

Vähemmistöosakkeenomistajan asema Venäjällä –
rooli osakeyhtiön hallituksessa sekä suojakeinot enemmistöosakkeenomistajien
oportunismilta

Janne Veneranta
69661
Kauppaoikeus
Syventävät opinnot
Turun yliopisto
Oikeustieteellinen tdk.

Elokuu 2010

SISÄLTÖ

SISÄLTÖ.....	II
LÄHTEET.....	IV
LYHENTEET	XI
1. JOHDANTO	1
1.1. Tutkielman aihepiiri ja kysymyksenasettelu.....	1
1.2. Tutkimustavoite ja käytetyt metodit	2
1.3. Aiheen rajaus	4
1.4. Tutkielman lähteet ja rakenne	4
2. MITÄ CORPORATE GOVERNANCE ON?.....	6
2.1. Historia.....	6
2.2. Määrittelyä	8
3. PÄÄMIES-AGENTTITEORIA.....	11
3.1. Yleisesti.....	11
3.2. Päämies-agenttiteorian soveltuvuus Venäjälle.....	14
4. VENÄJÄN CORPORATE GOVERNANCEN KEHITYS JA NYKYTILA	15
4.1. Venäjän corporate governancen kehityksen neljä vaihetta	15
4.1.1. Kaupallistuminen	15
4.1.2. Kuponkiyksityistämisen aika	17
4.1.3. Nomenklatura.....	19
4.1.4. Vakauttaminen	21
4.2. Venäjän corporate governancen nykytila.....	25
4.3. Lainsäädäntökehys	28
5. YKSITYISTÄMINEN OSAKEYHTIÖIDEN OMISTUSRAKENTEIDEN MUOKKAAJANA	30
5.1. Yksityistämisen kaksi vaihetta.....	30
5.2. Tyypillinen venäläisen yhtiön omistusrakenne	35
6. HALLITUS	37
6.1. Hallituksen merkitys vähemmistön oikeuksien suojan kannalta sekä tyypillinen koonpano.....	37
6.2. Hallituksen valinta	40

7.	VÄHEMMISTÖOSAKKEENOMISTAJAN SUOJAKEINOT	42
7.1.	Johdanto	42
7.2.	Yhtiön hallintorakenne.....	42
7.2.1.	Nimittämisoikeusstrategia.....	43
7.2.2.	Päätöksenteko-oikeusstrategia	46
7.2.2.1.	Oikeudet ennen yhtiökokousta.....	46
7.2.2.2.	Oikeudet yhtiökokouksessa.....	54
7.2.2.3.	Keinot yhtiökokouksen päätöksen kumoamiseen	57
7.3.	Merkittävät muutokset yhtiön eturyhmien välisissä suhteissa	58
7.3.1.	Yhtiöjärjestyksen muuttaminen	58
7.3.2.	Oman pääoman muutostilanteet.....	60
7.3.2.1.	Keinot rekisteröidyn oman pääoman lisäämiseen ja vähentämiseen	60
7.3.2.2.	Osingonjako ja omien osakkeiden lunastus	62
7.3.3.	Sulautuminen ja muut organisaatiomuutokset	65
7.4.	Yritysvaltaus	67
7.4.1.	Pakollinen tarjous.....	69
7.4.2.	Squeeze-out ja sell-out	70
7.5.	Lähipiiritransaktiot.....	72
7.5.1.	Tiedonantovelvollisuus	74
7.5.2.	Toimenpiteen hyväksyminen	75
7.5.3.	Pienosakkeenomistajan oikeussuojakeinot <i>ex post</i>	76
7.5.3.1.	Lunastamisvelvollisuus ja yhtiön purkaminen.....	76
7.5.3.2.	Yhtiön ulkopuolisen tilintarkastajan nimittäminen.....	77
7.5.3.3.	Lähipiiritransaktioiden aiheuttamien tappioiden korvaaminen.....	78
7.5.3.4.	Enemmistöosakkeenomistajien velvollisuudet	79
7.5.3.5.	Johdon velvollisuudet	80
8.	JOHTOPÄÄTÖKSET <i>DE LEGE FERENDA</i>	82

LÄHTEET

Painetut lähteet

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Helsinki 2007. (*Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho, 2007a*).

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. Helsinki 2007. (*Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho, 2007b*).

Andreff, Wladimir: Corporate Governance Structures in Post-Socialist Economies: Towards a Central Eastern European Model of Corporate Control? Teoksessa: *Mickiewicz, Tomasz:* Corporate Governance and Finance in Poland and Russia. Palgrave Macmillan 2006, s. 23–47.

Bainbridge, S: Corporation Law and Economics. New York Foundation Press 2002.

Bartha, P. & Gillies, J.: Corporate governance in Russia: is it really needed? Teoksessa: *Mallin, C. A.:* Handbook on International Corporate governance. Edward Elgar Publishing 2006, s. 71–90.

Bases, D.: FSC unveils corporate ethics code: Code to hasten Russia's integration into global markets. Reuters, 6. helmikuuta 2002, s. 7.

Baums, Theodor: Ausschuss von Minderheitsaktionären. Peter Lang 2001.

Baums, Theodor: Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: the example of Germany. ECGI Working Paper Series in Law 4/2002. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=345020.

Berglöf, E. – Pajuste, A.: Corporate governance in Central and Eastern Europe. Teoksessa: *Cornelius, P. – Kogut, B.:* Global Competitiveness and Corporate Governance. Oxford University Press 2003.

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C.: The Modern Corporation & Private Property. Harcourt, Brace & World Inc. 1932.

Black, Bernard – Cheffins, Brian R. – Gelter, Martin – Kim, Hwa-Jin – Nolan, Richard C. – Siems, Mathias M. – Prava Linia (law firm): Report to Russian Center for Capital Market Development: Comparative Analysis on Legal Regulation of the Liability of Members of the Board of Directors and Executive Organs of Companies. ECGI Law Working Paper Series 103/2008. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=1001990>.

Black, Bernard – Kraakman, Reinier: A Self Enforcing Model of Corporate Law. Harvard Law Review, vol. 109 1996, s. 1911-1982. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=10037>.

Black, Bernard – Kraakman, Reinier – Tarassova, Anna: Commentaries to the Federal Law “On joint-stock companies”. COLPI a labyrinth 1999.

Black, Bernard – Kraakman, Reinier – Tarassova, Anna: Russian privatization and corporate governance: what went wrong? *Stanford Law Review*, 2000, s. 1731–1808. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=181348.

Blasi, J – Shleifer, A: Corporate Governance in Russia – An Initial Look. Teoksessa: *Frydman, R – Gray, C. W. – Rapaczynski, A.:* Corporate Governance in Central Europe and Russia. *Insiders and the State*. Central European University Press, 1996, s.78–108.

Boycko, M. – Shleifer, A. – Vishny R.: Privatizing Russia. The MIT Press 1997.

Bradley, Michael – Schipani, Cindy A. – Sundaram, Anant K. – Walsh, James P.: The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads. Saatavilla <http://www.law.duke.edu/journals/62LCPBradley>.

CEFIR – IET: Survey of Corporate Governance in Russian Companies in 2005 and 2006. Julkaisematon.

Claessens, Stijn – Djankov, Simeon – Lang Larry H. P.: Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 1-2/2000, s. 81–112.

Cooter, Robert D. – Freedman, Bradley J.: The Fiduciary Relationship: Its economic character and Legal Consequences. *New York University Law Review*, 1991, s. 1045–1075.

Dailly, C. – Dalton, D. – Connel, A.: Corporate Governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 3/2003, s. 371–382.

Deloitte: Doing Business in Russia 2010. Saatavilla http://www.deloitte.com/view/en_RU/ru/insights/index.htm

Denis, D. K.: Twenty-five years of corporate governance research and counting. *Review of Financial Economics*, 3/2001, s. 191–212.

Dyck, Alexander: Privatization and Corporate Governance: Principles, Evidence, and Future Challenges. *The World Bank Observer*, 1/2001, s. 59–84.

EBRD: Transition reports 1997. Saatavilla <http://www.ebrd.com/pubs/index.htm>.

Earle, J. – Estrin, S. – Leshchenko, L.: Ownership structures, patterns of control and enterprise behavior in Russia. Teoksessa: *Commander, S. – Fan, Q – Schaffer M. E.:* Enterprise restructuring and economic policy in Russia. Washington, DC: World Bank, EDI Development Study 1996, s. 205–252.

Easterbrook, F – Fischel, E: The economic structure of corporate law. Harvard University Press 1996.

Economist: Not the real thing yet. 12. maaliskuuta 2004, s. 58.

Eells, Richard: The Meaning of Modern Business. Columbia University Press 1960.

Englund, W.: Yeltsin, speaking to industrialists, vows to persevere. Boston Sunday Globe, 15. marraskuuta, s. 2.

Enriques, L.: The law on corporate directors' self-dealing: a comparative analysis. International and Comparative Corporate Law Journal, 3/2000, s. 297-333. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=135674.

Fox, M – Heller, M.: Lessons from fiascos in Russian corporate governance. Working Paper 282. University of Michigan 1999. Saatavilla <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/39666/3/wp282.pdf>.

Fjodorov, Boris: Puhe Amerikkalaisen kauppakamarin tilaisuudessa. Marriott Grand Hotel, 26. huhtikuuta 2001. Lyhennelmä internetissä www.corp-gov.ru/upload/file/Federov_on_Shareholders_AmCham.doc. Vierailupäivä 8.3.2010.

Goergen, M. – Martynova, M. – Renneboog, L.: Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation. ECGI Law working paper N 33/2005. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023.

Guriev, Sergei – Lazareva, Olga – Rachinsky, Andrei – Tsoukhlo, Serguei: Corporate Governance in Russian Industry. CEFIR Working Paper 32/2004.

Guriev, Sergei – Rachinsky, Andrei: Ownership Concentration in Russian Industry CEFIR Working Paper 45/2004.

Hirvonen, Ahti – Niskakangas, Heikki – Steiner, Maj-Lis: Corporate governance – Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Juva 2003.

Iwasaki, Ichiro: Enterprise reform and corporate governance in Russia: a quantitative survey. Journal of Economic Surveys, 5/2007, s. 849–902.

Iwasaki, Ichiro: The determinants of board composition in a transforming economy: Evidence from Russia. Journal of Corporate Finance 14 (2008), s. 532–549.

Jensen, Michael C.: The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. Journal of Finance 48 (1993), s. 831–880.

Jensen, Michael C. - Meckling, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 4/1976, s. 305–360.

Judge, William – Naoumova, Irina – Koutzevol, Nadejda: Corporate governance and firm performance in Russia: an empirical study. Journal of World Business, 2003, s. 385–396.

Judge, William – Naoumova, Irina: Corporate Governance in Russia: what model will it follow? Corporate Governance, 3/2004, s. 302–313.

Kaisanlahti, Timo: Valtion omistajaohjaus – perusta ja välineet. Kauppa- ja teollisuusministeriö tutkimuksia ja raportteja 4/2001. Helsinki 2001.

- Karmin, C.:* Corporate-governance issues hamper emerging markets. *Wall Street Journal*, 8. marraskuuta 2000, s. C1.
- Kordasch, Stefan:* Privatisierung in Russland eine Gesellschaft auf der Suche nach effizienteren eigentumsrechtlichen Strukturen. Lang 1997.
- Kovaliev, Sergei: Teoksessa: Freeland, Chrystia:* Sale of the Century: Russia's Wild Ride from Communism to Capitalism. Crown Business 2000.
- Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward:* The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach. Oxford University Press 2009.
- Kurtbedinov, Erwin:* Corporate Governance in Transition Economies – Comparative Analysis of Russia, Kazakhstan and Uzbekistan. Cuvillier Verlag 2009.
- Kuznetsov, Andrei – Kuznetsova, Olga – Kapelyushnikov, Rostislav:* Ownership structure and Corporate Governance in Russian Firms. *Teoksessa: Mickiewicz, Tomasz:* Corporate Governance and Finance in Poland and Russia. Palgrave Macmillan 2006, s. 179–193.
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R.:* Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52/1997, s. 1131–1150.
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R.:* Law and Finance. *Journal of political Economy*, 1998, s. 1113–1155.
- Lawrence, P. – Vlachoutsicos, C.:* Behind the factory walls: Decision making in Soviet and U.S. enterprises. Harvard Business School Press 1990.
- Lazareva, Olga – Rachinsky, Andrei:* A Study on Russian Boards. CEFIR 2006.
- Lazareva, Olga – Rachinsky, Andrei – Stepanov, Sergey:* Corporate Governance, Ownership Structures and Investment in Transition Economies: the Case of Russia, Ukraine and Kyrgyzstan 2008.
- Lazareva, Olga – Rachinsky, Andrei – Stepanov, Sergey:* A Survey of Corporate Governance in Russia. CEFIR Working Paper 103/2007.
- Leppämäki, Mikko:* Johdatus Corporate Governance -teemaan. Helsinki 1998.
- Liljeblom, Eva – Maury, Benjamin:* Corporate Governance in Russia – Some Empirical Findings. Ei julkaistu, 2009.
- Liuhto, Kari – Vahtra, Peeter:* Who governs the Russian economy? A cross-section of Russia's largest corporations. Electronic Publications of Pan-European Institute 12/2009.
- McCarthy, Daniel J. – Puffer, Sheila M.:* Corporate Governance in Russia: Towards a European, US or Russian Model? *European Management Journal*, 6/2002, s. 630–640.

- McCarthy, Daniel J. – Puffer, Sheila M.:* Corporate Governance in Russia: a framework for analysis. *Journal of World Business*, 2003, s. 397–415.
- McConnell, J. – Servaes, H.:* Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 1990, s. 595-612.
- Medvedev, R.:* Chubays and Vaucher: from the history of Russian privatization. Impeto 1997. (Venäjänkielinen).
- Merkt, H. – Göthel, S.:* US-amerikanisches Gesellschaftsrecht. Verlag Recht und GmbH 2006.
- Metzger, Barry – Dean, Richard N. – Bloom, Derek – Ratnikov, Kirill:* Corporate Governance. *International Financial Law Review*, 5 heinäkuuta 2002. Saatavilla <http://www.iflr.com/Article/2027126/Corporate-Governance.html>.
- Mikheyev, D.:* Russia transformed. Indianapolis: Hudson Institute 1997.
- Molotnikov, Alexander:* Controlling, major and minority shareholders: interaction and legal regulation problems in Russia. 2008. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1321932.
- Morck, R. – Shleifer, A. – Vishny, R. W.:* Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1998, s. 293–315.
- Mähönen, Jukka:* Sijoittautumisoikeus erityisesti yhtiöiden kannalta. Teoksessa: *Ojanen, Tuomas – Haapea, Arto:* EU-oikeuden perusteita II – aineellisen EU-oikeuden aloja ja ulottuvuuksia. Helsinki 2007, s. 147–176.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo:* Osakeyhtiö I – Yleiset opit. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006a).
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo:* Osakeyhtiö I – Yleiset opit. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006b).
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo:* Osakeyhtiö I – Yleiset opit. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006c).
- Nellis, J.:* Privatization and enterprise reform in transition economies: a retrospective analysis. Working paper. Center for Global Development 2001.
- Nenova, T. – Hickey, C.:* Self-dealing, public policy for private sector. World Bank 2006.
- Nörr, Rudolf – Stiefenhofer, Alfred:* Takeover Law in Germany: a handbook and practitioner's guide. C.H. Beck 2003.
- Pistor, K – Spicer, A.:* Investment Funds in mass privatization. Lessons from Russia and Czech Republic. World Bank, Viewpoint No. 110 1997.

PricewaterhouseCoopers: Doing business and investing in the Russian Federation. PricewaterhouseCoopers 2009. Saatavilla <http://www.pwc.com/ru/en/doing-business-in-russia/index.jhtml>.

Puffer, Sheila M. – McCarthy, Daniel J.: The emergence of corporate governance in Russia. *Journal of World Business*, 4/2003, s. 284–298.

Puffer, Sheila M. – McCarthy, Daniel J. – Naumov, Alexander I.: Russian managers' beliefs about work: beyond the stereotypes. *Journal of World Business*, 3/1997, s. 258–276.

Randall, L.: *Reluctant Capitalists: Russia's Journey Through Market Transition.* Routledge 2001.

Russian Institute of Directors: Raskrytie rossiyskimi aktsionernymi obschestvami informatsii o praktike svoego korporativnogo upravleniya I soblyudenie rekomendatsiy kodeksa korporativnogo povedeniy. RID Moskova 2003. (Venäjänkielinen).

Salacuse, Jeswald W.: *The Cultural Roots of Corporate Governance.* Teoksessa: *Corporate Governance Post-Enron: Comparative and International Perspectives.* Biddles Ltd 2006, s. 433–464.

Savela, Ari: *Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Toinen uudistettu pianos.* Keuruu 2006.

Schramm, H.-J.: *Kapitalgesellschaftsrecht in den Transformationsstaaten der GUS. Eine funktionale und vergleichende Analyse des Rechts der Kapitalgesellschaften in Russland, Georgien, Kasachstan, der Ukraine und Usbekistan vor dem Hintergrund westlicher Modelle und den besonderen Umständen der Transformation einer Gesellschaftsordnung.* Habilitation work 2007.

Sevenius, Robert: *Bolagsstyrning.* Studentlitteratur Ab 2007.

Shleifer, A. – Kreisman, D.: *Without a Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia.* The MIT Press 2000.

Shleifer, A. – Vishny, R. W.: A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 2/1997, s. 737–783.

Smith, Adam: *The Wealth of the Nations (1776).* Penguin Books 1999.

Solomon, Jill: *Corporate Governance and Accountability.* John Wiley & Sons Ltd 2007.

Standard & Poor's: Corporate Governance: Russia's Slow March Toward Global Corporate Governance Standards. 17. kesäkuuta 2007. Saatavilla <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/ca/page/article/3,1,1,0,1148409417171.html>.

Starobin, P. – Belton, C.: Russia's Enron: Gazprom and PricewaterhouseCoopers are coming under fire. *BusinessWeek*, 18. helmikuuta 2002, s. 50–52.

Starobin, P. – Tavernise, S.: A new home for Russian capital—Russia: The flight of capital seems to be abating as faith builds in Putin. *BusinessWeek*, 6. maaliskuuta 2000, s. 58.

Steger, Ulrich – Amann, Wolfgang: *Corporate Governance – How to Add Value*. John Wiley & Sons Ltd 2008.

Teljukina, M. V.: Commentary to the Federal Law on the Joint Stock Companies. Wolters Kluwert 2005. (Venäjänkielinen).

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

Timonen, Pekka: *Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys*. Helsinki 2000.

Yakovlev, A.: Evolution of corporate governance in Russia: governmental policy vs. real incentives of economic agents. *Post-Communist Economies*, 4/2004, s. 387–403. Saatavilla <http://www.hse.ru/data/142/226/1237/paper%20-%20Yakovlev.pdf>.

Zetsche, D.: Shareholder interaction preceding shareholder meeting of public corporations – A six country comparison. *European Corporate and Finance Law Review*, 2:1 2005, s. 105. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=624241.

Virallisuonteiset lähteet

Arvopaperimarkkinayhdistys ry: Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2008.

Federal Financial Markets Service: Venäjän corporate governance -koodi 2002.

HE 27/1977: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 109/2005: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

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

OECD: *The Principles of Corporate Governance* 2004.

The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: *The Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report)* 1992.

Yrityskauppalaautakunta: Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista (Helsinki Takeover Code) 2006.

Internet-lähteet

GAAP-onlie.com projektin Internet-sivut: <http://www.gaap-ifs.com/diary/>. Vierailupäivä 12.7.2010.

