Voidaan todeta, että tällaisissa tilanteissa kohdeyhtiön hallituksen velvollisuus perustella suositustaan korostuu. Edelleen velvollisuus perustella suosittavaa lausuntoa korostuu tilanteessa, jossa ostotarjouksen julkistamisen jälkeen kohdeyhtiön pörssikurssi on tarjousvastiketta korkeampi.²⁵¹ Hallituksen päättäessä ostotarjousta koskevan lausunnon suosituksesta on sen otettava huomioon etenkin yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etu OYL 1:8:n mukaisesti. Lojaliteettivelvollisuudesta johdettuna voi siten olla perusteltua, että kohdeyhtiön hallitus ei suosittele osakkeenomistajille ostotarjouksen hyväksymistä, esimerkiksi jos tarjousvastike on hallituksen – ja siten usein fairness opinionin – mukaan liian alhainen. Vastaava tilanne voi olla käsillä, jos tarjouksentekijä on asettanut ostotarjouksen toteuttamisedellytyksiksi ehtoja, joiden ei voida katsoa todennäköisesti toteutuvan.²⁵² Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etu edellyttää, että kohdeyhtiön hallitus arvioi ostotarjouksen edullisuutta suhteessa yhtiön toimintamahdollisuuksiin itsenäisenä pörssiyhtiönä.²⁵³ Edelleen voidaan katsoa, että yhtiön edun mukainen toiminta edellyttää, että kohdeyhtiön hallitus myös kertoo lausunnossaan, mitä eri toimintavaihtoehtoja se on arvioinut lausuntoa valmistellessaan. Hallituksen tulisi nähdäkseni korostaa myös edellä esitetyissä tapauksissa, miksi esimerkiksi verrattain alhainen

²⁴⁹ Tässä lausuttu perustuu oletamaan, että ei-sitovan indikatiivisen tarjouksen tekijä asetti ostotarjouksen toteuttamiseksi tietyn prosentuaalisen osakemäärän haltuun saamisen. Lisäksi indikatiivisen tarjouksen ehtona on kerrottu olleen due diligence -tarkastuksen toteuttaminen, jonka tekemisen Ension sitoumus esti. Ks. Onni Bidco tarjousasiakirja, liite C-7-C-8.

²⁵⁰ Ks. luku 3.3.1.

²⁵¹ Tämä edellyttää sitä, että kohdeyhtiön hallitus ei julkista lausuntoaan ostotarjouksesta sen luonnoksen perusteella ja osana tarjousasiakirjan liitteitä. Milloin kohdeyhtiön pörssikurssi on ostotarjouksessa tarjottua vastiketta korkeampi, osoittaa se osaltaan joko sitä, että sijoittajat odottavat kilpailevaa tarjousta, tai että tarjousvastike ei osakkeenomistajien näkökulmasta ole tarpeeksi korkea.

²⁵² Tässä tutkielmassa esitellyissä esimerkkitapauksissa juuri ostotarjouksen toteuttamisen todennäköisyys on ollut keskeinen syy tietyn tarjouksen ei-suositukselle.

²⁵³ Ostotarjouskoodi 2022, s. 20; Ks. myös Parkkonen – Knuts 2014, s. 534, jossa kirjoittajat toteavat, että: "[...] voidaan todeta, ettei osakkeenomistajien etujen edistäminen välttämättä läheskään aina johda velvollisuuteen tukea ja edistää tarjouksentekijän potentiaalista ostotarjousta".

tarjousvastike olisi osakkeenomistajien kannalta edullinen vaihtoehto.

5 Oikeuskäytäntö ja sen merkitys

5.1 Yleistä

Edellisessä luvussa on käsitelty tutkielman kannalta keskeisessä asemassa olevia kohdeyhtiön hallitukselta edellytetyjä toimia ostotarjousprosessissa. Hallituksen lausunto, joka on sekä osakkeenomistajille että tarjouksentekijälle keskeinen asiakirja vaikuttaa usein merkittävästi ostotarjouksen toteutumisedellytysten saavuttamiseen.²⁵⁴ AML 11:13:ssä tarkoitettua lausuntoa varten hallitus kuitenkin joutuu arvioimaan useita seikkoja. Ostotarjouskäytännöstä voidaan huomata merkittävien osakkeenomistajien tuen olevan keskeisessä asemassa ostotarjousta suosittellevalle lausunnolle.²⁵⁵ Osaltaan voidaan esittää, että vaikka kohdeyhtiöiden hallituksen toimet ovat saaneet kritiikkiä mediassa, on hallituksen OYL 1:8:n mukaisten velvollisuuksien täyttymisestä ostotarjoustilanteissa vain vähän oikeuskäytäntöä.

Vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijä voi asettaa tarjouksen toteuttamiselle ehtoja AML 11:15.1:n mukaisesti. Ostotarjouskäytännössä on tavanomaista, että tarjouksen toteuttamisedellytykseksi asetetaan rajaksi se, että tarjouksentekijä saa tarjousaikana – sisältäen mahdollinen jatkettu tarjousaika – haltuunsa yli 90 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista.²⁵⁶ Tämän toteuttamisedellytyksen asettaminen johtuu muun muassa siitä syystä, että yli 90:n prosentin omistusosuus yhtiöstä mahdollistaa OYL 18 luvun mukaisen lunastusmenettelyn, jonka seurauksena tarjouksentekijästä tulee yhtiön ainoa osakkeenomistaja ja on täten kykenevä poistamaan kohdeyhtiön osakkeet pörssilistalta.

Edellä²⁵⁷ on käsitelty myös hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta itsenäisesti, sekä sidottuna ostotarjouskontekstiin. Hallituksen lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuus ei ole rajattu ostotarjousprosessissa ainoastaan hallituksen toimiin sekä lausuntoon ostotarjouksesta. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus korostuu myös hallituksen päivittäisessä toiminnassa, eikä hallitus saa ryhtyä toimiin, jotka rikkovat näitä periaatteita. Seuraavassa luvussa esitellään KKO:n ratkaisua, jonka keskiössä on hallituksen tekemät toimet – eittämättä suurimman osakkeenomistajan vaikutuksesta – jotka olivat omiaan rikkomaan hallituksen

²⁵⁴ Ks. samansuuntaisesti Parkkonen – Knuts 2014, s. 591–592.

²⁵⁵ Ks. alaluvut 4.5 ja 4.6.

²⁵⁶ Ks. esim. Flybird Holding tarjousasiakirja, s. 15 ja Diana BidCo tarjousasiakirja, s. 17.

²⁵⁷ Ks. luku 3.3.

lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä kohtaan ostotarjousprosessin aikana.

5.2 Tapausesimerkki: Ahlström-Munksjö Oyj

Spa Holdings 3 Oy (Spa Holdings 3) teki Ahlström-Munksjö Oyj:stä (Ahlström-Munksjö) julkisen ostotarjouksen lokakuussa 2020.²⁵⁸ Spa Holdings 3 on kyseistä ostotarjousta varten perustettu suomalainen osakeyhtiö, joka konserninsisäisen sulautumisen jälkeen toimii nimellä Ahlstrom Oyj.²⁵⁹ Spa Holdings 3:n taustalla oleva konserni muodostui sekä varakkaiden suomalaisten sukujen sijoitusyhtiöistä, kuten Ahlströmien perheen sijoitusyhtiö Ahlstrom Invest B.V.:stä ja Ehrnroothin suvun välillisesti omistamasta Viknum AB:sta, että ulkomaalaisista pääomasijoittajista.²⁶⁰

Tarjouksentekijä tarjoutui ostamaan Ahlström-Munksjön osakkeita alustavalla käteisvastikkeella 17,97 euroa osakkeelta. Spa Holdings 3 sai julkisella ostotarjouksella – mukaan lukien jälkikäteinen tarjousaika – haltuunsa 90,6 prosenttia Ahlström-Munksjön osakkeista, jonka perusteella Spa Holdings 3 aloitti OYL 18 luvun mukaisen välitysmenettelyn.²⁶¹ Ahlström-Munksjön tapausesimerkissä keskeisenä kysymyksenä oli vähemmistöosakkeenomistajille maksettavan tarjousvastikkeen korottaminen OYL 18:7.3:n säädetyn erityisen syyn perusteella. Kuten jäljempänä analysoidaan, erityisen syyn soveltaminen tapauksessa johtui osaltaan suuromistajan tekemistä toimista. Suurosakkeenomistajalla tosiasiaassa oli mahdollisuus vaikuttaa yhtiön toimintaan ja siten painostusluontoisesti saada tietyt vähemmistöosakkeenomistajat hyväksymään tarjouksensa.