Hermitage Capital Management Ltd.:n Internet-sivut: <http://hermitagefund.com>.
Vierailupäivä 10.6.2010.

Transparency Internationalin Internet-sivut: <http://www.transparency.org>. Vierailupäivä
20.7.2010.

US Securities and Exchange Commission Internet-sivut:
<http://www.sec.gov/answers/cumulativevote.htm>. Vierailupäivä 11.4.2010.

WSOYpro Juridiikkaonline-palvelu

<http://www.wsoypro.fi>juridiikkaonline>yritysoikeus>IV>
ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELY. *Harju, Ilkka*. Vierailupäivä
15.5.2010.

Oikeustapaukset

Suomi

Helsingin HO:n tuomio 1987/110

KKO 1996:68

KKO 1997:17

KKO 1998:115

KKO 1999:27

Venäjä

Moskovan alueen arbitraatioistuimen tuomio N KG-A40/13933-07

Venäjän perustuslakituomioistuimen tuomio N 714-O-P

Venäjän ylimmän arbitraatioistuimen tuomio N 1452/08

LYHENTEET

AML arvopaperimarkkinalaki (495/1989)

BKT bruttokansantuote

EBRD European Bank for Reconstruction and Development

EOYL vuoden 1978 osakeyhtiölaki (734/1978)

EU Euroopan unioni

FCSM Federal Financial Market Service (Federal Commission on Securities
Market)

HO	hovi oikeus
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz, laki osakepääoman korottamisesta, Saksa (1998)
KKO	Korkein oikeus
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, laki yritystoiminnan kontrolloimisesta ja läpinäkyvyydestä, Saksa (1998)
OECD	Organisation for Economic CO-operation and Development
OYL	osakeyhtiölaki (624/2006)
RAS	Russian Accounting Standards
RTS	Russian Trade System
TTL	tilintarkastuslaki (2007/459)
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VeAML	Venäjän arvopaperimarkkinalaki (1996/39-FZ)
VeOYL	Venäjän osakeyhtiölaki (1995/208-FZ)
WEF	World Economic Forum, maailman talousfoorumi
WTO	World Trade Organization, maailman kauppajärjestö

“They steal and steal and steal. They are stealing absolutely everything, and it is impossible to stop them. But let them steal and take their property. They will then become owners and decent administrators of this property.”¹

1. JOHDANTO

1.1. Tutkielman aihepiiri ja kysymyksenasettelu

Shleiferin ja *Vishnyn* mukaan corporate governance käsittelee keinoja, joiden avulla sijoittajat voivat varmistaa saavansa sijoitukselleen tuottoa.² Näihin keinoihin he lukevat muun muassa määräävässä asemassa olevien suurten osakkeenomistajien harjoittaman tehokkaan yhtiön johdon valvonnan, joka puolestaan heidän mukaansa johtaa agentuurikustannusten alenemiseen: suurilla osakkeenomistajilla on yleensä sekä tahtoa että valtaa vaatia yhtiöön sijoittamiaan rahojaan takaisin.³

Omistuksen keskittyminen suurten osakkeenomistajien käsiin aiheuttaa kuitenkin myös kustannuksia. Yksi keskeinen ongelma on, että yhtiössä määräysvaltaa käyttävät enemmistöosakkeenomistajat edustavat vain omia intressejään yhtiössä välittämättä vähemmistöosakkeenomistajien, työntekijöiden ja johdon ehkä poikkeavista intresseistä. Määräysvallan väärinkäytön muotoja ovat muun muassa vain enemmistöosakkeenomistajille jaettavan osingon maksaminen, liiketoimien tekeminen enemmistöosakkeenomistajan omistavan toisen yrityksen kanssa sekä omaisuuden siirtäminen tällaiselle yritykselle.⁴

Varsinkin siirtymätalouksissa kuten Venäjällä, jossa yhtiö- ja corporate governance -sääntely on vasta kehittymässä sekä tuomioiden toimeenpano varsin puutteellista, enemmistöosakkeenomistajien opportunistinen omien etujen ajaminen vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella on varsin yleistä. Tätä helpottaa lisäksi venäläisille yrityksille tyypillinen vallan keskittyminen harvojen suurten osakkeenomistajien käsiin. Omistuksen keskittymiseen on ensisijaisesti syynä 1990-

¹ Näin kuvaili Venäjän valtionyhtiöiden yksityistämisestä vastannut *Anatoli Tšubais* yhtiöiden sisäpiiriläisten käytöstä yksityistämisen aikana ja heihin kohdistuneita odotuksia yksityistämisen jälkeen. *Sergei Kovaliev* (2000), s. 70.

² *Shleifer – Vishny* (1997), s. 737. Ks. alkuperäinen englanninkielinen määritelmä kappale 2.2.

³ *Shleifer – Vishny* (1997), s. 754.

⁴ *Shleifer – Vishny* (1997), s. 758–759. Ks. omistuksen keskittymisen vaikutuksista esim. *McConnell – Servaes* (1990), *Morck – Shleifer – Vishny* (1998) ja *Claessens – Djankov – Lang* (2002).

luvun alussa sosialismin kaatumisen seurauksena tapahtunut valtion yritysten yksityistäminen.⁵

Perinteisesti omistuksen ja johdon eriytymiselle perustuvan päämies-agenttiteorian ytimessä on ollut osakkeenomistaja–yhtiön johto -relaatio. Tämä relaatio ja sen synnyttämät konfliktit ovat pääasiassa relevantteja kuitenkin vain tutkittaessa maita, joissa omistus on hajautunutta kuten Yhdysvallat.⁶ Tutkittaessa maita, kuten Venäjä, joissa yritysten omistus on hyvin keskittynyttä, voidaan päämies-agenttiongelma osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välillä sivuuttaa, koska suuret osakkeenomistajat omistavat tarpeeksi kontrolloidakseen yhtiön johtoa. Tilanne nostaakin esille toisen päämies-agenttirelaation, jossa ongelmia voi syntyä yleensä enemmistöosakkeenomistajien opportunistisen, vähemmistöosakkeenomistajia syrjivän käyttäytymisen vuoksi. Tätä relaatiota kutsutaan vähemmistöosakkeenomistaja-enemmistöosakkeenomistajarelaatioiksi.⁷

Tällaisessa teoreettisessa viitekehysessä corporate governancen tärkeä tehtävä on luoda johdon ja erityisesti valtaa käyttävien suurten osakkeenomistajien opportunistisesta käyttäytymisestä vapaa toimintaympäristö, jossa myös vähemmistöosakkeenomistajat voivat tuntea oikeutensa ja sijoitustensa turvatuiksi. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi vähemmistöosakkeenomistajille oikeuksia luovalla sääntelyllä on ratkaiseva merkitys.

Lainsäädäntöympäristön perinteisesti tarjoamasta heikosta suojasta ja ulkopuolisen rahoituksen, kuten pankkilainat, käytön vähäisyydestä johtuen kuitenkin myös vaihtoehtoiset kontrollimekanismit, yhtenä tärkeimmistä hallituksen harjoittama yhtiön toiminnan valvonta, ovat isossa roolissa enemmistöosakkeenomistajien opportunistisen käyttäytymisen torjunnassa.⁸

1.2. Tutkimustavoite ja käytetyt metodit

Olemassa oleva Venäjän corporate governancaa käsittelevä tutkimus on suurimmalta osin keskittynyt kuvaamaan yleisesti corporate governancen tilaa ja sen kehitystä Venäjällä.⁹ Myös erilaisten tekijöiden, kuten esimerkiksi hallituksen kokoonpanon

⁵ Lazareva – Rachinsky – Stepanov (2007).

⁶ La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer – Vishny (1998) osoittavat tutkimuksessaan laajasti hajautuneen omistus pohjan olevan poikkeustapaus, joka ilmenee lähinnä anglosaksisissa maissa.

⁷ Kurtbedinov (2009), s. 21.

⁸ Liljebloom – Maury, s. 2.

⁹ Ks. esim. McCarthy – Puffer (2003) ja Judge – Naoumova (2004).

vaikutusta yritysten tehokkuuteen, on tutkittu varsin laajasti.¹⁰ Vähäinen vähemmistöosakkeenomistajien suojaa koskeva tutkimus on yleensä luonteeltaan voimassa olevan lainsäädännön esittelyä ilman suojan tutkimista erilaisissa konkreettisissa tilanteissa kuten yritysjärjestelyissä. Lisäksi suomalainen Venäjän corporate governance koskeva tutkimus, varsinkin oikeusvertaileva sellainen, on hyvin vähäistä.¹¹

Tutkielmani päätarkoituksena onkin selvittää minkälaisen suojan Venäjän yhtiöoikeus ja corporate governance -sääntely tarjoaa vähemmistöosakkeenomistajille enemmistöosakkeenomistajien opportunistista käyttäytymistä vastaan yleisesti sekä etenkin erilaisissa konkreettisissa tilanteissa kuten yritysjärjestelyissä, lähipiiritransaktioissa sekä yritysvaltauksissa. Suojan konkreettisen tason havainnollistamiseksi vertaan sitä Suomen vastaavan sääntelyn tarjoamaan suojaan. Tarkoitukseni ei kuitenkaan ole vain esitellä lainsäädännön nykytilaa vaan tarjota myös ratkaisuehdotuksia Venäjän vähemmistöosakkeenomistajan suojaa koskevan lainsäädännön parantamiseksi *de lege ferenda*.

Toinen tutkielmani päätavoite on tutkia vähemmistöosakkeenomistajien asemaa osakeyhtiöiden hallituksissa Venäjällä. Suurten omistajien kontrolloidessa yhtiön johtoa joko nimittämällä hallituksen jäseniä tai itse hallituksessa istumalla, on hallitusten rooli Venäjällä vallankäytön välineenä korostunut. Normatiivisen sääntelyn lisäksi hallituksen harjoittama yhtiön toiminnan valvonta muodostaa tärkeän vaihtoehtoisen kontrollimekanismin, jonka avulla vähemmistöosakkaiden suojaa voitaisiin parantaa. Hallitus näyttelee siis tärkeää roolia vähemmistöosakkeenomistaja-enemmistöosakkeenomistajarelaatiota tarkasteltaessa. Vähemmistöosakkeenomistajan aseman selvittämiseksi käsittelen myös yhtiöiden omistusrakennetta sekä sen muotoutumista.

Tutkielmani keskittyy täten vahvasti voimassa olevan oikeustilan tarkasteluun ja sen kehittämiseen ja onkin siten luonteeltaan oikeusdogmaattinen. Oikeusvertailevan aspektin tutkimukselle antaa Venäjän ja Suomen vähemmistöosakkeenomistajien suojaa koskevien säännösten vertailu. Tutkielmani teoreettisena viitekehyksenä toimii agentuurisuhteiden taloustiede eli päämies-agenttiteoria.

¹⁰ Ks. esim. *Judge – Naoumova – Koutzevol* (2003).

¹¹ Esimerkkeinä Venäjän lainsäädäntöä käsitelleistä tutkijoista *Vladimir Orlov* sekä *Eva Liljebloom*.

1.3. Aiheen rajaus

Vallitsevan päämies-agenttiteorian lisäksi corporate governance -tutkimukseen liittyviä teorioita on olemassa lukuisia. Näistä esimerkkeinä mainittakoon stewardship-teoria, valtateoria ja resurssiriippuvuusteoria.¹² Oma tutkielmani nojaa vahvasti päämies-agenttiteoriaan, johon syvennyn kappaleessa 3.1. tarkemmin. Muita teorioita en tutkielmassani yksityiskohtaisemmin käsittele.

Suppean määritelmän mukaan corporate governance käsittelee vain päämies-agenttiteorian sisältämää kolmea erilaista päämies-agenttirelaatiota: vähemmistöosakkeenomistajat-enemmistöosakkeenomistajat, yhtiö/osakkeenomistajat-velkojat ja osakkeenomistajat-johto.¹³ Näistä tutkin vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia vain ensimmäisenä mainitussa relaatiossa¹⁴. Tähän on syynä jo edelle mainittu Venäjällä vallitseva omistuksen keskittyminen vain harvoille suurille osakkeenomistajille, jolloin suurin todennäköisyys konflikteille ilmenee heidän ja vähemmistöosakkeenomistajien välisessä suhteessa.

Tutkielmani keskittyessä pääsääntöisesti voimassa olevan oikeuden tutkimiseen ja parannusehdotusten esittämiseen, joudun rajaamaan sen ulkopuolella lakien täytäntöönpanon, jonka tehottomuuden monet sijoittajat ja tutkijat kokevat ongelmaksi Venäjällä. Tyydyn tässä yhteydessä vain muistuttamaan kirjoitetun lain ja sen täytäntöönpanon olevan kaksi toisistaan poikkeavaa käsitettä, joiden molempien toimivuus ja tehokkuus ovat tärkeitä myös toimivan corporate governance -järjestelmän kannalta. Lisäksi vähemmistöosakkeenomistajien suojaa koskevassa jaksossa seitsemän keskityn yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn ja jätän hallinto- ja rikosoikeudellisen sääntelyn tutkimukseni ulkopuolelle.

1.4. Tutkielman lähteet ja rakenne

Tutkielmani lähdeaineisto koostuu pääasiassa sekä taloustieteellisestä että oikeustieteellisestä kirjallisuudesta, artikkeleista sekä tutkimuksista. Venäjän corporate governancea käsittelevä aineisto on pääosiltaan ulkomaista ja siten suurimmalta osin englanninkielistä. Jonkin verran mukana on myös venäjän- ja saksankielistä aineistoa.

¹² Yleisesittely erilaisista Corporate Governance teorioista: ks. esim. *Dailly – Dalton – Connel* (2003).

¹³ *Timonen* (2000), s. 4.

¹⁴ Tutkielmani lähtökohtana on osakkeenomistajan asemaa korostava *shareholder value* -näkökulma. Ks. *shareholder vai stakeholder value?* -keskustelusta esim. *Mähönen – Villa* (2006a), s. 79–86.

Seitsemännen vähemmistöosakkeenomistajan suojakeinoja koskevan luvun aineiston muodostavat pääasiassa Venäjän osalta maan osakeyhtiölaki (1995/208-FZ), josta käytän lyhennettä VeOYL, Venäjän arvopaperimarkkinalaki (1996/39-FZ) (VeAML) sekä Venäjän corporate governance -koodi, myöhemmin koodi. Suomen osalta lähdeaineistona toimii pääasiassa osakeyhtiölaki (624/2006), josta myöhemmin käytän nimitystä OYL, arvopaperimarkkinalaki (495/1989), myöhemmin AML sekä Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n julkaisema Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, myöhemmin hallinnointikoodi.

Tutkielma koostuu kahdeksasta jaksosta. Ensimmäinen jakso käsittää johdannon, jossa määrittelen tutkimuksen aihepiirin, tutkimustehtävän ja käytetyt tutkimukselliset metodit sekä aiheen rajaukset. Lisäksi luon silmäyksen tutkielmassani käyttämäni lähdeaineistoon.

Toisessa ja kolmannessa jaksossa esittelen teoreettisen perustan, jolle tutkielmani rakentuu. Toisessa jaksossa käsittelen corporate governancea yleisesti, muun muassa sen historiaa ja kohdetta. Tarkoitukseni on vastata kysymyksiin mitä käsitteellä corporate governance tavallisesti tarkoitetaan ja mikä on corporate governance -sääntelyn merkitys. Kolmannessa jaksossa esittelen tutkielmassani käyttämäni päämies-agenttiteorian sekä tutkin sen soveltuvuutta Venäjän kaltaiseen siirtymätalouteen, jossa vallitsee varsin keskittynyt yritysten omistusrakenne.

Neljäs jakso käynnistää varsinaisen oikeustieteellisen Venäjän corporate governancea koskevan tarkastelun. Jakson tavoitteena on antaa yleiskuva Venäjän corporate governance -sääntelyn kehityksestä sekä nykyaikana vallitsevasta sääntelyviitekehystä. Esittelen niin virallisen kuin epävirallisenkin sääntelyn.

Viides jakso aloittaa varsinaisen vähemmistöosakkeenomistajan asemaa koskevan tarkastelun. Viidennen ja kuudennen jakson tarkoituksena on osoittaa määräysvallan kuuluvan venäläisessä osakeyhtiössä tavallisesti harvoille enemmistöosakkeenomistajille. Tätä tavoitetta silmällä pitäen käsittelen ensin jaksossa viisi tyypillistä venäläisen osakeyhtiön omistusrakennetta ja sen muotoutumista valtionyritysten yksityistämisen seurauksena. Tämän jälkeen jakso kuusi tarkastelee vähemmistöosakkeenomistajien asemaa osakeyhtiöiden hallituksissa Venäjällä käymällä läpi muun muassa yhtiöiden hallitusten jäsenten valintaa sekä hallitusten rakennetta.

Seitsemannen luvun tarkoituksena on käsitellä venäläisen corporate governance -sääntelyn vähemmistöosakkeenomistajille tarjoamia suojakeinoja enemmistöosakkeenomistajien, vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia syrjivää, opportunistista käyttäytymistä vastaan. Suojan tasoa tarkasteltaessa otetaan huomioon sekä *ex-ante* että *ex-post* suojakeinot. Suojan konkretisoimiseksi vertaan sitä suomalaisen corporate governance -sääntelyn tarjoamaan suojaan.

Viimeisen jakson tarkoituksena on esittää yhteenveto tutkielmassani käsitellyistä teemoista sekä tarjota parannusehdotuksia venäläiseen corporate governance -sääntelyyn vähemmistöosakkeenomistajien suojan parantamiseksi enemmistöosakkeenomistajien opportunistista käyttäytymistä vastaan.

2. MITÄ CORPORATE GOVERNANCE ON?

2.1. Historia

Ensimmäisen kerran corporate governance¹⁵ -problematiikkaa käsiteltiin klassisessa taloustieteellisessä kirjallisuudessa jo 1930-luvulla, jolloin *Means* ja *Berle* ensimmäisinä ehdottivat teoksessaan ”*The Modern Corporation and Private Property*” johdon ja omistuksen eriyttämistä toisistaan.¹⁶ Corporate governancen juuret ovat kuitenkin kauempana historiassa. Esimerkiksi *Sevenius* liittää corporate governance -tematiikan jo 1600-luvun kauppakomppanioihin. Tämän modernin osakeyhtiön esi-isän kehittämisen taustalla oli sijoittajien halu rajata oma, yhtiöön kohdistuvan riskinsä sijoittamansa pääoman määrään.¹⁷ *Steger ja Amann* puolestaan yhdistävät corporate governancen taustalla olevien peruskysymysten synnyn modernin yhtiön syntyyn, joka tapahtui Yhdysvalloissa 1840-luvulla yhtiöiden johdon ja omistuksen eriytymisen seurauksena. Johdon ja omistuksen jakautumiseen takana olivat rautateiden rakentamisen vaatimat suuret investoinnit ja pankkien kasvu.¹⁸

Ensimmäisenä varsinaisesti termiä ”Corporate Governance” käytti *Richard Eells* teoksessaan ”*The Meaning of Modern Business*” vuonna 1960.¹⁹ Yleisemmin termi otettiin käyttöön Yhdysvalloissa 1980-luvun puolivälissä, josta sen käyttö laajeni pian myös muihin teollisuusmaihin. Corporate governancesta tuli yleisnimitys keskustelulle,

¹⁵ Kattavan luettelon corporate governancetta käsittelevästä kirjallisuudesta esittelevät mm. *Shleifer – Vishny* (1997) ja *Denis* (2001).

¹⁶ *Means – Berle* (1932).

¹⁷ *Sevenius* (2007), s. 27–30.