Ahlström-Munksjön lunastusriita on merkittävä ratkaisu suomalaiselle ostotarjouskäytännölle. Merkittävää on ensinnäkin tarkastella, miksi jälkikäteisenä tarjousaikana Spa Holdings 3 sai haltuunsa tarvittavan määrän osakkeita aloittaakseen lunastusmenettelyn.²⁶² OYL 9:4:ssä säädetään suunnatusta osakeannista. Säännöksen 1 momentin mukaan ”[o]sakeannissa voidaan poiketa 3 §:ssä säädetystä etuoikeudesta (suunnattu osakeanti), jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. [...] Suunnattu osakeanti voi olla maksuton vain, jos siihen on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy.” Saman säännöksen 2 momentin toisen virkkeen mukaan yhtiökokouksen on

²⁵⁸ Ks. Spa Holdings 3 tarjousasiakirja.

²⁵⁹ Spa Holdings 3 tarjousasiakirja, kansisivu; Ahlstrom Oyj kaupparekisteriote. <https://virre.prh.fi/novus/home?execution=e1s1> (13.1.2026), kohta Toiminimihistoria.

²⁶⁰ Spa Holdings 3 tarjousasiakirja, s. 1–2.

²⁶¹ Pörssitiedotteet 9.2.2021 ja 11.2.2021.

²⁶² Spa Holdings 3 sai jälkikäteisenä tarjousaikana haltuunsa noin 9,59 prosenttia kaikista Ahlström-Munksjön ulkona olevista ja liikkeeseen lasketuista osakkeista. Ks. tältä osin Pörssitiedote 9.2.2021.

päätettävä suunnatusta osakeannista OYL 5:27:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä. Viitatus OYL 5:27:n mukaisesti määräenemmistöpäätöksellä tarkoitetaan päätöstä, jonka tekemistä kannattaa vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.

Spa Holdings 3 käytti merkittävää määräysvaltaa Ahlström-Munksjössä jo ennen lunastusmenettelyn aloittamista, sillä Spa Holdings 3:lla oli hallussaan yli 66 prosenttia eli kaksi kolmasosaa Ahlström-Munksjön osakkeista, joka puolestaan mahdollistaa edellä todetun mukaisesti suunnatusta osakeannista päättämisen yksinomaan ja riippumatta muiden osakkeenomistajien äänestyskäyttäytymisestä.²⁶³ Ahlström-Munksjö tiedotti 20.1.2021 tarjouksentekijän toteuttavansa ostotarjouksen tarjousasiakirjan ehtojen mukaisesti ja aloittavansa jälkikäteisen tarjousajan.²⁶⁴ Jälkikäteisen tarjousajan julkistamisen jälkeen Ahlström-Munksjö julkaisi kutsun ylimääräiseen yhtiökokoukseen, jonka asialistalla oli yhtiön hallitukselle viimeisimmän, vuonna 2020 pidetyn varsinaisen yhtiökokouksen mukaisen osakeantivaltuutuksen kasvattaminen noin kymmenestä prosentista noin sataan prosenttiin.²⁶⁵ Ehdotetun osakeantivaltuutuksen perusteella Ahlström-Munksjön hallitus voisi laskea liikkeelle uusia osakkeita – ja tarjouksentekijät niitä merkitä – niin paljon, että muiden osakkeenomistajien omistamien osakkeiden lukumäärä laimentuisi tavalla, joka olisi mahdollistanut Spa Holdings 3:lle oikeuden lunastaa vähemmistöosakkeet. Kuten KKO:n ratkaisun perusteluista huomataan, tällainen painostusluonteinen toiminta yhtiökokouksessa oli omiaan luomaan erityisen syyn, jonka perusteella lunastushinnan olettamasta – eli tarjotusta käteisvastikkeesta – voitiin poiketa.²⁶⁶

Ahlström-Munksjön ostotarjousprosessi ja sitä seurannut tuomioistuinprosessi on merkittävä poikkeus suomalaisella ostotarjouskentällä. Vaikka kyseinen tapaus keskittyi ensi sijassa lunastushinnan määrittämiseen, on siinä merkkejä myös tämän tutkielman aiheen kannalta relevanteista seikoista. Ensinnäkin tarjouksentekijänä toimi Ahlström-Munksjön merkittävät osakkeenomistajat. Nämä osakkeenomistajat saivat edellä todetusti alkuperäisen tarjousajan päättymiseen mennessä haltuunsa merkittävän määrän osakkeita, mutta tämä osakemäärä jäi alle toteuttamiseksi asetetun 90 prosentin. Spa Holdings 3 kuitenkin sai jälkikäteisen tarjousajan aikana haltuunsa hieman alle 10 prosenttia Ahlström-Munksjön osakkeista, jonka

²⁶³ Ks. Pörssitiedote 20.1.2021.

²⁶⁴ Pörssitiedote 20.1.2021. Jälkikäteinen tarjousaika julistettiin alkavaksi 21.1.2021.

²⁶⁵ Pörssitiedote 25.1.2021, asiakohta 10.

²⁶⁶ Ks. KKO:2025:94, perustelukohta 32.

taustasyitä on käsitelty edellä.²⁶⁷

Ahlström-Munksjön tapaus ilmentää tehokkaasti merkittävän osakkeenomistajan keinoja heikentää yhdenvertaisuutta kohdeyhtiössä. Huomattavaa on, että KKO:n ratkaisussa vain todetaan ylimääräisessä yhtiökokouksessa ilmaistujen toimien olleen painostusluonteisia – ei lainvastaisia.²⁶⁸ Enemmistöperiaate on osakeyhtiöoikeudessa vahvaksi tunnettu periaate, eikä siihen ole tarkoitukseen puuttua. Mikäli KKO olisi ratkaisussaan päätenyt eriävään ratkaisuun, olisi tämä edelleen osoittanut, että tarjouksentekijä – tai muu merkittävä osakkeenomistaja – on oikeutettu toimimaan verrattain röyhkeästi muiden osakkeenomistajien kustannuksella.

Ratkaisusta voidaan silti kyseenalaistaa Ahlström-Munksjön ylimääräisessä yhtiökokouksessa esitetty osakeantivaltuuden kasvattaminen ja suunnatun osakeannin suunnittelu. OYL 6:2.2:n nojalla hallitus ei saa noudattaa yhtiökokouksen tekemää päätöstä, joka on OYL:n tai yhtiön yhtiöjärjestyksen vastainen. Vastaavasti OYL 5:13:n mukaisesti yhtiökokouksessa ei saa tehdä OYL 1:7:ssä säädetyn yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä. Lisäksi OYL 1:7:ssä säädetään, että yhtiökokous ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.²⁶⁹ Tapauksen keskiössä ollut, OYL 9:4:ssä säädetty suunnattu osakeanti liittyy läheisesti yhdenvertaisuusperiaatteeseen, sillä suunnatun osakeannin toteuttaminen laimentaa muiden kuin osakkeita merkitsevien tahojen suhteellista omistusosuutta yhtiöstä.²⁷⁰

On keskeistä huomata, että tarjouksentekijä esitti Ahlström-Munksjön ylimääräisessä yhtiökokouksessa, että hallituksen osakeantivaltuutusta korotettaisiin kymmenestä prosentista sataan prosenttiin.²⁷¹ Lisäksi Ahlström-Munksjön hallitusta ehdotettiin vaihdettavaksi.²⁷² Mikäli yhtiö olisi – tarjouksentekijän vahvan myötävaikutuksen myötä – toteuttanut suunnatun osakeannin ja siten laimentaneet vähemmistöosakkeenomistajien suhteellisen omistusosuuden alle kymmeneen prosenttiin, olisi tarjouksentekijällä ollut lunastusoikeus. Osakkeenomistajalla on kuitenkin oikeus moittia yhtiökokouksen päätöstä OYL 21:1:n mukaisesti. On myös tavanomaista, että osakkeenomistajan tehdessä moitekanteen hakee hän myös samalla

²⁶⁷ Pörssitiedote 9.2.2021. Painostusluontoisista ylimääräisen yhtiökokouksen toimista ks. luku 5.2.

²⁶⁸ Mainittu painostusluonteisuus oli osatekijä OYL 18:7.3:ssä säädettyyn erityiseen syyhyn eli siihen, miksi vähemmistöosakkeenomistajille maksettavaa lunastushintaa korotettiin.

²⁶⁹ Sama kielto koskee myös hallitusta, toimitusjohtajaa ja hallintoneuvostoa.

²⁷⁰ Ks. Villa 2025, s. 227.

²⁷¹ Pörssitiedote 25.1.2021, asiakohta 10.