¹⁸ *Steger – Amann* (2008), s. 5.

¹⁹ *Eells* (1960), s. 108.

joka koski yritysten etutahojen vaikutusmekanismeja, yritystoiminnan organisoitumista, yritysjohdon kontrolli- ja valvontamekanismeja sekä näihin liittyvää yritystoiminnan sääntelyä. Mielenkiinnon kohteena ovat olleet erityisesti suuryritysten toiminta ja päätösvaltasuhteet. Kuitenkin myös yleisempiä, yritystoiminnan yhteiskunnalliseen merkitykseen, yrityksen etutahojen asemaan sekä yritysrahoitukseen liittyviä kysymyksiä on käsitelty.²⁰

Syynä kasvavalle mielenkiinnolle corporate governancea kohtaan oli ensinnäkin yhdysvaltalaisen suuryritysten omistusrakenteissa tapahtunut muutos, mikä johtui lähinnä eläkerahastojen pääomien suuresta kasvusta sekä niiden ajautumisesta pörssiyhtiöiden omistukseen. Kehitystä auttoi samanaikainen sijoitusrahastojen toiminnan voimakas kasvu ja omistuksen siirtyminen täten kasvavassa määrin ammattimaisten sijoittajien käsiin. Corporate governance -keskustelua vauhdittivat myös vihamielisten yritysvaltausten sekä yritysskandaalien lisääntyminen.²¹

1990-luvun lopulla corporate governance -sääntelyn merkitys ja tärkeys tiedostettiin jo kaikissa teollisuusmaissa. Tästä johtuen 1990-luvun kuluessa useissa maissa säädettiin uusia lakeja sekä julkaistiin erilaisia corporate governancea koskevia ohjeita, koodeja, raportteja ja suosituksia.²² Corporate governancen merkityksen kasvun ja uuden sääntelyn taustalla olivat muun muassa maailman talouden muutokset sekä eri maissa tapahtuneet yritysskandaalit. Yksi tekijä oli myös teknologian kehitys, jonka ansiosta tiedonsaanti helpottui ja sen mukana esteet kansainvälisille investoinneille pienenevät, mikä johti puolestaan pääomamarkkinoiden kansainvälistymiseen.²³

2000-luvun alussa ympäri maailmaa tapahtuneet yritysskandaalit²⁴ osoittivat selvästi, että voimassa olevan sääntelyn mahdollistamat keinot eivät riittäneet kontrolloimaan ja ohjaamaan yhtiöiden johtoa riittävästi varmistamaan sen, että he käyttäytyisivät omistajien edun mukaisesti eivätkä ajaisi omia etujaan. Tästä johtuen 1990-luvulla säädettyjä lakeja ja annettuja suosituksia onkin uudistettu voimakkaasti 2000-luvun

²⁰ Timonen (2000), s. 1 ja Hirvonen – Niskakangas – Steiner (2003), s. 21.

²¹ Hirvonen – Niskakangas – Steiner (2003), s. 21–22.

²² Iso-Britanniassa Cadbury Report (1992) ja Greenbury Report (1995), jotka vuonna 1998 uudistettiin ja yhdistettiin Hampel Reportiksi (Combined Code). Ranskassa Rapport Viénot (1995) ja Rapport Viénot II (1998). Saksassa kaksi uutta lakia KonTraG ja KapAEG (1998). Yhdysvalloissa Gramm-Leach-Bliley Act ja Blue Ribbon Committee'n suositukset. Kansainvälisiä suosituksia: Kansainvälisen pörssiliitto FIBV:n suositus (1995) ja OECD:n Principles of Corporate Governance (1999).

²³ Steger – Amann (2008), s. 10.

²⁴ Etelä-Koreassa Daewoo (1998), Saksassa Flowtex (1999) ja Volkswagen (2005), Yhdysvalloissa Enron (2001), Worldcom ja Tyco (2002), Iso-Britanniassa Marconi (2001), Ranskassa Vivendi (2002), Italiassa Parmalat (2003) sekä Venäjällä Yukos (2003).

kuluessa.²⁵ Uudistaminen tulee jatkumaan edelleen tulevaisuudessakin, sillä corporate governance -käytännöt kehittyvät jatkuvasti.²⁶ Työ on siis edelleen kesken niin teorian kuin käytännönkin tasolla, etenkin kehittyvissä ja siirtymätalouksissa.²⁷

2.2. Määrittelyä

Corporate governancelle ei ole olemassa yhtä, virallista määritelmää. Määritelmät eroavat toisistaan huomattavasti muun muassa eri maiden välillä. Yhden virallisen määritelmän tekemistä vaikeuttaa käsitteen yleisluontoisuus ja väljyys. Esimerkiksi *Timosen* mukaan corporate governance -termin alla voidaan käsitellä melkein mitä tahansa. Jos taas tarkastelu perustuu rajatumpaan määritelmään, kuten ”yritysjohdon valvonta”, näkökulmat ja metodologiset lähtökohdat eriytyvät hänen mielestään helposti toisistaan ja tematiikka pirstaloituu. Lisäksi ei riitä, että eri tieteenaloilla on eri lähtökohdat ja lähestymistavat vaan myös esimerkiksi sääntelyhankkeissa kansainvälisten yhteistyöelinten (mm. OECD, Maailmanpankki) näkemykset corporate governancen sisällöstä poikkeavat eri maissa vallitsevista kansallisista näkemyksistä.²⁸ Voidaankin todeta, että eri maiden historialla, lainsäädännön kehityksellä ja poliittisilla päätöksillä on vaikutusta siihen, miten corporate governancen sisältö eri maissa ymmärretään.²⁹

Timonen esittelee corporate governancen erilaiset määrittelyvaihtoehdot suppeimmista laajimpaan viisiportaisen asteikon avulla. Hänen mukaansa suppeimmillaan määriteltynä corporate governance koskee vain osakkeenomistajien ja yritysjohdon välistä suhdetta. Corporate governance koostuu siis vain päämies-agenttiongelman erilaisten osateemojen tarkastelusta ja niitä koskevista sääntelyratkaisuksista. Laajimmillaan se on eräänlainen instituutio- ja talousjärjestelmäsidonnainen

²⁵ Yhdysvalloissa Sarbanes-Oxley Act (2002), Saksassa Corporate Governance Code (2000), uudistettu (2002), Ranskassa Economic Regulation Act (2001) ja Financial Safety Act (2003), Iso-Britanniassa Director’s Remuneration Report (2002), Tyson; Smith Report (2003) ja Turnbull Guidance (2005), OECD:n Principles of Corporate Governance (2004), vrt. alaviite 18.

²⁶ Esim. Yhdistyneen kuningaskunnan 19.6.2010 voimaantullut The UK Corporate Governance Code (aiemmin The Combined Code on Corporate Governance); Ranskassa vuonna 2008 päivitetty Principes de gouvernement d’entreprise résultant de la consolidation du rapport de l’AFEP et du MEDEF d’octobre 2003 et de leurs recommandations de janvier 2007 et d’octobre 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées ja Saksan Deutsche Corporate Governance Kodex, jonka viimeiset päivitykset ovat vuodelta 2009. Pohjoismaisesta sääntelystä esimerkkinä Ruotsin Kodgruppenin Svensk kod för bolagsstyrning, joka tuli voimaan 1.7.2008 ja sen tarkastettu versio 1.2.2010.

²⁷ *Kurtbedinov* (2009), s. 21.

²⁸ *Timonen* (2000), s. 2.

²⁹ *Leppämäki* (1998), s. 7.

kokonaisnäkökulma koko yritystoiminnan sääntelyyn.³⁰ Teoksessaan *Timonen* itse määrittelee corporate governancen tarkoittavan ”yritystoiminnan organisoitumiseen ja yritysrahoitukseen liittyviä päätöksenteko- ja valvontamekanismeja sekä yrityksen erilaisten etutahojen aseman ja oikeuksien määrittelyä”.³¹

Timosen oma määritelmä voidaan lukea kuuluvaksi koko ajan enemmän huomiota saavaan laajempaan *stakeholder*-teoriaan, jossa corporate governance nähdään erilaisten sopimusten verkkona, ei pelkästään yhtiön ja osakkeenomistajien välillä, kuten osakkeenomistajan sijoituksen arvon maksimointia (*shareholder value*) korostavassa päämies-agenttiteoriassa vaan myös yhtiön ja muiden sen etutahojen (*stakeholders*) välillä.³² Yhtiön etutahoja ovat muun muassa työntekijät, tavarantoimittajat, alihankkijat ja asiakkaat.

Alla esittelen vielä esimerkinomaisesti erilaisia tapoja määrittellä corporate governancen sisältöä aloittaen suppeimmasta vain corporate governancen perustehtävän sisältävästä määritelmästä (*The Cadbury Report*). Tätä seuraavan *Shleiferin ja Vishnyn* määritelmän perspektiivi on tiukasti taloudellinen, määrittäen corporate governancen tehtäväksi varmistaa, että sijoittajat saavat sijoitukselleen tuottoa (*shareholder*-näkökulma). Nämä kaksi määritelmää kuvaavat corporate governancea voittoa tuottavan yhtiön ja sen omistajien väliseksi suhteeksi.

”...is the system by which companies are directed and controlled.”³³

”...deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return of their investment.”³⁴

On kuitenkin huomionarvoista, ettei corporate governancen ainoana tarkoituksena ole selkeämpien ja tehokkaampien päätöksenteko- ja valvontajärjestelmien luominen vaan myös yhtiön toiminnan tehostaminen niiden avulla.³⁵ Viimeisenä oleva OECD:n corporate governancen määritelmä asettaakin yhdeksi corporate governancen tehtäväksi myös toiminnan tehostamisen. OECD:n kuvaus on laajin ja yksityiskohtaisin, sisällyttäen corporate governanceen myös muiden yhtiön

³⁰ *Timonen* (2000), s. 4.

³¹ *Timonen* (2000), s. 5.

³² *Solomon* (2007), s. 2.

³³ *Cadbury Report*, kohta 2.5, s. 15.

³⁴ *Shleifer – Vishny* (1997), s. 737. Ks. edellä suomennos kappale 1.1.

³⁵ *Judge – Naoumova – Koutzevo* (2003), s. 385.

etutahojen kuin pelkästään osakkeenomistajan etujen valvonnan (*stakeholder-näkökulma*):³⁶

*”...one key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence. Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interest of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring.”*³⁷

Oma tutkielmani keskittyy enemmistöosakkeenomistaja-vähemmistöosakkeenomistajarelaation tutkimiseen ja on täten osakkeenomistajakeskeinen. *Shleiferin* ja *Vishnyn* suppea määritelmä corporate governancesta sijoittajien keinona varmistaa saavansa sijoitukselleen tuottoa sopiikin parhaiten oman tutkielmani lähtökohdaksi.

Corporate governancen määritelmän lisäksi on tärkeää ymmärtää sen merkitys. Corporate governance on nykyään paljon muutakin kuin vain *”system by which companies are directed and controlled”* kuten *Cadbury Reportissa* sen määritelmä kuuluu. Corporate governancesta on tullut tutkijoille apuväline, jonka avulla he selittävät erilaisia taloudellisia, poliittisia ja sosiaalisia ongelmia. Täten tehoton corporate governance -järjestelmä ei selitä vain, miksi yksittäiset yritykset epäonnistuvat toiminnassaan vaan myös muun muassa ekonomistit ja poliitikot selittävät sen avulla kokonaisten kansantalouksien epäonnistumisia.³⁸

Itä-Euroopan siirtymätalouksista viimeisen kahden vuosikymmenen aikana saadut kokemukset ovat osoittaneet, että yksityistäminen ja tehokkaan yksityissektorin

³⁶ Vrt. *Bradley – Schipani – Sundaram – Walsh* (1999) s. 11: *”Corporate governance also implicates how the various constituencies that define the business enterprise serve, and are served by, the corporation. Implicit and explicit relationships between the corporation and its employees, creditors, suppliers, customers, host communities—and relationships among these constituencies themselves—fall within the ambit of a relevant definition of corporate governance. As such, the phrase calls into scrutiny not only the definition of the corporate form, but also its purposes and its accountability to each of the relevant constituencies.”*

³⁷ *OECD:n Principles of Corporate Governance*, s. 11.

³⁸ *Salacuse* (2006), s. 439.

luominen vaativat onnistuakseen tehokkaan corporate governance -järjestelmän.³⁹ Esimerkiksi Venäjällä oligarkien valtaan nousun ja heidän harrastamansa väärinkäytökset, kuten sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja yrityksen paloittelu osiin ja myynti (*asset-stripping*), olivat mahdollisia tehotoman corporate governance -järjestelmän ansiosta, joka ei antanut tarjonnut suojaa yhtiön sisäpiiriin kuulumattomille sijoittajille.⁴⁰

3. PÄÄMIES-AGENTTITEORIA

3.1. Yleisesti

Yhtiön omistajien vastuun rajaamisella yhtiöön sijoittamaansa pääomaan (rajoitettu vastuu) sekä yhtiöiden omistuksen tuleminen mahdolliseksi suurelle yleisölle osakeomistuksen kautta vaikuttivat dramaattisesti siihen, miten yhtiöitä oli kontrolloitava. Omistajien, jotka yleensä olivat julkisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajia, oli siirrettävä vastuu yhtiön asioiden jokapäiväisestä hoidosta yhtiön johdolle. Täten yhtiön johto ja omistus eriytyivät toisistaan, joka puolestaan johti päämies-agenttiongelman syntyyn.⁴¹ Tämän intressiristiriidan tunnisti ja kuvaili jo vuonna 1776 *Adam Smith* kirjoittaessaan:

*”The directors of such (joint-stock) companies, however, being managers rather of other people’s money than their own, it cannot be well expected that they would watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”*⁴²

Vuonna 1932 *Berle* ja *Means* käsitelivät kuuluisassa kirjoituksessaan laajasti hajautuneen omistuksen problematiikkaa. Kirjoittajat totesivat seuraavasti:

”the position of ownership has changed from that of an active to that of passive. In place of actual physical properties over which the owner could exercise direction and for which he was responsible, the owner now holds a piece of paper

³⁹ Ks. esim. *Dyck* (2001).

⁴⁰ *Salacuse* (2006), s. 439.

⁴¹ *Solomon* (2007), s. 17.

⁴² *Smith* (1776), s. 700.

*representing a set of rights and expectations with respect to an enterprise. But over the enterprise and over the physical property-the instruments of production-in which he has an interest, the owner has little control. At the same time he bears no responsibility with respect to the enterprise or its physical property.*⁴³

Ensimmäinen yksityiskohtainen, teoreettisen esitys agentti-päämiesteoriasta⁴⁴ oli *Jensenin* ja *Mecklingin* artikkeli vuodelta 1976. He määrittivät omistajien ja johdon välillä vallitsevan päämies-agenttisuhteen seuraavasti:

*”...a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”*⁴⁵

Päämies-agenttiteoriassa päämies-agenttisuhteella tarkoitetaan täten sopimussuhdetta, jossa toinen osapuoli, päämies, solmii tietyn tehtävän suorittamisesta toisen sopimuksen osapuolen, agentin, kanssa. Osapuolet sopivat siis sopimuksen tavoitteesta mutta myös siitä, että sen saavuttamiseksi vaadittavista toimista päättää päämiehen puolesta agentti.⁴⁶

Miksi päämies-agenttisuhte osakkeenomistajan ja yhtiön johdon välillä on sitten altis konflikteille? Tämän ymmärtämiseksi on käsiteltävä päämies-agenttiongelman teoreettisia lähtökohtia. Ensinnäkin päämies-agenttiteorian perusolettamana on, että yhtiön omistajien ja johdon intressit eroavat ainakin joissain määrin toisistaan. Pääasiallisesti yrityksen tarkoituksena nähdään osakkeenomistajien sijoituksen arvon maksimointi. Tätä tavoitetta silmällä pitäen myös yhtiön johdon tulisi tehdä päätöksensä. Käytännössä asia ei aina ole näin. Johto voi tavoitella omaa etuaan, esimerkiksi mahdollisimman suurten bonusten saamista. Toiseksi institutionaalisessa taloustieteessä, jota *Jensen* ja *Meckling* edustavat, yritys nähdään siihen osallistuvien eturyhmien sopimuksen omaisten suhteiden verkkona (*nexus of contractual relations*). Täten päämies-agenttisuhte omistajien ja johdon välilläkin perustuu sopimukseen. Teoriassa omistajat voisivat varmistaa oikeuksiansa toteutumisen yhtiössä solmimalla kaiken kattavan, tulevaisuuden tapahtumat huomioon ottavan sopimuksen yhtiön johdon

⁴³ *Berle – Means* (1932), s. 64.

⁴⁴ Kattavan kirjallisuusluettelon päämies-agenttiteoriasta esittelevät muun muassa *Cooter – Freedman* (1991) s. 1047, alaviite 4 ja *Timonen* (1997), s. 143 alaviite 36.

⁴⁵ *Jensen – Meckling* (1976), s. 308.

⁴⁶ *Mähönen – Villa* (2006a), s. 87.

kanssa siitä, miten yhtiötä on johdettava. Tällaisen ”täydellisen” sopimuksen tekeminen ei kuitenkaan käytännössä ole mahdollista.⁴⁷

Ratkaisuna voisi olla johdolle asetettu velvollisuus konsultoida osakkeenomistajia ennen tärkeän päätöksen tekemistä. Osakkeenomistajilla ei kuitenkaan ole vaadittavaa tietotaitoa tehokkaiden päätösten tekemiseen ja osakkeenomistajien määrän ollessa suuri heidän konsultointinsa olisi myös hidasta ja aiheuttaisi huomattavia kustannuksia. Täten päätösten tekeminen on delegoitava yhtiön johdolle.⁴⁸

Täydellisen sopimuksen tekemisen mahdottomuudesta seuraa päämies-agenttisuhteelle ominainen piirre eli epäsymmetrinen informaatio: päämiehellä on vähemmän tietoa agentin käyttäytymisestä kuin agentilla itsellään. Osakkeenomistaja ei tiedä ajaako yhtiön johto todella hänen etujaan. Yhtiön johdolla on myös hallussaan sellaista informaatiota, joka ei ole osakkeenomistajan tiedossa ja jota johto ei myöskään omistajalle paljasta (kätkeyty informaatio). Informaatioepäsymmetrian vallitessa agentti voi tehtävää suorittaessaan ajaa opportunistisesti omia etujaan päämiehensä edut sivuuttaen ilman, että päämiehellä on sitä mahdollisuutta havaita.⁴⁹

Olemassa oleva riski siitä, että johto ei toimi osakkeenomistajan edun mukaisesti aiheuttaa kustannuksia, jotka jäävät viimekädessä osakkeenomistajan kannettavaksi. Näitä kustannuksia kutsutaan agentuurikustannuksiksi (*agency costs*). Agentuurikustannuksia aiheutuu ensinnäkin yhtiön osakkeenomistajien tarpeesta kontrolloida ja valvoa yhtiön johtoa (valvontakustannukset). Toiseksi omistajille aiheutuu kustannuksia, koska heidän on saatava yhtiön johto toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti ja välttämään oman edun tavoittelua (sidontakustannukset). Esimerkkeinä sidontakustannuksista toimivat erilaiset johdon palkitsemisjärjestelyt. Lisäksi kustannuksia syntyy tapauksissa, joissa yhtiön johto ei, kannustimista ja valvonnasta huolimatta, toimi osakkeenomistajan edun mukaisesti (residuaalitappio).⁵⁰ *Kaisanlahden* mukaan yhtenä syynä tähän on, että yritysjohtaja on osakkeenomistajaa ”sidotumpi” johtamansa yhtiön kohtaloon, sillä hänen asemaansa perustuva riski ei ole hajauttavissa sijoittajariskin tavoin. Yritysjohtaja kaihtaakin riskiä osakkeenomistajaa keskimääräisesti enemmän ja voi siksi olla haluton tekemään

⁴⁷ *Jensen – Meckling* (1976), s. 308–309.