²⁷² Pörssitiedote 25.1.2021, asiakohta 7.

päätöksen täytäntöönpanokieltoa.²⁷³ Tapauksessa siis tulee kysyä ensinnäkin, mikä oli OYL 9:4:n edellyttämä painava taloudellinen syy toteuttaa suunnattu osakeanti? Toisekseen voidaan ajatella, kuten KKO on ratkaisussaan todennut, että tapauksessa suunniteltu suunnattu osakeanti oli OYL 1:7:n vastainen. Näillä kysymyksillä katson, että kohdeyhtiön osakkeenomistajilla olisi ollut todelliset mahdollisuudet moittia yhtiökokouksen päätöstä.

6 Lopuksi

”Suomen talouselämän sisäpiirin olisi kenties syytä pohtia, pitäisikö sijoittajien tasavertaiseen kohteluun suhtautua nykyistä vakavammin – vaikka siihen ei käytännössä mikään näytä pakottavan.”²⁷⁴

Näin totesi Helsingin Sanomien toimittaja Jaakko Närhi Suomessa toteutetuista julkisista ostotarjouksista, joissa tarjouksentekijänä on toiminut joko kohdeyhtiön merkittävä osakkeenomistaja, johdon jäsen tai taho, joka on kumpaakin edellä mainituista. AML 11:7:n ja OYL 1:7:n kiertäminen vaikuttaa olevan kohtalaisen helppoa, kunhan osakkeenomistajalla on vain hallussaan tarpeeksi suuri osuus yhtiön ulkona olevista osakkeista. Lisäksi, ottaen huomioon oikeuskäytännön vähäisyyden, voidaan Närhen väitteen olevan paikkansa pitävä.

Tässä tutkielmassa on käsitelty kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjousprosessissa, jossa tarjouksentekijä on kohdeyhtiön toimivan johdon jäsen. Tällainen kaksoisrooli voi aiheuttaa lukuisia ongelmallisia tilanteita, jotka liittyvät muun muassa tällaisen tahon toimintaan ostotarjousprosessissa sekä sitä ennen sekä eturistiriidattomien johdon jäsenten toimintaan ostotarjousprosessin aikana. OYL 1:8:ssä säädetty johdon fidusiariset velvollisuudet edellyttävät laaja-alaisesti huolellista ja yhtiön edun mukaista toimintaa, ja johdon on ostotarjousprosessin kaikissa vaiheissa arvioitava tällaisia toimia *ex ante*, eli ennen niiden vaikutusten realisoitumista.

Edellä esitetyn perusteella voidaan todeta, ettei julkisia ostotarjouksia koskeva kansallinen sääntelykehikko ole varsinaisesti aukollista. OYL 1:7:ssä säädetty yhdenvertaisuusperiaate, OYL 1:8:ssä säädetty huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus, OYL 6:4a:ssä säädetty esteellisyssäännös sekä AML 11:7:ssä säädetty tasapuolisen kohtelun vaatimus muodostavat koherentin sääntelykehikon julkisten ostotarjousten ympärille. Tässä tutkielmassa esitetyt kannanotot osoittavat siten, että kyse ei ole sääntelyaukosta, vaan siitä, miten kansallinen

²⁷³ Villa 2025, s. 228.

²⁷⁴ Närhi 2024.

voimassa oleva oikeusjärjestys pyrkii hallitsemaan kaksoisroolitalanteissa syntyviä intressiristiriitoja.

Kaksoisroolitalanteissa tehdyissä julkisissa ostotarjouksissa ei ole vain yksittäistapauksellisia poikkeuksia, vaan myös rakenteellinen ristiriita: tarjouksentekijän tavoitteena on hankkia osakkeet mahdollisimman alhaiseen hintaan, kun yhtiön johdolla on velvollisuus OYL 1:8:n nojalla edistää yhtiön sekä kaikkien osakkeenomistajien etua. Vaikka OYL:n esteellisyyssäännökset estävät osallistumasta yksittäiseen päätöksentekoon ja sen valmisteluun, ne eivät poista informaation epäsymmetriaa tai osapuolten neuvotteluaseman rakenteellista epätasapainoa.