⁴⁸ *Shleifer – Vishny* (1997), s. 741.

⁴⁹ *Mähönen – Villa* (2006a), s. 87–88.

⁵⁰ *Jensen – Meckling* (1976), s. 309. Termi *residuaali* viittaa osakkeenomistajalla olevaan viimesijaiseen maksunsaantiasemaan niin yhtiön toiminnan aikana kuin konkurssissakin. Täten osakkeenomistajat kantavat viimekätisen riskin yhtiövarallisuuden huonosta hoidosta. (*Mähönen – Villa* (2006a), s. 200.)

sellaista investointia, joka osakkeenomistajan näkökulmasta katsottuna voi olla kannattava mutta joka epäonnistuessaan voisi johtaa yhtiön konkurssiin ja aiheuttaa johtajalle sekä työpaikan, että siihen sidottujen etujen menetyksen.⁵¹

Päämies-agenttiteoria on kuitenkin saanut osakseen myös kritiikkiä. Kriitikkojen mukaan muun muassa oletukset ihmisten käyttäytymisestä ovat liian yksinkertaistettuja, kuten oletus, että agentin käyttäytymistä ohjaisi pelkästään opportunistinen oman edun tavoittelu. Lisäksi teorian on kritisoitu soveltuvan vain tietyn tyyppisten omistusrakenteiden vallitessa. Esimerkiksi laajasti omistetun julkisen osakeyhtiön tuhansia osakkeenomistajia on vaikea pitää ”päämiehinä” käsitteen alkuperäisessä merkityksessä. He myyvät osuutensa yhtiöstä mieluummin kuin yrittävät vaikuttaa heitä vaivaaviin yhtiön asioihin.⁵²

3.2. Päämies-agenttiteorian soveltuvuus Venäjälle

Osakkeenomistajan ja yhtiön johdon välillä esiintyvän konfliktin ytimessä on hajautunut omistusrakenne. Yhtiöllä, jolla on suuri määrä omistajia, ei ole kontrolloivaa osakkeenomistajaa, joka voisi valvoa yhtiön johtoa tehokkaasti. Tästä johtuen esille nouseekin kysymys: onko päämies-agenttisuhte relevantti kaikkialla maailmassa? Soveltuuko se vain maihin, joissa yhtiöiden omistus on laajasti hajautunutta vai voidaanko sitä soveltaa myös maihin, kuten Venäjä, jossa yhtiöiden omistus on hyvin keskittynyttä?⁵³

Keskittyneen omistuksen ollessa kyseessä voidaan päämies-agenttisuhte yhtiön omistajien ja johdon välillä sivuuttaa, koska enemmistöosakkeenomistajilla on tarpeeksi valtaa kontrolloida yhtiön johtoa ja saada johto tekemään omistajien haluamia päätöksiä.⁵⁴ Tällöin esille nouseekin toinen päämies-agenttirelaatio, jossa vastakkain ovat enemmistöomistajista ja yhtiön johdosta koostuva vahvan aseman omaava sisäpiiri (*insiders*) ja yhtiön vähemmistöosakkeenomistajista koostuva heikon aseman omaava ryhmä (*outsiders*).⁵⁵

⁵¹ Kisanlahti (2001), s. 11.

⁵² Steger – Amann (2008), s. 15.

⁵³ Kurtbedinov (2009), s. 21. Ks. myös alaviitteessä 4 mainittu *La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer – Vishny* (1998) tutkimus yritysten erilaisista omistusrakenteista eri puolilla maailmaa.

⁵⁴ Kurtbedinov (2009), s. 21.

⁵⁵ Bartha – Gillies (2006), s. 84.

Päämies-agenttiteoria soveltuukin täten myös Venäjän kaltaisen talouden tutkimiseen, jossa yhtiöiden omistus on keskittynyttä ja käytännössä yhtiöissä päätökset tekee harvojen suuromistajien joukko. Tästä syystä, koska yhtiön omistus ja johto eivät käytännöllisesti katsoen ole eriytyneet, *tutkimuksen keskiöön nouseekin vähemmistöosakkeenomistajan ja enemmistöosakkeenomistajan välinen agenttisuhte.* Corporate governancen tehtäväksi puolestaan tulee vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien turvaaminen enemmistöosakkeenomistajien opportunistiselta oman edun tavoittelulta.

4. VENÄJÄN CORPORATE GOVERNANCEN KEHITYS JA NYKYTILA

4.1. Venäjän corporate governancen kehityksen neljä vaihetta

4.1.1. Kaupallistuminen

Nykyaikana vallitsevan corporate governance -sääntelyn tason ymmärtämiseksi ja siinä tapahtuneen kehityksen havainnollistamiseksi on hyvä käsitellä ennen tämän päivän tason arviointia corporate governancen kehitys Neuvostoliitossa/Venäjällä, alkaen 1980-luvun puolivälistä. Jaan *McCarthy*a ja *Pufferia* mukailleen kehityksen neljään eri vaiheeseen: kaupallistuminen, kuponkiyksityistämisen aika, nomenklatura ja vakauttaminen.⁵⁶

Kaupallistuminen, joka alkoi 1980-luvun lopulla ja päättyi vuoden 1992 puolivälissä oli markkinatalouteen siirtymisen ensiaskel. Se alkoi hallituksen uuden pienyrittäjyyteen ja *joint venture* -yhtiöiden perustamiseen kannustavan politiikan myötä. Yritysten oli tarkoitus toimia markkinahintaperiaatteen mukaisesti ja tavoitteena oli paikata valtion yhtiöiden tehottomuutta muun muassa palvelujen tuottamisessa.⁵⁷

Neuvostoliiton kaltaisessa kommunistisessa suunnitelmataloudessa ja perestroikan ja glasnostin alkuvuosina ei tunnettu kaupallisten ja tuotantotoimintaa harjoittavien yritysten yksityisomistusta. Valtio omisti kaikki tuotantolaitokset ja yritykset. Täten ei myöskään ollut osakkeenomistajia eikä siis tarvetta heitä suojelevalle corporate governancellle siinä merkityksessä, jossa se ymmärretään markkinatalouksissa. Valtio luovutti yritysten johtajille päätäntäv vastuun yritysten toimista. Yritysten johtajat olivat kuitenkin velvollisia sanktion uhalla raportoimaan sekä omista toimistaan että yrityksen toimista teollisuusministeriöille, kommunistiselle puolueelle sekä valtion pankille,

⁵⁶ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 286.

⁵⁷ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 286.

joiden tehtävänä oli puolestaan tuotannontekijöiden ja tuotantolaitosten kohdentaminen sekä hinnoista päättäminen.⁵⁸ Lisäksi työntekijät monesti valitsivat johtajat ja täten johtajat olivat velvollisia neuvottelemaan suurista yritystä koskevista päätöksistä työntekijäkollektiivien kanssa.⁵⁹

Raportointivelvollisuudesta huolimatta sen aikaisten yritysjohtajien ja yritysten omistajan eli valtion suhde ei ollut analoginen markkinatalouksien omistaja-johtorelaation kanssa. Johdon väärinkäytökset olivat erittäin yleisiä sekä hankkeiden suunnittelu- että toteutusvaiheessa. Nämä johdon valvonnan puutteesta johtuneet väärinkäytökset olivatkin yksi tärkeä syy suunnitelmatalouden tehottomuuden takana.⁶⁰

Gorbatšovin taloussuodistusten tavoitteena oli tämän tehottomuuden poistaminen. Tähän hän pyrki muun muassa säätämällä uusia lakeja kuten laki yksityisistä yhteistoimintayrityksistä (1986), joka laillisti yhteisyritykset (*co-operation enterprises*) sekä lisäämällä yritysten johtajien päätöksentekoautonomiamia. Johtajat saivat vapaat kädet päättää yritystensä liiketoimista ja rahaliikenteestä. Täten kommunismin viimeisinä vuosina yritysten hallinnointi valui kokonaan yhtiöiden johtajien ja joissain tapauksissa myös työntekijöiden käsiin. Ainoana rajoituksena yritysten sisäpiirin oikeuksiin oli valtion itsellään pitämä yksinoikeus myydä yritysten omaisuus.⁶¹ Tätä rajoitusta yhtiön johdon hallinnoimisoikeuksiin lievensi kuitenkin vuoden 1987 laki Neuvostoliiton valtioneuvostoyrityksistä, joka antoi yrityksille oikeuden siirtää varallisuutta toiselle yritykselle, myydä sitä toiselle organisaatiolle, vaihtaa, lainata ja vuokrata omaisuutta.⁶² Vuonna 1988 säädetty *joint ventures* -laki salli valtioneuvostoyhtiöiden johtajien perustaa yhteishankkeita, jopa ulkomaalaisten yritysten kanssa, ilman valtion puuttumista asiaan. Yksityisen liiketoiminnan kehittämisen tukemista silmällä pitäen perustettiin vuonna 1988 yksityispankkijärjestelmä.⁶³

Yritysjohtajien vallan lisääntyminen näiden muutosten kautta johti teollisuusministeriöiden vallan heikkenemiseen. Yksi merkittävimmistä muutoksista oli uusi yhtiölaki vuonna 1990, jonka säätäminen käytännössä katsoen hajotti teollisuusministeriörakenteen. Yritysjohtajien vallan lisääntyminen sekä kommunistisen

⁵⁸ *Andreff* (2006), s. 24.

⁵⁹ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 286.

⁶⁰ *McCarthy – Puffer* (2002), s. 631.

⁶¹ *Andreff* (2006), s. 24.

⁶² *Lawrence – Vlachoutsicos* (1990), s. 52.

⁶³ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 289.

puolueen vaikutusvallan väheneminen antoivat yritysjohtajille yhä enemmän mahdollisuuksia päättää asioista.⁶⁴

Jeltsinin hallinnon alkuajat toivat mukanaan lisää muutoksia, jotka muuttivat yritysten toimintaa huomattavasti. Ensinnäkin valtionhallinto luopui vuonna 1992 sille kuuluneesta hintojen sääntelystä ja antoi täten yritysten johtajille vapaat kädet päättää hinnoista. Toiseksi valtio vähensi huomattavasti tilauksiaan yrityksiltä sekä myös leikkasi yrityksille maksamiaan tukia. Valtiovallan toimien tarkoituksena oli tehdä yrityksistä entistä itsenäisempiä ja omavaraisempia. Yritysten ja niiden johtajien itsenäisyyden kasvu vähensi yritysjohtajien velvollisuuksia yrityksen ulkopuolisia eturyhmiä kohtaan, mikä sai johtajat käyttäytymään kuin he omistaisivat yrityksen yksin, mikä puolestaan johti oman edun tavoittelun lisääntymiseen. Merkittävien yritysten suuromistajien, oligarkien, valtaa lisäsi myös *Jeltsinin* hallinnon tapa neuvotella suoraan heidän kanssaan. Tämä johtui vallalla olleesta käsityksestä, että oligarkien, merkittävimpien yritysten suuromistajina, ajateltiin pitävän hallussaan ”yksityistämisen avaimia”.⁶⁵

Tuomioiden ja päätösten toimeenpanon vakavat ongelmat sekä markkinatalouden mekanismien puuttuminen tarjosivat yhtiöiden johdolle suuret vapaudet harjoittaa yritystoimintaa. Osa johtajista yritti harjoittaa yritystoimintaansa lakeja noudattaen, monet taas harjoittivat mitä erinäisimpiä liiketoimia mitä erinäisimmin keinoin, mukaan lukien epärehellisyys, kiristys sekä rikollisuus. Perinteinen yhtiöiden johdon vastuu oli murenemassa ja täten pohja 1990-luvun lopun väärinkäytöksille oli luotu.⁶⁶

4.1.2. Kuponkiyksityistämisen aika

Venäjän yksityistämishjelma tunnetaan nopeimpana ja suurimpana koskaan nähtynä yksityistämishjelmana. Samanaikaisesti se on yksi kiistanalaisimmista ja epärehellisimmistä maailmantalouden historiassa.⁶⁷ Yksityisohjelman tavoitteeksi asetettiin valtionyhtiöiden yksityistäminen niin nopeasti kuin mahdollista. Tarkoituksena oli yksityissektorin nopea erottaminen tehottomasta valtionomistuksesta sekä puutteellisista yhtiöiden hallintomekanismeista. Yksityisen omistuksen luominen

⁶⁴ Puffer – McCarthy (2003), s. 289.

⁶⁵ Englund (1992), s. 2.

⁶⁶ Puffer – McCarthy (2003), s. 290.

⁶⁷ Nellis (2001), s. 57.

nähtiin fundamentaalisen tekijänä myöhemmin tapahtuvia talousjärjestelmän uudistuksia ajatellen.⁶⁸

Yksityistäminen on tyypillisesti jaettu kahteen eri vaiheeseen:⁶⁹ Ensimmäistä vaihetta (1992–1994) kutsutaan kuponkiyksityistämiseksi (joukkoyksityistäminen). Valtion omaisuuskomission johtajan *Anatoli Tšubaisin* valvonnan alla toteutetun ensimmäisen vaiheen tarkoituksena oli jakaa valtionyritysten omistus työntekijöille, yhtiön johtajille sekä Venäjän kansalaisille antamalla heille yksityistämiskuponkeja, jotka olivat osuuksia yhtiöistä.⁷⁰ Yksityistämisen ensimmäinen vaihe muodostaa samalla Venäjän corporate governancen kehityksen toisen vaiheen.

Yksityistämisen toista vuonna 1995 alkanutta ja edelleen käynnissä olevaa vaihetta kutsutaan suora myynti -vaiheeksi (*direct sale*). Kuten nimestäkin voi päätellä, tässä vaiheessa valtionyhtiöiden yksityistäminen tapahtuu myymällä osuuksia niistä tietyille tahoille. Tarkoituksena on kasata tärkeiden valtionyhtiöiden omistus tiettyjen omistajien käsiin.⁷¹ Jäljempänä käsiteltävät Venäjän corporate governancen kehityksen kolmas vaihe nomenklatura sekä neljäs vaihe vakauttaminen sijoittuvat molemmat yksityistämisen toiseen vaiheeseen.

Jo kaupallistumisen aikana alkanut yhtiöiden omistuksen kasaantuminen niiden johtajien käsiin jatkui kuponkiyksityistämisen vaiheen aikana. Johdon vahvistuneesta asemasta oli seurauksena se, että useat johtajat laiminlöivät velvollisuutensa muita yhtiön eturyhmiä kohtaan. Yhtiöiden johtajat käyttäytyivät kuin yhtiöt olisivat olleet heidän omiaan, välittämättä muiden osakkeenomistajien tai yhtiökumppaneiden oikeuksista. Yksi suosituin väärinkäytösten muodoista oli *asset stripping*, jonka avulla yhtiöiden johtajat olivat siirtäneet omille yrityksilleen suuren osan entisten valtionyhtiöiden arvosta.⁷² Iso osa tästä arvosta löysi tiensä ulkomaisiin veroparatiiseihin.⁷³

Vuoteen 1993 mennessä valtion tukia yrityksille oli leikattu huomattavasti ja täten yritykset olivat itse vastuussa rahoituksen hankkimisesta. Lisäksi

⁶⁸ Kurtbedinov (2009), s. 57–58.

⁶⁹ Ks. tarkemmin yksityistämisen ensimmäisestä ja toisesta vaiheesta sekä niissä käytetyistä metodeista jaksot 5.1. ja 5.2.

⁷⁰ Boycko – Shleifer – Vishny (1997), s. 69.

⁷¹ Kurtbedinov (2009), s. 58.

⁷² Puffer – McCarthy (2003), s. 290.

⁷³ Starobin – Tavernise (2000) arvioivat tutkimuksessaan, että suurimman osan 1990-lukua joka vuosi noin 20 miljardia dollaria siirrettiin veroparatiiseihin.

kaupallistumisvaiheen aikana tapahtunut teollisuusministeriöiden vallan hajautuminen aiheutti ongelmia yritysten valvonnassa. Valvonnan puuttuminen lisättynä tehottomalla sääntelyllä, joka ei tarjonnut suojaa väärinkäytösten uhreille, loivatkin oivan ympäristön johdon oman edun tavoittelulle.⁷⁴

Venäjän corporate governancen kehityksen toinen vaihe vahvisti entisestään yhtiöiden johtajien asemaa lisäämällä heidän omistustaan sekä vähentämällä velvollisuuksia muita yhtiöiden eturyhmiä kohtaan. Jakso siis jatkoi kehitystä, joka alkoi jo aikaisemmin kaupallistumisen myötä. Kuponkiyksityistämisen myötä onnistuttiin luomaan yksityinen osakkeenomistaja -konsepti mutta ilman minkäänlaista sille tukea antavaa rakennetta. Venäjän corporate governancen kehityksen toisen vaiheen tuloksena mahdollisuus tehokkaan corporate governance -järjestelmän luomiseen heikentyi entisestään.⁷⁵

4.1.3. Nomenklatura

Seuraava vaihe corporate governancen kehityksessä, nomenklatura, kesti vuoden 1995 alusta vuoteen 1997. Nomenklatura nimityksellä tarkoitetaan valtaapitävien luokkaa, johon kuuluivat merkittävät yritysjohtajat, poliitikot sekä entiset kommunistisen puolueen virkamiehet.⁷⁶ Tämä eliitti käytti merkittävää taloudellista ja poliittista valtaa ja tästä johtuen myös osa siihen kuuluvista keräsikin merkittävän omaisuuden. Nomenklatura-vaihe sijoittuu yksityistämisen toisen vaiheen alkuun. Vaiheen tarkoituksena on kerätä varoja uusille yksityistetyille yrityksille myymällä niiden osakkeita uusille sijoittajille.⁷⁷

Osakkeiden myynti tapahtui valtion omaisuuskomitean järjestämien julkisten huutokauppojen kautta. Huutokauppojen välityksellä yrityksille ei kuitenkaan saatu lisää uusia omistajia vaan päinvastoin jo ennestään ison osan yrityksistä omistaneet yritysjohtajat saivat haltuunsa entistä suuremman osan johtamiensa yritysten osakkeista.⁷⁸

⁷⁴ Puffer – McCarthy (2003), s. 291.

⁷⁵ Earle – Estrin – Leshchenko (1996).

⁷⁶ Mikheyev (1997).

⁷⁷ Puffer – McCarthy (2003), s. 291.

⁷⁸ Puffer – McCarthy (2003), s. 291–292.

Vallan keskittyminen johti vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien laiminlyönteihin. Sen hetkisen vähemmistöosakkeenomistajan heikon aseman tiivistä hyvin yksi sen ajan Venäjän johtavista poliitikoista *Boris Fjodorov*:

*”We have numerous examples from the past where shareholders' rights were abused. Originally they were abused in a very primitive way when you simply don't allow somebody to come to a shareholders' meeting, and that's it. You don't participate, you don't vote. It's very simple. Or you just take the name of a shareholder from the register and let him sort it out in the Russian courts.”*⁷⁹

Muita yhtiöissä ilmenneitä väärinkäytösten muotoja olivat esimerkiksi vain enemmistöosakkeenomistajille suunnattu osakeanti, laittomat sisäpiiritransaktiot sekä raportointivelvollisuuksien laiminlyönti.⁸⁰

Pahamaineisin järjestely oli kuitenkin vuoden 1996 lainaa osakkeista -järjestely. Velkainen valtio näki uuden erittäin varakkaiden liikemiesten muodostaman uuden luokan pelastajanaan. Oligarkit, jotka omistivat yksityiset pankit, tekivätkin valtiolle tarjouksen, jonka avulla ratkaistaisiin sekä valtion velkaongelma että nopeutettaisiin yksityistämisprosessia. He olivat valmiita lainaamaan valtiolle rahaa, jos valtio antaisi omistamiensa suuryritysten osakkeita pantiksi. Alusta alkaen oli selvää, ettei valtio kykenisi velkojaan takaisin maksamaan ja näin ollen oligarkien omistamat pankit saisivat oikeuden myydä panttina olleet osakkeet huutokauppojen välityksellä. Oligarkit siis sekä toteuttivat huutokaupat että myös tekivät ymmärrettävästi varsin menestyksellisiä tarjouksia niissä.⁸¹ Luonteeltaan epäreilut huutokaupat varmistivat täten yritysten omistusten siirtymisen edullisesti tietyille ennakkoon sovituille tahoille.⁸²

Vaikka vuosien 1996 ja 1997 aikana tapahtunut talouskasvun parantuminen lisäsin sijoittajien kiinnostusta Venäjän markkinoita kohtaan⁸³, heidän luottamustaan lisäävät parannukset corporate governance -säätelyyn olivat kuitenkin vähäisiä. Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia pyrittiin lisäämään säätämällä kaksi uutta lakia, osakeyhtiölaki (1995) sekä arvopaperimarkkinalaki (1996). Lakien heikko implementointi sekä oligarkeille kasautunut valta ja siitä johtuneet puutteet

⁷⁹ *Fjodorov (2001).*

⁸⁰ *Puffer – McCarthy (2003), s. 292.*

⁸¹ *McCarthy – Puffer (2002), s. 631–632.*

⁸² *Kurtbedinov (2009), s. 61.*

⁸³ *EBRD transition reports (1997).*

läpinäkyvyydessä, raportointivelvollisuuksissa sekä johdon vastuissa, pitivät kuitenkin edelleen huolen siitä, että vähemmistöosakkeenomistajien asema pysyi heikkona.⁸⁴

4.1.4. Vakauttaminen

Itse asiassa oligarkien sekä muiden johtajien väärinkäytökset ja osakkeenomistajien oikeuksia polkeva käyttäytyminen olivat osaltaan aiheuttamassa talouskriisin puhkeamisen Venäjällä vuonna 1998. Väärinkäytöksistä johtuen eivät ulkomaiset eivätkä kotimaisetkaan sijoittavat olleet halukkaita sijoittamaan rahojaan ympäristöön, jossa heidän oikeuksiaan loukattiin säännönmukaisesti. Väärinkäytökset ilmenivät yhtiövarallisuuden siirtämisinä johdettava olevista yhtiöistä johtajien omille varjoyhtiöille ilman yhtiökokouksen pitämistä poistamalla osakkeenomistajien nimet osakasluettelosta ja minimoimalla toimenpiteidensä läpinäkyvyyden sekä taloudellisen raportoinnin.⁸⁵ Selvänä osoituksena Venäjän corporate governancen tilasta oli maan jääminen viimeiseksi vastuullista corporate governancea 25 kasvutaloudessa vertailleessa tutkimuksessa.⁸⁶

Sen lisäksi, että edellä mainitut väärinkäytökset aiheuttivat vakavia ongelmia Venäjän talouteen, ne myös auttoivat valtionjohtoa ymmärtämään, että perustavanlaatuisia uudistuksia oli tehtävä maan nostamiseksi talouskriisin keskeltä takaisin jaloilleen. Oli itsestään selvää, että ilman kunnollista corporate governance -järjestelmää sekä toimivia tukea antavia instituutioita, kuten pääomamarkkinat, ei sijoittajien luottamusta olisi odotettavissa.⁸⁷

Tilanteen parantamiseksi ja talouden vakauttamiseksi Venäjän valtionhallinto alkoikin osallistua aktiivisemmin maan talouteen sekä yksityissektorin yritystoimintaan, jonka valvonta oli ennen vuotta 1998 laiminlyöty lähes kokonaan. Tätä *Jeltsinin* kauden lopulla vuonna 1998 alkanutta ja edelleen jatkuvaa Venäjän corporate governancen kehityksen neljättä vaihetta kutsun *McCarthy* ja *Pufferia* mukailten vakauttamisvaiheeksi.⁸⁸

Kuitenkin vasta *Putin* ymmärsi talouden vakauttamisen olevan ehtona Venäjän valtion tulevaisuuden kannalta. Hän valjasti maan suuret energiavarat ulkomaisten velkojen

⁸⁴ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 292.

⁸⁵ *McCarthy – Puffer* (2002), s. 632.

⁸⁶ *Karmin* (2000).

⁸⁷ *McCarthy – Puffer* (2002), s. 632.

⁸⁸ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 292–293.

maksun vetojuhdaaksi sekä asetti Venäjän tavoitteeksi WTO:n jäsenyyden. Tämän tavoitteen saavuttaminen sekä uusien ulkomaisten investointien houkuttelemine maahan vaativat kuitenkin suuria parannuksia venäläisten yhtiöiden toiminnan läpinäkyvyyteen, taloudelliseen raportointiin sekä vastuuvollisuuksiin. Oli tullu pisteeseen, jossa oli aika ottaa vastuullinen corporate governance -käsité sekä talouden vakauttaminen tosissaan. Näiden kehityksen vauhdittamiseksi valtion aktiivinen ote talouteen nähtiin välttämättömänä.⁸⁹

Valtion aktiivisempi osallistuminen näkyi valtionhallinnon ja erinäisten yksityisten ryhmittymien yhteistyön lisääntymisenä. *Putin* muun muassa järjesti valtion taloutta ja corporate governancea käsitteleviä tapaamisia, joihin osallistui sekä valtion korkeinta johtoa että merkittävimpiä yritysjohtajia. Lisäksi tapaamisissa oli läsnä edustajia eri intressiryhmistä, kuten liittovaltion arvopaperimarkkinakomissiosta (FCSM)⁹⁰, ulkomaisista sijoitusrahastoista sekä uusista venäläisistä osakkeenomistajan aseman parantamista sekä corporate governancen kehitystä ajavista yhdistyksistä.⁹¹ Lisäksi vuonna 1999 aloitetulla OECD:n Corporate Governance Roundtable -yhteistyöprojektilla oli tärkeä rooli Venäjän corporate governance -järjestelmän kehittämisessä.⁹²

Lisäksi valtio, edelleen monien merkittävien yhtiöiden suuromistajana, alkoi vaatia yhtiöiltä huomattavia parannuksia niiden taloudelliseen raportointiin sekä läpinäkyvyyttä niin niiden toimintaan kuin omistajarakenteeseenkin. Tärkeimpänä kohteena oli energiajätti *Gazprom*, josta valtio omisti 38 prosenttia sekä sen tilintarkastusyhtiö *PricewaterhouseCoopers*. Yhtiöitä syytettiin toiminnan läpinäkyvyyden puutteesta sekä vaillinaisesta epäilyttäviä sisäpiiritransaktioita koskevasta raportoinnista. Puutteet *Gazpromin* corporate governancessa johtivatkin sen osakekurssin tuntuvaan laskuun sekä vähemmistöosakkeenomistajien intressien vakaviin loukkauksiin.⁹³ Nämä ongelmat johtivatkin siihen, että *Putin* nimitti yhtiöön uuden pääjohtajan.⁹⁴

⁸⁹ Puffer – McCarthy (2003), s. 293.

⁹⁰ Lyhenne tulee englanninkielisestä nimityksestä Federal Commission on the Securities Market.

⁹¹ Corporate Governance Association, Association for the Protection of Shareholder Rights ja Russian Institute of Boards of Directors.

⁹² Puffer – McCarthy (2003), s. 293.

⁹³ Starobin – Belton (2002), s. 50–52.

⁹⁴ Puffer – McCarthy (2003), s. 293.

Lisääntyneen valtion aktiivisuuden lisäksi, positiivisia merkkejä corporate governancen kehityksestä oli havaittavissa myös yksityisellä sektorilla. Vuonna 2000 *Troika Dialog Bank*, jonka asiakkaina oli noin 30 % Venäjän 20 000 sijoittajasta, alkoi julkaista vuosittaista arviota suurimpien venäläisten yhtiöiden corporate governancen tilasta. Julkaisussaan pankki laittoi yritykset paremmuusjärjestykseen sen perusteella, miten niiden noudattamat käytännöt vastasivat WEF:n kehittämää kahdeksaa hyvän corporate governancen periaatetta. *Troika Dialog Bankin* julkaisu herätti yritysjohtajien, jotka luonnollisesti halusivat yritystensä olevan mahdollisimman korkealla rankingissa, kiinnostuksen corporate governancea kohtaan.⁹⁵

Toinen positiivinen esimerkki vastuullisesta corporate governancen omaksumisesta sekä vähemmistöosakkeenomistajien luottamuksen lisääntymisestä 2000-luvun alussa oli *JUKOS*, joka maksoi vähemmistöosakkeenomistajille osinkoa sekä otti käyttöön kansainväliset US GAAP -kirjanpito-standardit. Parantuneiden corporate governance -käytäntöjen ansiosta yhtiön osakkeen arvo nousikin vuoden aikana 250 %. Kansainvälisten suuryhtiöiden lisääntyneestä investointihalukkuudesta hyvä esimerkki on *Pepsi Co.*:iin kuuluva *Frito-Lay*, joka investoi 40 miljoonaa dollaria rakentaakseen tehtaan Moskovan eteläpuolelle.⁹⁶

Lisätodisteina kasvaneesta mielenkiinnosta corporate governancea kohtaan sekä aktiivisuudesta sen tilan parantamiseksi toimivat kaksi suurta vuonna 2001 pidettyä aiheelle omistettua konferenssia. Ensimmäisen järjestäjänä toimi amerikkalainen kauppakamari ja toisesta videokonferenssin muodossa toteutetusta tapahtumasta vastuussa olivat Maailmanpankki, Russian Investor Protection Association ja Russian Institute of Directors.⁹⁷

Merkittävä parannus Venäjän corporate governance -sääntelyyn saatiin vuonna 2002, jolloin valtionhallinnon ja yksityissektorin erinäisten organisaatioiden yhteistyön tuloksena FCSM⁹⁸ julkaisi Venäjän corporate governance -koodin. Koodin tavoitteena oli tarjota venäläisille yrityksille puitteet, joiden sisällä toimimalla ne noudattaisivat vastuullista corporate governancea. Termin katsottiin pitävän sisällään muun muassa tehokkaan osakkeenomistajien oikeuksien suojan, osakkeenomistajien tasa-arvoisen kohtelun sekä luotettavan taloudellisen raportoinnin. Koodi korosti liiketoiminnan

⁹⁵ Puffer – McCarthy (2003), s. 294.

⁹⁶ Puffer – McCarthy (2003), s. 294.

⁹⁷ Puffer – McCarthy (2003), s. 294.

⁹⁸ Vuodesta 2004 Federal Financial Markets Service.

läpinäkyvyyttä ja vaikka se olikin luonteeltaan vain suositus, sen odotettiin tuovan suuria positiivisia muutoksia venäläisten yhtiöiden toimintatapoihin ja tätä kautta lisäävän ulkomaisten sijoittajien luottamusta sekä investointeja niihin.⁹⁹ Lisäksi odotettiin sijoittajien rankaisevan yrityksiä, jotka eivät koodin suosituksia noudattaisi.¹⁰⁰

Koodi perustuu suurelta osin OECD:n suosituksiin hyvästä corporate governancesta mutta siitä heijastuu myös muita kansainvälisiä, erityisesti WEF:n julkaisemia, standardeja. Lisäksi koodista paistaa läpi yhdysvaltalaiselle järjestelmälle tyypillinen vahva osakkeenomistajakeskeinen ajattelu sekä myös aspekteja saksalaisesta järjestelmästä.¹⁰¹

Koodin noudattamiseen kannustettiin edellyttämällä yhtiöiden, joilla oli yli 1000 osakkeenomistajaa, ilmoittavan vuosikertomuksessaan poikkeamiset koodin suosituksista ja täten saattamalla ne osakkeenomistajien ja potentiaalisten sijoittajien tietoon annettiin heille mahdollisuus tehdä omat johtopäätöksensä yhtiön toiminnasta.

Russian Institute of Directorsin vuonna 2003 teettämä tutkimus osoittaa, että koodin julkaisemisen jälkeen sekä yritysten corporate governance -käytäntöjä koskeva raportointi että itse niiden harjoittaman corporate governancen laatu paranivat.¹⁰² Ei kuitenkaan ole varmuutta siitä, johtiko koodin julkaisu käytäntöjen paranemiseen vai oliko syynä yleinen corporate governancea kohtaan herännyt kiinnostus sekä tarve houkutella ulkomaisia ja kotimaisia sijoittajia. Esimerkiksi *Guriev, Lazareva, Rachinsky* ja *Tsoukhlo* esittävät tutkimuksessaan, että yritykset, joilla oli halua corporate governance -käytäntöjensä parantamiseen, olivat sen jo ennen koodin julkaisua tehneet.¹⁰³ Koodi kuitenkin palveli tärkeänä ohjenuorana yrityksille, jotka loivat omia corporate governance -periaatteitaan sekä myös tärkeänä opetuksellisena välineenä ja informaation lähteenä.¹⁰⁴

Koodin lisäksi eri järjestöt loivat jäsenilleen sääntöjä ja suosituksia. Pörssien listautumisvaatimukset sekä säännöt toimivat näistä hyvinä esimerkkeinä. Lisäksi tärkeän panoksen hyvän corporate governancen kehittämiseksi antoivat useat yritysten

⁹⁹ *McCarthy – Puffer* (2002), s. 632–633.

¹⁰⁰ Federal Securities Commissionin pääjohtaja *Igor Kostikov* ilmaisi asian seuraavasti: “We have produced a real framework for the markets to make a decision”. *Bases* (2002), s. 7.

¹⁰¹ *McCarthy – Puffer* (2002), s. 632–633.

¹⁰² *Russian Institute of Directors* (2003).

¹⁰³ *Guriev – Lazareva – Rachinsky – Tsoukhlo* (2004).

¹⁰⁴ *Lazareva – Rachinsky – Stepanov* (2007), s. 32.

toiminnan läpinäkyvyyttä ja corporate governancen tilaa niissä analysoineet yhtiöt.¹⁰⁵ Näiden yhtiöiden tuottamalla corporate governance -rankingeilla oli iso merkitys analyysien kohteina oleville yrityksille. Rankingien ja analyysien avulla yhtiöt pystyivät osoittamaan niiden noudattavansa vastuullista corporate governancea ja tätä kautta saavuttamaan sijoittajien luottamuksen.¹⁰⁶

Suurten yhtiöiden parantaessa kansainvälisten investointien toivossa sekä ulkomaisissa pörseissä listautumista silmällä pitäen corporate governance -käytäntöjään, säilyi corporate governancen taso tyypillisissä venäläisissä yhtiöissä edelleen varsin alhaisena. Yhtiöiden omistusrakenne oli varsin keskittynyt ja niihin ei juurikaan yhtiön ulkopuolelta sijoituksia tehty. Yhtenä syynä tähän oli yritysten johtajien halu pitää kaikki päätösvalta itsellään. Muita Venäjän corporate governance -järjestelmän 2000-luvun alkupuoliskolla kohtaamia haasteita olivat valtionhallinnon lisääntyneet puuttumiset yksityissektorin liiketoimintaa sekä puutteellinen jo varsin kattavan ja modernin lainsäädännön toimeenpano.¹⁰⁷

Yleisesti ottaen omistusoikeuksien heikko suoja johti väärinkäyttöihin molempien sekä valtion että yksityisten tahoilta. Vallinnut tilanne ei kannustanut sijoittamaan yrityksiin niiden toiminnan kehittämiseksi tai parantamaan corporate governancen tasoa niissä vaan päinvastoin ylläpitämään mahdollisimman epäselviä ja vaikeaselkoisia yritys- ja rahoitusrakenteita.¹⁰⁸

4.2. Venäjän corporate governancen nykytila

Venäjää pidetään lisääntyvässä määrin vakaan sijoitusilmapiirin tarjoavana maana. Ulkomaisten suorien investointien määrä Venäjälle olikin huomattavassa kasvussa ennen maailmanlaajuisen talouskriisin mukanaan tuomaa luonnollista investointien vähenemistä. Ulkomaisten sijoittajien luottamuksen kasvusta on kiittäminen kasvavia kotimaisia markkinoita, poliittisen ympäristön vakautumista sekä myös parannuksia maan corporate governance -järjestelmässä. Useat venäläiset yhtiöt noudattavat jo kansainvälisten sekä yhdysvaltalaisen kirjanpitostandardien määräyksiä informaation julkaisemisesta. Venäläinen sääntely onkin tältä osin yhdenmukainen EU:n ja IOSCO:n

¹⁰⁵ Esimerkkeinä Standard & Poor's, Troika Dialog Bank sekä Russian Institution of Directors ja Institute of Corporate Law and Governance.

¹⁰⁶ Lazareva – Rachinsky – Stepanov (2007), s. 32.

¹⁰⁷ Lazareva – Rachinsky – Stepanov (2007), s. 32–33.

¹⁰⁸ Lazareva – Rachinsky – Stepanov (2007), s. 33.

standardien kanssa. Lisäksi yhtiöt tekevät avointa yhteistyötä yhtiöiden osakkeenomistajien ja analyytikkojen kanssa.¹⁰⁹

Yritysten toiminnan läpinäkyvyyteen saatiin myös parannusta Venäjällä vuosien 2006 ja 2007 aikana vallinneen yhtiöiden listautumisbuumin myötä. Buumin ansiosta jo ennestään listautuneet yhtiöt olivat myös pakotettuja parantamaan oman toimintansa läpinäkyvyyttä pysyäkseen kehityksessä mukana. Joka tapauksessa parannuksille on edelleen tarvetta varsinkin, mitä tulee listautumattomien yhtiöiden sekä valtion yhtiöiden noudattamiin käytäntöihin. Lisäksi mainittakoon, että yksityiset yhtiöt ovat tällä saralla valtionyhtiöitä edellä muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta.¹¹⁰

Yhtiöiden osakkeenomistajien oikeuksia ja sijoittajasuhteita koskevat käytännöt ovat parantuneet myös huomattavasti viimeisten vuosien aikana, johtuen pääasiassa yhtiöiden yrityksistä noudattaa maan corporate governance -koodia, joka keskittyy vahvasti yhtiöiden toimenpiteistä raportoinnin sekä osakkeenomistajien oikeuksien parantamiseen. Lisäksi yli puolella maan suurimmista julkisista yhtiöistä on omat corporate governance -periaatteensa.¹¹¹

Taloudellisen informaation julkaiseminen on edelleen venäläisten yhtiöiden kompastuskivi. Raportoinnin kaikkein kriittisimmät alueet ovat lähipiiritransaktioita, omistusrakenteita (esimerkiksi luettelo kaikista yli 10 % yhtiöstä omistavista osakkeenomistajista), tilintarkastajia sekä johdon palkkiota koskeva raportointi.¹¹²

Taloudellisen informaation julkistamisen tehottomuutta edesauttaa tätä koskevan lainsäädännön tehottomuus.¹¹³ Vuodesta 1998 alkaen Venäjä on pyrkinyt harmonisoimaan omat kansalliset kirjanpitostandardinsa IFRS-standardien kanssa.¹¹⁴ Maan omia standardeja (Russian Accounting Standards, RAS) voidaankin pitää eräänlaisena tiivistelmänä IFRS -standardeista. Tästä huolimatta standardien välillä on

¹⁰⁹ PricewaterhouseCoopers (2009), s. 17.