Voidaan todeta, että asianmukaisen yhtiön edun huolellisen edistämisen näkökulmasta on selvää, että kaksoisroolin omaavan tarjouksentekijän tulee pysyttäytyä mahdollisimman passiivisena sekä tarjouksentekijän että johdon jäsenen kapasiteetissaan, ja hän ei saa hyödyntää tietoa, joka ei ole julkisesti saatavilla.²⁷⁵ Osaltaan on myös selvää, että kaksoisroolin omaava taho ei saa osallistua kohdeyhtiön puolesta mihinkään ostotarjousta koskevaan päätöksentekoon tai tällaisen päätöksenteon valmisteluun. Puolestaan osakkeenomistajan ja tarjouksentekijän ominaisuudessa kaksoisroolin omaavalla henkilöllä on oikeus edistää omaa etuaan, huomioiden kuitenkin osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun velvollisuuden.

Toinen keskeinen asia kohdistuu nimenomaisesti eturistiriidattomien johdon jäsenten toimintaan. Kuten luvussa 3.3.1 on esitetty, Musti Groupin ostotarjousprosessissa useat eri intressitahot sekä objektiiviset analyytikot katsoivat, että toimivan johdon tekemä julkinen ostotarjous Musti Groupin kaikista liikkeeseen laskemista osakkeista ei heijastanut yhtiön todellista arvoa. Lienee perusteltua esittää, että valvontamekanismit ovat puutteelliset tai toisaalta yhtiön johdolle suodaan merkittävät valtuudet toimia heidän näkemyksensä mukaisesti. Päämies-agentti-teorian ongelmakohdat opportunistisesta käyttäytymisestä ja päämiehen sekä agentin erisuuntaisista intresseistä konkretisoituu nähdäkseni verrattain hyvin juuri Musti Groupin ostotarjousprosessissa.

Tilanteissa, joissa kohdeyhtiöstä on julkistettu useampi julkinen ostotarjous, tulee hallituksen OYL 1:8:ssä säädettyjen velvollisuuksien toteuttamiseksi arvioitava jokaista näistä tarjouksista ja verrattava niissä olevia ehtoja keskenään *pro et contra*. Hallituksen arvioinnin keskiössä tulisi olla ainakin tarjousvastikkeen määrä suhteessa sekä muihin tarjouksiin että myös kohdeyhtiön

²⁷⁵ Tässä yhteydessä on kuitenkin huomattava, että tarjouksentekijän ominaisuudessa sisäpiiritietoa voidaan ilmaista kolmannelle markkinoiden tunnustelumielessä.

osakkeen kaupankäyntikurssiin aikana ennen ensimmäisen ostotarjouksen julkistamista.²⁷⁶ Kohdeyhtiön hallituksen tulee arvioida myös tarjouksen toteuttamisen todennäköisyyttä. Edelleen tässä yhteydessä kohdeyhtiöiden hallitukset ovat antaneet merkittävän paljon merkitystä suurimpien osakkeenomistajien tuelle. Tilanteissa, joissa tarjouksentekijä on asettanut ostotarjouksen toteuttamiselle haasteellisia ehtoja, on hallituksen hyvä ottaa tämä huomioon ostotarjousta arvioidessaan sekä AML 11:13 mukaista lausuntoa valmistellessaan.²⁷⁷ Etenkin kilpailevien ostotarjousten tilanteessa jopa tietyt prosentuaaliset raja-arvot voivat osoittautua haasteellisiksi.

Voidaan kuvitella myös hypoteettinen tilanne, jossa merkittävä osakkeenomistaja on kohdeyhtiön hallituksen jäsen. Mikäli tämä suuromistaja tekee julkisen ostotarjouksen yhtiöstä, voidaan myös pohtia, tuleeko tämän hallituksen jäsenen vastuuta ajatella ajalta ennen ostotarjouksen julkistamista? Tällaisessa hypoteettisessa tilanteessa on selvää, että sanottu hallituksen jäsen on esteellinen ostotarjouksen käsittelyyn hallituksen jäsenen ominaisuudessa, mutta onko hän tosiasiassa edistänyt yhtiön etua mahdollisimman huolellisesti? Tämä kysymys juontuu siitä, että mikäli sanottu hallituksen jäsen – joka on myös kohdeyhtiön suuromistaja – katsoo kohdeyhtiön ostamisen houkuttelevaksi liiketoimeksi, on kyseenalaistettava hänen toimiansa ennen ostotarjouksen tekemistä.

Kolmas keskeinen seikka tutkielmassa on merkittävien osakkeenomistajien antamat peruuttamattomat sitoumukset osana ostotarjousprosessia. AMY:n ostotarjouslautakunta lausui ensimmäisen kerran peruuttamattomista sitoumuksista WithSecuren ostotarjouksen yhteydessä, eikä tällaisessa sitoumuksessa nähty päällisin puolin ongelmia. Kaksoisroolitalanteessa merkittävän osakkeenomistajan antama sitoumus kuitenkin *de facto* muuttaa etenkin kilpailevien tarjousten julkistamis- ja toteutumismahdollisuutta. Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä ei ole nähty tilannetta, jossa kilpailevan tarjouksen

²⁷⁶ On huomattava, että tarjousvastikkeen kohtuullisuuden ja yhtiön edun mukaisuuden arvioinnissa on suhteutettava se myös sanotun arvopaperin kaupankäyntihintaan ennen tarjouksen julkistamista, sillä kohdeyhtiöstä ensimmäiseksi julkistetun vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen tarjousvastiketta peilataan tavanomaisesti kohdeyhtiön osakkeen kaupankäyntihintaan markkinoilla ennen tarjouksen julkistamista.

²⁷⁷ Tehokkaat arvopaperimarkkinat kuitenkin hinnoittelevat ostotarjouksen toteutumisen todennäköisyyden yleensä varsin onnistuneesti. Tällä tarkoitetaan, että mikäli sijoittajat eivät usko tarjouksen ehtojen täyttyvän ja siten tarjouksen toteutuvan, ei kohdeyhtiön arvopaperien markkinahinta yleensä vastaa ostotarjouksessa tarjottua vastiketta.

vastike olisi kaksinkertainen suhteessa aiempaan tarjoukseen.²⁷⁸ On selvää, että tarjouksentekijä on oikeutettu ajamaan omaa intressiään, eikä hän ole tässä ominaisuudessa veloitettu ajattelemaan yhtiön tai sen muiden osakkeenomistajien etua.

Sillä peruuttamattomien – tai niitä vastaavien – sitoumusten antaminen on kuitenkin suomalaisessa ostotarjouskäytännössä varsin tavanomaista, voidaan niiden ilmentävän enemmistöperiaatteen toteutumista, joka on keskeinen yhtiöoikeudellinen periaate. Aihepiirin myöhemmin tutkimuksen vuoksi *de lege ferenda* voidaan kysyä, miten arvopaperimarkkinoille keskeinen tehokkuusperiaate toteutuu suhteessa yhtiöoikeudelliseen enemmistöperiaatteeseen eritoten esimerkinomaisissa tilanteissa, joissa merkittävä osakkeenomistaja toimillaan vähintään hankaloittaa kilpailevan ostotarjouksen mahdollisuutta kohdeyhtiöstä? *De lege ferenda* voidaan niin ikään kysyä, tulisiko sääntelyä kehittää siten, että merkittävä osakkeenomistaja ei saisi antaa peruuttamattomia sitoumuksia ennen hallituksen lausunnon julkaisemista? Tämän voisi osaltaan nähdä edistävän kohdeyhtiön hallituksen puolueetonta arviointia, mutta sitä ei voida nähdä ongelmattomana. Vastaavasti peruuttamattomien sitoumusten osalta voidaan esittää, että tulisiko niiden olla aina ehdollisia kilpailevalle ostotarjoukselle?²⁷⁹

²⁷⁸ Peruuttamattomissa sitoumuksissa on usein sovittu, että sitoumuksen antajan sitoumus raukeaa tilanteessa, jossa kohdeyhtiöstä julkaistaan kilpaileva ostotarjous ja tällaisessa kilpailevassa tarjouksessa tarjottu vastike on vähintään sata (100) prosenttia korkeampi verrattuna aiempaan tarjoukseen. Tällaisia sitoumuksia Parkkonen ja Knuts ovat kuvanneet myös termillä *semi-hard irrevocable*. Ks. tältä osin Parkkonen – Knuts 2014, s. 563.

²⁷⁹ Suuromistajakaupoissa tämä saisi oletettavasti kuitenkin vähän huomiota, sillä tarjouksentekijällä on intressi myydä omistamansa osakkeet tarjouksentekijälle, jonka hän joko suoraan tai välillisesti yksin tai yhdessä muiden tahojen kanssa omistaa. Osakkeenomistajalla ei näet ole velvollisuutta hyväksyä mitään tarjousta, riippumatta tarjousvastikkeen tai muiden ehtojen sisällöstä.