¹¹⁰ PricewaterhouseCoopers (2009), s. 17–18.

¹¹¹ Kurtbedinov (2009), s. 281.

¹¹² PricewaterhouseCoopers (2009), s. 18.

¹¹³ Venäjällä kirjanpitoa ja taloudellista raportointia sääntelee liittovaltion laki No 129-FZ koskien kirjanpitoa.

¹¹⁴ 2.7.2010 Venäjän Duuman käsitteli esitystä (käsitelty edellisen kerran 2004!), jonka mukaan IFRS -standardit tulisivat pakollisiksi pankeille, vakuutusyhtiöille sekä pörssiyrityksille sekä myöhemmin kaikille yhtiöille. IFRS -standardit eivät kuitenkaan korvaisi RAS -standardeja. Se milloin IFRS -standardit tulisivat pakolliseksi, on kuitenkin edelleen epäselvää. (http://www.gAAP-ifrs.com/news/gAAP_ifrs/3577/).

monia eriäväisyyksiä.¹¹⁵ Yhtenä esimerkkinä standardien välisistä eroista toimii liiketoimen kirjaaminen, joka RAS-standardien mukaan tehdään sen oikeudellisen muodon mukaisesti (legal form). IFRS-standardit edellyttävät puolestaan sen kirjaamista sisällön mukaisesti (substance). Lisäksi RAS-standardit eivät edellytä konsernitilinpäätöksen laatimista toisin kuin IFRS-standardit. Suurin osa venäläisistä yhtiöistä laatiikin kirjanpitonsa maan omia standardeja noudattaen. IFRS-standardien noudattamien on vapaaehtoista. Kuitenkin pankit noudattavat jo varsin pitkälti IFRS-standardeja. Pankkien lisäksi muidenkin venäläisten yhtiöiden on lisääntyvässä määrin laadittava tilinpäätöksensä IFRS- tai US GAAP-standardien mukaisesti, johtuen ulkomaisen emoyhtiön raportointivelvollisuuksista, ulkomaisten pörssien listautumisvaatimuksista sekä ulkomaisten pankkien informaatiotarpeista.¹¹⁶

Toisin kuin kehittyneissä markkinatalouksissa, yhtiöiden “todellisten” omistajien (*beneficial owners*) nimien julkaiseminen on Venäjällä vapaaehtoista ja etenkin suurten todellisten omistajien ollessa kyseessä vapaaehtoisia on ollut vähän. Vapaaehtoisten joukkoa vähentää se tosiasia, että venäläiset yhtiöt ovat monesti yhteydessä toisiinsa yhteisten omistajien kautta, jotka eivät maan kilpailuoikeudellisten säännösten, viranomaisten suorittaman tutkinnan tai yritysvaltauksen pelossa, halua informaatiota julkaista.¹¹⁷

Venäjän yhtiölaki tarjoaa varsin kattavan suojan sijoittajille. Suojaa on edelleen viimeisten neljän vuoden aikana parannettu lakia muuttamalla. Esimerkiksi vuonna 2006 tehtiin tärkeitä muutoksia koskien yritysvaltausmenettelyjä sekä parannettiin vähemmistöosakkeenomistajien suojaa antamalla heille oikeus vaatia yhtiötä¹¹⁸ lunastamaan heidän osakkeensa tilanteissa, joissa osakkeenomistaja on vastustanut yhtiökokouksen päätöstä koskien yhtiön uudelleen organisointia, merkittäviä transaktioita sekä hänen etuaan loukkaavaa yhtiöjärjestyksen muutosta, taikka ei ole

¹¹⁵ Standardien väliset erot johtuvat myös historiallisista tekijöistä. Toisin kuin monissa muissa maissa, joissa taloudellista raportointia koskevan sääntelyn taustalla ovat vaikuttaneet erilaiset asiantuntijaelimet, Venäjällä sääntely on ollut tiukasti valtiolähtöistä. Venäjällä yhtiöiden kirjanpito laaditaan monesti verottajaa varten eikä yhtiön johdon tai kolmansien tahojen kuten sijoittajien käyttöön. Ks. tarkemmin standardien välisistä eroista Deloitteen kotisivut www.deloitte.ru.

¹¹⁶ *Deloitte* (2010), s. 12. Ks. lisäksi Russian Stock Traden listautumissääntöjen kohdat 5.1.1 ja 5.2.1.

¹¹⁷ *PricewaterhouseCoopers* (2009), s. 18. Ks. kuitenkin VeAML:n 30 §:n mukaisesta liputusvelvollisuudesta jakso 7.5.1.

¹¹⁸ Yhtiön lunastamisvelvollisuus on yhdenvertaisuusperiaatteen sekä velkojien suojan näkökulmasta katsottuna ongelmallinen. Vrt. HE 109/2005 vp, s. 204. Monissa maissa kuten Suomessa yhtiön lunastusvelvollisuus tulee kyseeseen vain yhtiön sulautuessa.

osallistunut tällaisen päätöksen tehneeseen yhtiökokoukseen.¹¹⁹ Lisäksi vuonna 2009 voimaantulleilla muutoksilla selkeytettiin hallituksen ja yhtiökokouksen päätösvaltasuhteita.

Myöskin venäläisten yhtiöiden yhtiöjärjestykset tarjoavat sijoittajille jo varsin kattavan suojan. *Standard & Poor'sin* vuonna 2007 tekemän tutkimuksen mukaan yhtiöjärjestykset sisälsivät 67 % niistä oikeuksista, jotka varmistaisivat osakkeenomistajien oikeuksien maksimaalisen suojan.¹²⁰

Corporate governancea koskeva sääntely on Venäjällä siis jo varsin kattavaa ja etenkin pörssiyritysten noudattamat corporate governance -käytännöt ovat monilta osin varsin lähellä kehittyneiden markkinatalouksien tasoa. Suurimmat puutteet koskien corporate governance -käytäntöjä ovatkin yksityisissä yhtiöissä. Lisäksi sääntelyssä on edelleen aukkoja etenkin lähipiiritransaktioita koskien. Puutteellinen sääntely ja Venäjällä vallitseva yhtiöiden erittäin keskittynyt omistusrakenne tarjoavatkin otollisen toimintaympäristön enemmistöosakkeenomistajien opportunistiselle käyttäytymiselle. Lakien arvaamaton soveltaminen sekä korruptio heikentävät myös maan corporate governance -järjestelmän tehokkuutta.¹²¹

4.3. Lainsäädäntökehys

Venäjällä tällä hetkellä voimassa oleva corporate governancea koskeva sääntely voidaan jakaa kolmeen luokkaan: kovaan (*hard laws*) ja pehmeään (*soft laws*) sääntelyyn sekä näiden kahden väliin sijoittuvaan hybridisääntelyyn (*hybrid laws*). Kova sääntely koostuu virallisesta lainsäädännöstä kun taas pehmeä sääntely pitää sisällään corporate governance -sääntelyn, jonka noudattaminen on vapaaehtoista yrityksille. Yritys saa siis itse päättää noudattaako sääntelyä. Hybridi sääntely on eräänlainen sekamuoto näistä kahdesta, koska sen noudattaminen ei ole pakollista kaikilta osin mutta ei myöskään täysin vapaaehtoista.¹²²

Kovan sääntelyn osalta omassa tutkielmassani keskeisin laki on Venäjän osakeyhtiölaki, jonka pääasiallisena tarkoituksena on agenttiteorian näkökulmasta tarkasteltuna rajoittaa

¹¹⁹ Ks. yhtiön lunastusvelvollisuudesta tarkemmin tutkielman jakso 7.3.3.

¹²⁰ *Standard & Poor's* (2007). Tutkimuksessa yhtiöiden yhtiöjärjestyksien sisältöä verrattiin eri maiden corporate governance -koodien ja suositusten määräyksiin.

¹²¹ Esimerkiksi Transparency Internationalin eri maiden korruptioneisuutta koskevassa indeksissä vuodelta 2009 Venäjä sijoittuu 180 maan joukossa sijalle 146. Vertailun vuoksi esimerkiksi Suomen sijoitus on kuudes. (<http://www.transparency.org/>).

¹²² *Kurtbedinov* (2009), s. 89.

agenttiongelmiä kaikissa kolmessa mahdollisessa päämies–agentti-relaatiossa.¹²³ Venäjällä osakeyhtiölain tärkeys tiedostettiin vuonna 1995, jolloin säädettiin maan osakeyhtiölaki, josta heijastui monilta osin angloamerikkalaiset vaikutteet. Tähän on pitkälti syynä se, että laki säädettiin Yhdysvalloissa työskentelevien professoreiden *Bernard Blackin* ja *Reinier Kraakmanin* luonnosten pohjalta. Heidän mukaansa Venäjän liiketoimintaympäristössä parhaan suojan ulkopuolisille sijoittajille antaisi *self-enforcement* -tyyppinen osakeyhtiölaki, joka tarjoaisi sijoittajille vahvan suojan itsessään, ilman, että heidän tarvitsisi nojautua tuomioistuinten apuun oikeuksiensa toteuttamisessa. Laki korosti hallituksen roolia yhtiön toiminnan valvojana sekä nojasi vahvasti laillisuusperiaatteeseen. Laki epäonnistui tavoitteessaan ja sitä onkin uudistettu useaan otteeseen sen säätämisen jälkeen.¹²⁴ Viimeiset merkittävät muutokset lakiin on tehty vuosina 2006 ja 2009. Toinen corporate governancen kannalta merkittävä laki on laki arvopaperimarkkinoista. Lakia on muutettu useaan otteeseen säätämisenä (1996) jälkeen, viimeksi vuonna 2009. Lisäksi huomionarvoisia lakeja ovat laki sijoittajien oikeuksien suojelemisesta (1999/46-FZ) sekä laki ulkomaisista investoinneista (1999/160-FZ).

Hybridisäätelyllä on varsin oleellinen rooli kun puhutaan corporate governancen liittyvästä sääntelystä. Tähän sääntelykategoriaan kuuluvat pörssien listautumissäännöt, eri valvontaviranomaisten, kuten FCSM:n julkaisemat säännöt, sekä kirjanpitostandardit.¹²⁵

Pehmeän sääntelyn osalta FCSM:n vuonna 2002 julkaisema Venäjän corporate governance -koodi¹²⁶ on relevantein maan corporate governancea tarkasteltaessa. Koodin noudattaminen on yrityksille vapaaehtoista. Poikkeukset koodista on kuitenkin selitettävä *comply or explain* -periaatteen mukaisesti. Koodi on länsimaisten esikuviansa (Saksa, Yhdysvallat, OECD) mukaisesti varsin kattava, sisältäen seuraavat kymmenen lukua: 1. corporate governancen yleiset periaatteet, 2. yhtiökokous, 3. hallitus, 4. yhtiön toimeenpanoelimet, 5. yhtiön toiminnan valvoja (The secretary of the company), 6. merkittävät toimenpiteet, 7. raportointi, 8. yhtiön taloudellisten ja liiketoimien valvonta, 9. osinko sekä 10. riitojen ratkaisu.

¹²³ Bainbridge (2002), s. 207.

¹²⁴ Black – Kraakman (1996). Ks. Venäjän osakeyhtiölain epäonnistumisen syistä tarkemmin jakso 8.

¹²⁵ Kurtbedinov (2009), s. 90.

¹²⁶ Ks. koodista ja sille asetetuista tavoitteista edellä jakso 4.1.4.

Länsimaisista vaikutteista huolimatta koodissa on otettu huomioon myös Venäjän lainsäädännön erikoisuudet ja puutteet ja se täydentääkin monilta osin lainsäädäntöä. Yhtenä esimerkkinä tästä on *secretary of the company* -organin esittely, jonka tehtävänä on muun muassa yhtiön toimeenpanoelimelle kuuluvien tehtävien hoitaminen. Tähän oli tarvetta, koska lainsäädäntö ei asettanut toimeenpanoelimelle vastuuvollisuutta tiettyjen tehtävien, esimerkiksi yhtiökokouksen koollekutsuminen, hoitamatta jättämisestä.¹²⁷

5. YKSITYISTÄMINEN OSAKEYHTIÖIDEN OMISTUSRAKENTEIDEN MUOKKAAJANA

5.1. Yksityistämisen kaksi vaihetta

Venäjällä vuonna 1992 alkanut valtion yritysten yksityistäminen on suurin syy maassa vallitsevaan yhtiöiden erittäin keskittyneeseen omistusrakenteeseen. Kuten edellä Venäjän corporate governancen kehitysvaiheita käsitellessäni totesin, yksityistäminen jaetaan perinteisesti kahteen vaiheeseen: kuponkiyksityistämisen vaiheeseen sekä suora myynti -vaiheeseen.

Ensimmäisen yksityistämisen vaiheen alkaessa vuonna 1992 valtionyhtiöt muutettiin osakeyhtiöiksi tarjoamalla yritysten työntekijöille kolmea mahdollista järjestelyä: (1) yrityksen osakkeista myytäisiin työntekijöille 25 % sekä tämän ohella toiset 10 % myytäisiin heille edullisemmin. (2) työntekijät ostaisivat 51 % yrityksen osakkeista tai (3) osakkeet myytäisiin vapaasti markkinahintaan. Suurin osa yhtiöistä muodostettiin 2. vaihtoehdon mukaisesti. Täten yrityksen työntekijät ja johto saivat haltuunsa määräysvallan tuottavan osuuden yhtiöstä, johtajien vastaanottaessa työntekijöitä suuremman osuuden.¹²⁸

Seuraavaksi kansalaisille jaettiin yksityistämiskuponkeja. Jokainen kansalainen sai yhden kupongin. Kuponki oli vapaasti vaihdettavissa valtion omaisuuteen tai halutessaan sen pystyi myös sijoittamaan sitä tarkoitusta varten perustettuihin rahastoihin (Investment Privatization Fund, IPF). Teoriassa jokainen kupongin omistaja pystyi vaihtamaan kuponkinsa yritysten osakkeisiin. Käytäntö kuitenkin osoitti, että vain sen yritysten osakkeet, jossa henkilö työskenteli, oli hankittavissa.¹²⁹

¹²⁷ Metzger – Dean – Bloom – Ratnikov (2002).

¹²⁸ Medvedev (1997), s. 18.

¹²⁹ Kordasch (1997), s. 176.

Kaikista yksityistämiskupongeista noin 30 % päätyi yksityistämisrahastojen haltuun mutta vain 6 % yksityistettyjen yhtiöiden osakkeista ostettiin näillä kupongeilla.¹³⁰ Monet näistä rahastoista kärsivät varojen puutteesta, mikä johtui pääasiassa niiden omistusten heikosta rahaksi muutettavuudesta, niiden omistamien yhtiöiden heikosta kannattavuudesta sekä osinkojen puutteesta. Tämä johti yhtiön ulkopuolisten omistajien vähenemiseen ja täten yhtiöiden sisäpiirin kuuluvien työntekijöiden ja etenkin johtajien vallan lisääntymiseen.¹³¹

Yksityistämisen ensimmäinen vaihe suosi yhtiöiden johtoa sekä työntekijöitä. Tästä johtuen sitä on kutsuttu kriitikkojen suulla myös sisäpiiriyksityistämiseksi (*insider privatization*).¹³² Sen päätyttyä vuoden 1994 lopussa Venäjällä oli yli 40 miljoonaa osakkeenomistajaa ja 65 prosenttia 200.000 valtionyhtiöstä oli yksityistetty. Yli 70 % yhtiöistä oli niiden johtajien käsissä, jotka omistivat yhtiöiden osakkeista keskimäärin 9 %. *Blasin* ja *Shleiferin* tutkimuksen mukaan johtajien osakeomistukset muodostivat 60 % yhtiöiden osakepääomasta, ja osuus kasvoi taukoamatta.¹³³ Työntekijöiden omistusosuus oli 56 %. Yhtiön ulkopuoliset tahot pitivät hallussaan 20–30 %. Tämä osuus oli jaettu investointirahastojen sekä yksityisten investoijien kesken. Loput osakkeet olivat valtion hallussa. Valtio pysyikin vähemmistöomistajana monissa yhtiöissä, etenkin tärkeillä toimialoilla kuten metsä- ja kaivosteollisuudessa. Lisäksi valtio piti edelleen hallussaan maita, joilla yritysten tuotantolaitokset sijaitsivat.¹³⁴

Yhteenvetona voidaan todeta, että yksityistämisen ensimmäinen vaihe ei tuonut yrityksille niiden kipeästi kaipaamia lisävaroja eikä myöskään yritysten toiminnan uudelleenjärjestelyjä juuri tapahtunut. Investointien vähyyteen löytyy selitys valitusta yksityistämismetodista. Omistuksen siirto tapahtui yksityistämiskuponkien avulla, jotka olivat vapaasti levitettävissä ja harvat rahansiirrot tapahtuivat yrityssektorin ulkopuolella.¹³⁵ Yritysjärjestelyjen puutteeseen löytyy syy käsitteiden yritysjärjestely ja työllisyys välisestä intressiristiriidasta. Työntekijät vastustivat yritysjärjestelyjä peläten menettävänsä järjestelyn seurauksena työpaikkansa. Johtajat puolestaan eivät vaatineet järjestelyjä, koska vallitseva tilanne, joka mahdollisti petollisten keinojen käytön liiketoiminnassa, oli houkuttelevampi vaihtoehto heille kuin yritysjärjestelyjen kautta

¹³⁰ *Kordasch* (1997), s. 176.

¹³¹ *Pistor – Spicer* (1997), s. 34.

¹³² *Nellis* (2001), s. 66.

¹³³ *Blasi – Shleifer* (1996).

¹³⁴ *Kurtbedinov* (2009), s. 59.

¹³⁵ *Yakolev* (2004).

saavutettava toiminnan kannattavuuden paraneminen.¹³⁶ Täten valtion tavoitteet hajautetun omistusrakenteen luomisesta epäonnistuivat totaalisesti. Sen sijaan yksityistämisen ensimmäinen vaihe loi uuden luokan rikkaita yritysjohtajia, joista merkittävimpiä, heidän omistustensa ja poliittisen valtansa kasvun myötä, alettiin kutsua oligarkeiksi.¹³⁷

Yritysten rakenteiden ja toimintojen uudelleenjärjestämiseksi päätettiin vuonna 1993 presidentillisellä¹³⁸ määräyksellä taloudellisten teollisuusryhmien (financial industrial groups, FIG) muodostamisesta. Vuoden 1995 loppuun mennessä oli perustettu 15 tällaista ryhmää, joihin kuului 273 yhtiötä, jotka työllistivät 2 miljoonaa työntekijää. Ryhmiin kuuluvat yritykset olivat osa tuotantoketjua, johon kuului myös joitain suuria pankkeja. Valtion oli tarkoitus omistaa 25 %:n osuus näissä yhtiöissä. Pankkeja kannustettiin hankkimaan teollisuusryhmien kautta määräysvalta yhtiöissä. Järjestelmän tarkoituksena oli, että teollisuusryhmä ostaa yrityksen, uudelleen järjestelee sen ja myy tämän jälkeen tuottoisat yritykset. Odotettiin, että pankit pakottavat yritykset väkisin markkinatalouteen. Tulos oli kuitenkin jotain aivan muuta. Poliitiikkaan kytkeytyneet pankit toimivat välikappaleena hallituksen ja yritysten välillä, siirtäen tukiaisia ja valtion lainoja hallitukselta yrityksille. Vastoin odotuksia pankit eivät olleet tarpeeksi vahvoja hallinnoimaan ryhmiin kuuluneita yrityksiä tehokkaasti ja osa ryhmistä muodostikin monopoleja. Täten ne saavuttivat hallitsevan aseman sekä teollisuudessa että taloudessa, mikä puolestaan toi niille myös poliittista valtaa.¹³⁹

Yksityistämisen toinen ja edelleen jatkuva vaihe alkoi vuonna 1995. Toisessa vaiheessa yrityksiä yksityistetään myymällä niiden osakkeita suoraan tietyille valituille tahoille. Tavoitteena on vähentää yritysten sisäpiirin omistusta ja keskittää yritysten omistus tiettyjen henkilöiden käsiin. Vaiheen alkaessa noin 65 % suurista teollisuusyhtiöistä oli edelleen valtion omistuksessa.¹⁴⁰ Hallituksen tavoitteena oli kerätä valtiolle varoja myymällä osuuksia omistamistaan suurista yhtiöistä. Valtionyhtiöt eivät kuitenkaan herättäneet sijoittajissa suurta mielenkiintoa eikä yksityistämisestä saaduilla tuloilla täten pystytty juurikaan paikkaamaan valtion budjetin alijäämää.¹⁴¹

¹³⁶ Black – Kraakman – Tarassova (2000).

¹³⁷ Kurtbedinov (2009), s. 60.

¹³⁸ Määräys N 2096, 5.12.1993.

¹³⁹ Kurtbedinov (2009), s. 60.

¹⁴⁰ Kordasch (1997), s. 61.

¹⁴¹ Kurtbedinov (2009), s. 60.

Yksityistämisen toista vaihetta leimaavat yritysten johtajien omaneduntavoittelu sekä petolliset yksityistämisjärjestelyt, joissa osallisina olivat usein valtion poliittinen ja taloudellinen eliitti.¹⁴² Monen yrityksen yksityistäminen tapahtui ilman minkäänlaista tarjouskilpailua. Tilanne huononi edelleen lainaa osakkeita vastaan -järjestelyn aloittamisen myötä vuoden 1995 lopulla.¹⁴³ Epärehelliset huutokaupat johtivat suurten yritysten siirtymiseen oligarkien käsiin. Vaikutusvaltaisimmat oligarkit kuten *Vladimir Gusinski* ja *Mihail Hodorkovski* käyttivät huutokaupoissa tekemiensä ostojen jälkeen merkittävää valtaa Venäjän talouselämässä.¹⁴⁴

Vuoden 1998 talouskriisin jälkeen yksityistämisen myrskyisimmät vaiheet olivat ohitse. Tämän selittää ensinnäkin se, että suurin yksityistämisen aalto oli jo ohitse ja toiseksi kaivattu institutionaalinen ympäristö oli kehittymässä. Vuonna 2001 yksityissektori muodosti jo 70 % BKT:sta, yksityistettyjen yritysten määrän lähestyessä 140.000:ta.¹⁴⁵

Yksityistämisen ensimmäisen vaiheen ja toisen vaiheen alun vaikutukset yritysten omistusrakenteisiin voidaan nähdä *Iwasakin* useiden tutkijoiden tutkimustuloksia yhteen vetävästä tutkimuksesta vuodelta 2007. Tutkimus paljastaa, että sisäpiirin, jonka jäsenet pitivät hallussaan suurinta osaa yhtiöiden osakkeista, omistus oli jaettu vuonna 1996 niin, että johto omisti 12 % ja työntekijät 41 %. Tutkimuksen tarkastelemalla ajanjaksolla sisäpiiriläisten omistus laski voimakkaasti ensimmäisen kahden vuoden aikana, 10,2 prosenttiyksikköä. Seuraavien seitsemän vuoden (1996–2003) aikana omistusosuus laski kuitenkin vain 4,2 prosenttiyksikköä.¹⁴⁶

Vaikka sisäpiirin omistusosuudessa ei edellä mainitulla seitsemän vuoden ajanjaksolla juuri muutoksia tapahtunut, sisäpiiriläisten omistussuhteissa muutokset olivat kuitenkin huomattavia. Yritysten johtajien omistusosuus oli noussut 28 prosenttiin kun taas työntekijöiden hallussa oli enää 22 % yritysten osakkeista. Tämän omistussuhteissa tapahtuneen muutoksen selittää johtajien halu ostaa työntekijöidensä osakkeet. Johtajien osakehankinnat tapahtuivat erilaisin, myös lainvastaisin, keinoin. Johtajien lisäksi myös

¹⁴² *Black – Kraakman – Tarassova* (2000).

¹⁴³ Ks. tarkemmin lainaa osakkeita vastaan järjestelystä edellä jaksossa 4.1.3.

¹⁴⁴ *Puffer – McCarthy* (2003), s. 291–292.

¹⁴⁵ *Kurtbedinov* (2009), s. 61.

¹⁴⁶ *Iwasaki* (2007), s. 856–857.

yritysten ulkopuoliset tahot ostivat työntekijöiden osakkeita. Tästä osoituksena heidän omistusosuutensa nousu 32,5 %:sta (1996) 45 %:iin (2003).¹⁴⁷

Taulukko 1: Venäläisten yritysten omistajarakenne 1994–2003¹⁴⁸

	1994	1996	1998	2000	2003
Sisäpiiri yht.	64,4	54,2	43,2	46,5	50,0
Työntekijät	45,7	40,9	33,0	27,4	22,0
Johtajat	18,7	12,9	10,1	16,6	28,0
Ulkopuoliset yht.	19,6	32,5	47,5	44,7	45,0
Venäläiset yksityishenkilöt	5,6	7,3	13,1	19,9	21,0
Venäläiset yritykset	10,7	25,7	32,2	27,8	23,0
Finanssiyhtiöt	5,2	7,1	10,0	4,9	3,0
Pankit	1,2	3,7	1,8	1,5	1,0
Sijoitusrahastot	4,0	5,2	8,2	5,6	2,0
Ei-taloudelliset instituutiot	7,2	14,4	10,8	26,6	20,0
Holding-yhtiöt	1,0	5,6	3,8	6,2	5,0
Tavarantoimittajat, asiakkaat jne.	6,2	8,8	8,9	22,7	15,0
Ulkomaiset sijoittajat	0,9	1,9	3,9	2,7	2,0
Valtio	15,4	12,9	9,4	8,9	4,0
Yritysten lukumäärä	2922	3512	943	1789	102

Yhteenvedona voidaan todeta, että venäläisten yhtiöiden omistajarakenne oli aktiivisimman yksityistämisen tauottua varsin sisäpiiriorientoitunut. Yksityistämisen alusta alkaen vanhat yritysjohtajat ottivat haltuunsa myös yksityistettyjen yritysten

¹⁴⁷ Iwasaki (2007), s. 856–857. Taulukon arvot ovat prosenttilukuja. Joissain kohdissa yläkategorian summa ei täsmää alakategorioiden yhteenlaskettu summan kanssa. Tämä johtuu omistajatyypin aiheuttamista eroista otantojen kokoihin.

¹⁴⁸ Iwasaki (2007), s. 856–857.

johtopaikat. Tämä siitä huolimatta, että heidän omistusosuutensa oli tällöin vielä varsin pieni verrattuna työntekijöiden osuuteen. Omistusosuus kasvoi kuitenkin nopeasti.

5.2. Tyypillinen venäläisen yhtiön omistusrakenne

Vuoteen 2005 mennessä 90,7 % (4,01 milj.) kaikista rekisteröidyistä 4,42 miljoonasta yrityksestä oli yksityisiä ja näissä yrityksissä työskenteli 64 % (42,2 milj.) Venäjän työvoimasta. Yksityisten yritysten määrä oli siis lisääntynyt huimaa vauhtia verrattuna niiden määrän kasvuun kommunismin loppuaikoina. Vuosittain tapahtuvien yksityistämisten määrä oli kuitenkin vähentynyt tasaisesti viimeisten vuosien aikana, erityisesti teollisuusyritysten kohdalla, joita yksityistettiin vuonna 2004 vain 113 kappaletta. Toisin sanoen yksityistämisen toisen vaiheen aikana tapahtui strateginen muutos, päätarkoituksena ei enää ollut yritysten yksityistäminen vaan valtion kontrollin tehostaminen yksityistetyissä yhtiöissä, joista valtio toimi yhtenä omistajana sekä sen omistusten nopea järjestely.¹⁴⁹

Tämän valtion kontrollin lisääntymisen noteeraavat tutkimuksessaan myös *Liuhto* ja *Vahtra* (2009). Heidän mukaansa valtio on ottanut tiukemman otteen joko suorien omistusten kautta tai hallitukselle lojaalien oligarkien avustuksella etenkin teollisuuden avainsektoreilla kuten öljy- ja energiateollisuus. Lisäksi valtio pyrki vuonna 2008 säädetyllä lailla ulkomaisista investoinneista rajoittamaan ulkomaisia sijoituksia näille tärkeimmille teollisuudenaloille.¹⁵⁰ Omistusten järjestelyt ilmenevät valtion omistamistaan yrityksistä kasaamien yritysruppaiden muodossa, joiden tarkoituksena on yhdistää valtion teollisuusomistuksia sekä myös luoda maailmanlaajuisesti kilpailukykyisiä yhtiöitä. Pieniä ja keskisuuria yrityksiä valtio kontrolloi lainsäädännön avulla, joten näiden omistajaksi valtiolla ei ole ollut tarvetta ryhtyä.¹⁵¹

Valtion ulkomaisia omistuksia rajoittavista toimista huolimatta ulkomaiset omistukset venäläisissä yhtiöissä ovat viimeisten vuosien aikana lisääntyneet ja tämän trendin odotetaan jatkuvan myös tulevaisuudessa.¹⁵²

Kuten jo *Judge* ja *Naoumova* vuonna 2004 huomauttivat, nykyaikana yhtiöiden omistus on hieman liukunut sisäpiirin käsistä ulkopuolisille omistajille, jotka ovat pääasiassa

¹⁴⁹ *Iwasaki* (2007), s. 849-851.

¹⁵⁰ Tärkeät strategiset teollisuudenalat on määritelty varsin laajasti alkaen öljy-, kaasu- ja sotateollisuudesta päättyen telekommunikaatioon ja mediaan.

¹⁵¹ *Liuhto – Vahtra* (2009), s. 20.

¹⁵² *Liuhto – Vahtra* (2009), s. 20.

yksityisiä sijoittajia sekä institutionaalisia toimijoita. Tähän omistusrakenteen muutokseen on kuitenkin hyvä suhtautua varauksella, sillä ulkopuolinen osakkeenomistaja on usein ulkomainen yhtiö, jota kontrolloikin ensin mainitun yhtiön suuromistaja taikka johtaja. Lisäksi yhtiöiden työntekijät, joiden omistusosuus on laskenut viimeisten vuosien aikana, ovat olleet useimmiten myyjän roolissa eivätkä yhtiöiden johtajat.¹⁵³

Venäläisten yritysten omistus on siis kasautunut sekä niiden johtajien että harvalukuisten ulkopuolisten suuromistajien käsiin. Toisin sanoen omistus on hyvin keskittynyttä. Venäläiset yhtiöt ovat päätyneet yksityistämisen seurauksena pienen eliittiryhmän käsiin. *Guriev* ja *Rachinskyn* (2005) mukaan noin 40 % Venäjän teollisuudesta kuuluu 22 suurimpaan oligarkien kontrolloimaan yrityskeskittymään.¹⁵⁴ Lisäksi CEFIR:n ja IET:n (2006) tekemästä satoja yrityksiä koskeneesta tutkimuksesta käy ilmi, että oikeushenkilöt ovat useimmiten yritysten suurimpia, määräysvaltaa käyttäviä omistajia. Tämä seikka on linjassa sen tosiasian kanssa, että tutkimukseen osallistuneista yhtiöistä kolmasosa kuului johonkin yritysryhmään.¹⁵⁵ *Lazarevan* ja *Rachinskyn* (2006) tutkimuksen mukaan yhtiöistä, joissa oli ulkopuolinen suuromistaja, 18 kertaa sadasta tämä omistaja oli tavarantoimittaja ja toisissa 18 %:ssa tapauksista asiakas.¹⁵⁶ Vähemmistöosakkeenomistajien omistusosuus onkin omistuksen keskittyessä suurten enemmistöosakkeenomistajien käsiin jäänyt erittäin pieneksi. *Molotnikovin* mukaan, jos ei katsota keskiarvoja vaan pelkästään yritysten määrää niin vähemmistöosakkeenomistajien omistusosuus ei suurimmassa osassa venäläisiä osakeyhtiöitä ylitä kymmentä prosenttia.¹⁵⁷

Taulukko 2: Venäläisten yhtiöiden omistusrakenne vuonna 2006¹⁵⁸

Omistaja	Keskimääräinen omistusosuus, %
Johto	21,5
Suurin ulkopuolinen omistaja	35,3
Pienosakkeenomistajat (<5 % osuus)	16,5

¹⁵³ *Kurtbedinov* (2009), s. 63.

¹⁵⁴ *Guriev – Rachinsky* (2004).

¹⁵⁵ *CEFIR – IET* (2006).

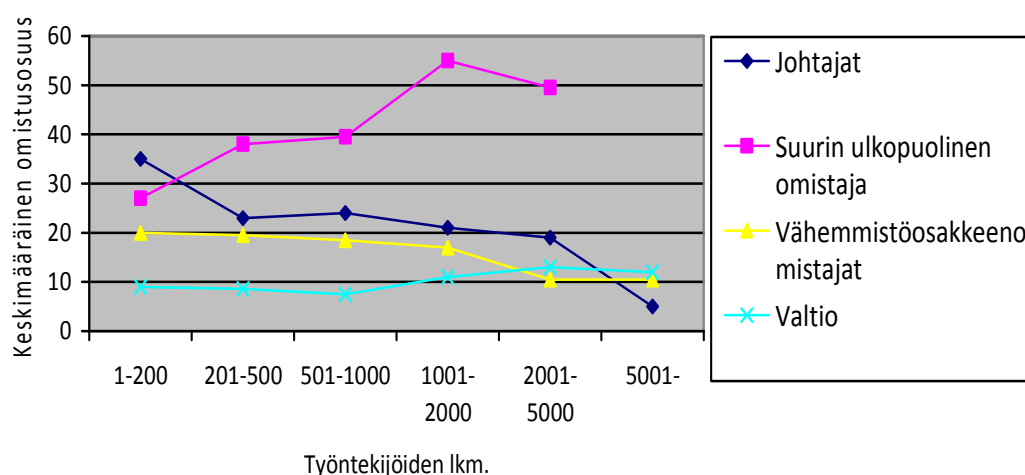
¹⁵⁶ *Lazareva – Rachinsky* (2006).

¹⁵⁷ *Molotnikov* (2008), s. 2.

¹⁵⁸ *CEFIR – IET* (2006).

Taulukko kolme perustuu *Lazarevan, Rachinskyn ja Stepanovin* vuonna 2008 tekemään tutkimukseen. Taulukko osoittaa ensinnäkin että yrityksen koon kasvaessa suurimman ulkopuolisen omistajan omistusosuus nousee kun taas johtajien omistusosuus sitä vastoin pienenee. Johtajat omistavatkin varsin ison osuuden pienistä yhtiöistä kun taas merkittävimmät suuret yhtiöt ovat ulkopuolisten suuromistajien kontrollissa. Valtion omistusosuuteen ei yrityksen koko juurikaan vaikuta. Tässä yhteydessä on hyvä muistaa kuitenkin jo edelläkin mainittu seikka, että monesti ulkopuoliset omistajat ovat yrityksen johtajien taikka suuromistajien kontrolloimia yhtiöitä.

Taulukko 3: Venäläisten yritysten omistusrakenne ja yritysten koko 2006¹⁵⁹



6. HALLITUS

6.1. Hallituksen merkitys vähemmistön oikeuksien suojan kannalta sekä tyypillinen kokoonpano

Siitä huolimatta, että yhtiökokous on yhtiössä ylin päätösvaltaa käyttävä elin, on vaikea olla yhtymättä *Jensenin* mielipiteeseen siitä, että vaihtoehtoisista kontrollimekanismeista hallituksella ja sen harjoittamalla yhtiön toiminnan valvonnalla on kuitenkin suurin rooli. Omistuksen ja johdon eriytymisestä johtuen hallituksen tärkeimpänä tehtävänä on valvoa yhtiön johtoa omistajien puolesta, toisin sanoen

¹⁵⁹ *Lazareva – Rachinsky – Stepanov* (2008), s. 18.

kontrolloida johdon tekemiä päätöksiä.¹⁶⁰ Tämä pätee enenevässä määrin myös Venäjän kaltaisessa siirtymätaloudessa. Lisäksi pääomamarkkinoiden kehityksen ollessa edelleen kesken sekä yhtiöiden kontrollimekanismien, kuten corporate governance -järjestelmän puutteiden johdosta,¹⁶¹ yhtiöiden sisäisten kontrollimekanismien toimivuuteen ja tehokkuuteen kohdistuu entistä enemmän odotuksia.¹⁶² Hallituksen yhtenä tärkeänä tehtävänä nähdäänkin vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suojele.¹⁶³

Omistuksen ollessa hyvin keskittynyttä, on hallitusten jäsenten riippumattomuus suuromistajista kuitenkin helppo kyseenalaistaa. *Lazareva, Rachinsky ja Stepanov* väittävätkin hallituksen monesti olevan vain yksi kanava, jonka kautta suuromistajat, johto sekä valtio vaikuttavat yhtiön päätöksentekoon.¹⁶⁴ *Standars & Poorsin* pörssi-yhtiöitä sekä *Iwasakin* venäläisiä yhtiöitä koskevat tutkimukset paljastavatkin, että yhtiöiden hallitukset koostuvat sekä yksityisissä että julkisissa yhtiöissä johdon ja suuromistajien edustajista.¹⁶⁵ *Lazarevan ja Rachinskyn* tutkimus (2006) osoittaa, että johdon suuri omistusosuus yhtiössä vaikuttaa positiivisesti sisäpiiriläisten määrään yhtiön hallituksessa. Positiivinen vaikutus on myös pienosakkeenomistajien omistusosuudella.¹⁶⁶ Tämä on selitettävissä sillä seikalla, että monet pienosakkeenomistajista ovat yhtiön omia työntekijöitä, joilla on tapana äänestää yhtiön johdon mielipidettä mukaillen. Yhtiön ulkopuolisen suuromistajan omistuksen kasvulla on puolestaan negatiivinen vaikutus yhtiön hallituksessa istuvien sisäpiiriläisten määrään. Huomionarvoista on myös käytäntö valita paikallisten ja alueellisten viranomaisten edustajia yhtiöiden hallituksiin vaikeivätkin he omistaisikaan yhtiön osakkeita.¹⁶⁷

¹⁶⁰ *Jensen* (1993).

¹⁶¹ *Sugiura* (2007).

¹⁶² *Iwasaki* (2007).

¹⁶³ *Lazareva – Rachinsky – Stepanov* (2007).

¹⁶⁴ *Lazareva – Rachinsky – Stepanov* (2007), s. 18 sekä *Berglöf – Pajuste* (2003).

¹⁶⁵ *Standar & Poor's* (2007) ja *Iwasaki* (2008).

¹⁶⁶ *Lazareva – Rachinsky* (2006).

¹⁶⁷ *Lazareva – Rachinsky – Stepanov* (2007), s. 18.

Taulukko 4: Hallituksen kokoonpano suurimmissa venäläisyhtiöissä vuosina 2005 ja 2006¹⁶⁸

	75 julkista yhtiötä	17 LSE- listattua yhtiötä	7 NYSE/ NASDAQ- listattua yhtiötä
2006			
Sisäpiiriläiset	66,3	62,5	38,0
Ulkopuoliset	33,7	37,5	62,0
Vähemmistöosakkeenomistajien edustajat	13,9	6,6	28,9
Strategisten sijoittajien edustajat	10,9	6,1	27,6
Portfoliosijoittajien edustajat	2,9	0,5	1,3
Ulkopuoliset johtajat	19,9	31,0	33,0
2005			
Sisäpiiriläiset	70,1	75,0	39,3
Ulkopuoliset	29,9	25,0	60,7
Vähemmistöosakkeenomistajien edustajat	13,9	5,8	33,7
Strategisten sijoittajien edustajat	9,4	3,5	31,0
Portfoliosijoittajien edustajat	4,5	2,3	2,7
Ulkopuoliset johtajat	16,0	19,2	27,0

Iwasakin 730 venäläisyhtiön hallitusten rakennetta vertailleen tutkimuksen mukaan venäläisten osakeyhtiöiden hallitusten jäsenistä 48,9 % oli yhtiön ulkopuolisia jäseniä vuonna 2005. On huomionarvoista, että hänen mukaansa kuitenkin vain 18,9 %:lla yrityksistä oli yksi tai useampi täysin riippumaton hallituksen jäsen.

Kuten yllä mainituista *Standard & Poorsin* ja *Iwasakin* tutkimuksista ilmenee, yhtiön ulkopuolisten johtajien osuus venäläisten yhtiöiden hallituksissa on pieni. Sisäpiiriläisten osuus on kuitenkin vähitellen pienentymässä ja monet etenkin

¹⁶⁸ *Standard & Poor's* (2007). Tutkimuksen kohteena oli 75 suurinta venäläisyhtiötä.

pörssiyhtiöt ovat pyrkineet lisäämään hallitustensa riippumattomuutta sekä palkkaamaan yhtiön ulkopuolisia johtajia (kollektiivinen toimeenpanoelin).¹⁶⁹ Yhtiön ulkopuolisten riippumattomien johtajien palkkaaminen nähdäänkin seuraavana askeleena corporate governance -käytäntöjen parantamisessa.¹⁷⁰ Tämä yhtiön ulkopuolisten johtajien palkkaaminen sekä suurissa ja keskisuurissa yhtiöissä hiljalleen tapahtuva omistuksen hajautuminen aiheuttavat lisäksi yhtiöille paineita lisätä hallituksen kautta tapahtuvaa johdon valvontaa.¹⁷¹

Yhteenvedona hallitusten rakenteesta voidaan todeta, että venäläisen osakeyhtiön hallitus koostuu keskimäärin edelleen suurimmaksi osaksi ns. sisäpiiriläisistä ja etenkin täysin riippumattomien johtajien osuus on hyvin pieni. Pörssiyhtiöissä, etenkin ulkomaisissa pörsseissä listautuneissa, tilanne on kuitenkin parempi ja ulkopuolisten hallitusten jäsenien osuus on jo varsin suuri. Muissakin suurissa ja keskisuurissa yhtiöissä yhtiön ulkopuolisten johtajien osuus on hiljalleen kasvamassa. Mielestäni yhtiön ulkopuolisten ja varsinkin yhtiöstä täysin riippumattomien hallitusten jäsenten osuutta on kuitenkin lisättävä edelleen huomattavasti, jotta hallituksen harjoittama johdon valvonta suojaisi tehokkaasti yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia.

6.2. Hallituksen valinta

Ennen vähemmistöosakkeenomistajan oikeuksia suojaavien keinojen, etenkin nimittämisvaltastrategian, käsittelyä on tärkeää esitellä venäläisen osakeyhtiön hallituksen ja sen jäsenten valintaa koskeva sääntely. Hallituksen toimintaa ja jäsenten valintaa sääntelevät pääasiassa VeOYL:n kahdeksas luku sekä maan corporate governance -koodi.

VeOYL:n mukaan yhtiöillä, joilla on enemmän kuin 50 osakkeenomistajaa, on oltava hallitus (VeOYL 64.1 §). Hallituksen jäsenistä ja heidän määrästään päättäminen on laissa määrätty yhtiökokouksen tehtäväksi (VeOYL 48.1 §). Lainsäädännöllä on kuitenkin asetettu vähimmäisvaatimukset hallitusten jäsenten lukumäärälle. Yhtiöissä, joissa on enemmän kuin 50 mutta vähemmän kuin 1.000 osakkeenomistajaa, on oltava

¹⁶⁹ Kollektiivinen toimeenpanoelin on yhtiön pääjohtajan johtama sisäinen toimeenpano-organisaatio ja sille kuuluvat samat tehtävät kuin yhden henkilön muodostamalle toimeenpanoelimellekin. Pääasiallisena tehtävänä on huolehtia yhtiön jokapäiväisestä toiminnasta lukuun ottamatta hallituksen tai yhtiökokouksen toimivaltaan kuuluvia asioita (VeOYL 69.2 §). Kollektiivisen toimeenpanoelimen rooli on selvittää johtajien vastuiden jakaantumista ja lisätä hallituksen riippumattomuutta yhtiön johdosta. (Iwasaki, 2007).

¹⁷⁰ Lazareva – Rachinsky – Stepanov (2007), s. 18.

¹⁷¹ Iwasaki (2008), s. 2.

vähintään viisijäseninen hallitus. Yhtiöissä, joissa on 1.000 tai enemmän mutta ei yli 10.000 osakkeenomistajaa, on oltava vähintään seitsemänjäseninen hallitus ja yli 10.000 osakkeenomistajan yhtiöissä hallituksessa on oltava vähintään yhdeksän jäsentä (VeOYL 66.3 §). Laissa ei ole säädetty hallituksen jäsenten enimmäismäärästä.

Hallituksen jäsenten ja puheenjohtajan valintaa koskeva sääntely voidaan tiivistää seuraavaan neljään kohtaan. Ensinnäkin, hallituksen jäsenten toimikausi on vuoden mittainen, alkaen nimityksestä ja päättyen seuraavaan varsinaiseen yhtiökokoukseen (VeOYL 66.1 §). Hallituksen kokoonpanosta päättävä varsinainen yhtiökokous on pidettävä aikaisintaan kahden ja viimeistään kuuden kuukauden kuluttua tilikauden päättymisestä (VeOYL 47.1 §). Toisin sanoen muun muassa Yhdysvalloissa käytetty niin sanottu *staggered board* -järjestely ei ole Venäjällä, kuten ei Suomessakaan, mahdollinen.¹⁷² Lisäksi kaikki hallituksen jäsenet on valittava kumulatiivisen äänestyksen kautta. Tällä pyritään suojaamaan vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia (VeOYL 66.4 §). Hallituksen puheenjohtajan valitsevat hallituksen jäsenet keskuudestaan yksinkertaisella enemmistöllä (VeOYL 67.1 §).

Toiseksi VeOYL:n 66.2 § kieltää yhtiön johtajaa (toimeenpaneva elin) toimimasta johtamansa yhtiön hallituksen puheenjohtajana. Lisäksi yhtiön hallituksen jäsenistä vähintään kolme neljäsosaa on oltava muita kuin yhtiön johtoon (kollektiivinen toimeenpaneva elin) kuuluvia henkilöitä. Myöskään yhtiökokouksen alaisuudessa toimivan tilintarkastuskomitean jäsenet eivät voi olla sellaisen yhtiön hallituksen jäseniä, jonka toimintaa he valvovat (VeOYL 85.6 §).

Kolmanneksi VeOYL ei kuitenkaan estä hallituksen puheenjohtajan valintaa yhtiön sisäpiiriläisten joukosta. Todennäköistä on myös, että yhtiöstä suuren osan omistava johtaja nimittää hallituksen puheenjohtajaksi itselleen uskollisen henkilön.¹⁷³

Neljänneksi Venäjän corporate governance -koodi antaa suosituksia koskien hallitusta, sen valintaa sekä kokoonpanoa (jakso 3.2). Koodi ei kuitenkaan aseta juurikaan konkreettisia tavoitteita hallituksen kokoonpanolle. Yksi esimerkki hallituksen kokoonpanoa koskien on koodin suositus siitä, että osakeyhtiön hallituksessa olisi

¹⁷² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho (2007a), s. 348–349. Heidän mukaansa *staggered board* tarkoittaa järjestelyä, jossa hallitusta ei voida erottaa kesken toimikauden ja toimikausi on tyypillisesti erittäin pitkä.

¹⁷³ Iwasaki, (2007).

oltava ainakin kolme riippumatonta jäsentä, jotka miehittäisivät vähintään neljäosan yhtiön kaikista hallituspaikoista (jakso 2.2.3).

7. VÄHEMMISTÖOSAKKEENOMISTAJAN SUOJAKEINOT

7.1. Johdanto

Kuten yhtiöiden omistusrakennetta ja hallituksen kokoonpanoa käsittelevät jaksot 5 ja 6 osoittivat, yhtiöiden omistus sekä valtaoikeudet ovat venäläisissä osakeyhtiöissä tiukasti harvojen enemmistöosakkeenomistajien käsissä. Suurten enemmistöosakkeenomistajien käyttäessä valtaa sekä yhtiökokouksessa että hallituksessa joko jäsenenä tai nimittämänsä hallituksen jäsenen kautta, eivät yhtiöiden johto ja omistus ole todellisuudessa eriytyneet toisistaan. Tämä nostaakin esille Venäjälle tyypillisen intressiristiriidan vähemmistöosakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajien välillä.

Tutkimuksissa on todistettu, että vähemmistön suojan taso on velkojien suojan ohella tärkein edellytys talouden kehittymiselle. Ilman kunnollista vähemmistön suojaa on yhtiöiden vaikea saada rahoitusta toiminnalleen.¹⁷⁴ Täten Venäjän corporate governance -sääntelyn tärkein tehtävä onkin tarjota suojaa vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksille.

Tämän jakson tarkoituksena onkin tarkastella, mikä on Venäjän corporate governance -sääntelyn vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksille tarjoaman suojan taso. Keskityn nimenomaisesti lainsäädännön tarjoamaan suojaan. Lakien täytäntöönpanon rajaan tutkielmani ulkopuolelle. On kuitenkin tärkeää tiedostaa, että lakien täytäntöönpano näyttölee itse kirjoitettua lakia tärkeämpää roolia. Tutkielmani päätavoite on kuitenkin esittää parannuksia Venäjän corporate governance -sääntelyyn vähemmistön suojaa silmällä pitäen. Täten täytäntöönpanon tason tarkempi käsittely ei palvele tutkielmani tavoitetta.

7.2. Yhtiön hallintorakenne

Aloitan vähemmistöosakkeenomistajien suojan tason tarkastelun esittelemällä yhtiön hallintorakenteeseen liittyvät vähemmistön oikeuksille suojaa tarjoavat strategiat. Nämä strategiat voidaan jakaa kahteen ryhmään: nimittämisoikeusstrategia (*appointment*

¹⁷⁴ La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer – Vishny (1997).

rights) ja päätöksenteko-oikeusstrategia (*decision rights*). Molempien avulla voidaan vähemmistöosakkeenomistajan suojaa parantaa joko lisäämällä heidän oikeuksiaan tai vähentämällä enemmistöosakkeenomistajien oikeuksia.¹⁷⁵

7.2.1. Nimittämisoikeusstrategia

Omistuksen hajautumisen johdosta osakkeenomistajien on tehokkaan ja ammattitaitoisen päätöksenteon varmistamiseksi delegoitava yhtiön johtaminen tehtävään erikoistuneille ammattijohtajille. Täten ei tulekaan yllätyksenä, että nimittämisoikeudet, valta valita ja erottaa yhtiön johtajia, ovat yhtiön kontrollin ja vähemmistöosakkeenomistajan suojan parantamisen kannalta keskeisessä asemassa.¹⁷⁶

Nimittämisoikeusstrategia voi tarjota vähemmistöosakkeenomistajille suojaa kahden eri tekniikan kautta. Ensimmäisen tekniikan mukaan vähemmistöosakkeenomistajille voidaan varata paikkoja yhtiön hallituksessa. Toinen tekniikka suojan lisäämiseen on vähemmistöosakkeenomistajien antamien äänten ylipainottaminen yhtiön hallitusta valittaessa (enemmistöosakkeenomistajien äänioikeuden rajoittaminen).¹⁷⁷

Ensimmäisen strategian mukainen vähemmistöosakkeenomistajien ottaminen mukaan hallitukseen ei useinkaan lisää vähemmistöosakkeenomistajien vaikutusvaltaa koskien yhtiön politiikkaa mutta se avaa vähemmistöosakkeenomistajille pääsyn hallituksen hallussaan pitämään arvokkaaseen yhtiötä koskevaan informaatioon. Lisäksi joissain tapauksissa oma edustaja antaa mahdollisuuden liittoutuman muodostamiseen riippumattomien hallituksen jäsenten kanssa.¹⁷⁸ Kummankaan käsittelemäni maan, ei Venäjän eikä Suomen, lainsäädäntö sisällä säännöstä pakollisesta vähemmistön edustajan nimittämisestä hallitukseen.

Toinen tapa varmistaa vähemmistöosakkeenomistajien edustus yhtiön hallituksessa on ottaa käyttöön kumulatiivinen tai suhteellinen äänestystapa¹⁷⁹. Nämä kaksi

¹⁷⁵ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 90.

¹⁷⁶ *Armour – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 42.

¹⁷⁷ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 90.

¹⁷⁸ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 90.

¹⁷⁹ *“Cumulative voting is a type of voting process that helps strengthen the ability of minority shareholders to elect a director. This method allows shareholders to cast all of their votes for a single nominee for the board of directors when the company has multiple openings on its board. In contrast, in “regular” or “statutory” voting, shareholders may not give more than one vote per share to any single nominee. For example, if the election is for four directors and you hold 500 shares (with one vote per share), under the regular method you could vote a maximum of 500 shares for any one candidate (giving you 2,000 votes total - 500 votes per each of the four candidates). With cumulative voting, you could*

äänestystapaa tekevät vähemmistöosakkeenomistajille mahdolliseksi nimittää, hallituksen koosta riippuen, yksi tai useampi hallituksen jäsen suhteellisen suurella vähemmistöäänien määrällä.¹⁸⁰ Poikkeuksena Suomen lainsäädännöstä, jonka mukaan lähtökohtaisesti yhtiökokous valitsee hallituksen yksinkertaisella enemmistöllä (OYL 6:9 ja 5:26 §), Venäjän lainsäädäntö vaatii kumulatiivisen äänestystavan hallituksen jäseniä valittaessa (VeOYL 66.4 §). Suomessa kumulatiivinen äänestys on hallituksen jäseniä valittaessa mahdollinen yhtiöjärjestyksen määräyksellä (OYL 5:26 §).

Kumulatiivinen äänestystapa kuitenkin menettää merkityksensä ilman lainsäädännön määräyksiä hallituksen jäsenten vähimmäismäärästä tai jos vähimmäismäärä on säädetty liian pieneksi. Myös enemmistöosakkeenomistajille annettu mahdollisuus erottaa yksittäisiä hallituksen jäseniä kesken toimikauden saattaa heikentää kumulatiivisen äänestystavan positiivisia vaikutuksia. VeOYL:ssa on kuitenkin säädetty hallituksen jäsenten vähimmäismääräksi viisi, joka on riittävä määrä takamaan kumulatiivisen äänestystavan tehokkuuden (VeOYL 66.3 §).¹⁸¹ Myöskään yksittäisten hallituksen jäsenten erottaminen kesken toimikauden ei ole mahdollista. Venäjän lainsäädäntö mahdollistaa vain koko hallituksen erottamisen kesken toimikauden ja turvaa täten vähemmistöosakkeenomistajien etuja ajavien hallitusten jäsenten aseman (VeOYL 66.1 §).

Suomen yhtiölainsäädäntö tarjoaa kuitenkin mahdollisuuden vahvistaa vähemmistön suojaa poikkeamalla yhtiökokoukselle annetusta oikeudesta valita hallitus yksinkertaisella enemmistöllä. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että vähemmän kuin puolet hallituksen jäsenistä valitaan muussa järjestyksessä kuin osakkeenomistajien toimesta yhtiökokouksessa tai hallintoneuvoston toimesta (OYL 6:9 §). Täten vähemmistön suojaa voidaan lisätä antamalla heille oikeus nimittää jäseniä hallitukseen.¹⁸²

Vähemmistöosakkeenomistajien suojan parantaminen enemmistöosakkeenomistajien opportunistista käyttäytymistä vastaan enemmistön oikeuksia vähentämällä on paljon harvinaisempaa kuin suojan parantaminen vähemmistön oikeuksia lisäämällä.

choose to vote all 2,000 votes for one candidate, 1,000 each to two candidates, or otherwise divide your votes whichever way you wanted.” (<http://www.sec.gov/answers/cumulativevote.htm>)

¹⁸⁰ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 90.

¹⁸¹ *Kurtbedinov* (2009), s. 105.

¹⁸² HE 27/1977, s. 50. Itse osakkeenomistajien ottamista listattujen yhtiöiden hallitukseen rajoittaa muun muassa listayhtiöiden hallinnointikoodin kohta 17, joka sisältää määräyksiä hallituksen jäsenten puolueettomuudesta.

Tunnetuin keino enemmistön vaikutusvallan vähentämiseen on enemmistöosakkeenomistajien äänivallan käytön rajoittaminen (*vote capping*). Venäjän kuten Suomenkin lainsäädäntö mahdollistaa äänestysrajoitukset (äänileikkurit) mutta niistä on määrättävä molemmissa maissa yhtiön yhtiöjärjestyksessä (VeOYL 11.3 §, OYL 1:7, 3:1-4 ja 5:12 §).

Enemmistöosakkeenomistajien äänivaltaa voidaan rajoittaa ensinnäkin suhteessa heidän omistusosuuteensa. Enemmistöosakkeenomistajan ääniosuus ei saa ylittää tiettyä ennalta asetettua raja-arvoa riippumatta hänen omistusosuudestaan.¹⁸³ Esimerkiksi hänen ääniosuutensa ei saa ylittää yhtiökokouksessa 15 %:a vaikka hän todellisuudessa omistaisikin yhtiöstä 20 %.

Toinen tapa rajoittaa enemmistöosakkeenomistajan vaikutusvaltaa on rajoittaa sitä määrää, jolla osakkeenomistajan ääniosuus saa ylittää hänen omistusosuutensa. Esimerkiksi osakkeenomistaja, joka omistaa 15 % yhtiöstä ei saa äänestää kuin tällä prosenttiosuudella vaikka hänellä todellisuudessa olisi hallussaan 20 % yhtiön koko äänivallasta. Tämän äänioikeuden poikkeamisen omistusosuudesta tekee mahdolliseksi osakkeiden erilajistaminen eli menettely, jossa eri osakesarjojen osakkeille asetetaan toisistaan poikkeavat äänioikeudet. Pienosakkeenomistajat saavat suojaa äänivallan tasa-arvoistumisen myötä. Tällainen äänivallan sitominen omistusosuuteen johtaa yksi osake, yksi ääni -periaatteen soveltamiseen.¹⁸⁴

Sekä Venäjän että Suomen lainsäädännöt sisältävät yksi osake, yksi ääni -periaatteen (VeOYL 59 §, OYL 1:7 §). Venäjän lainsäädäntö sisältää kuitenkin erityisen äänestysoikeuden, jota kutsutaan kultaiseksi osakkeeksi (*golden share*) (VeOYL 1.5 §). Kultainen osake antaa omistajalleen oikeuden estää yhtiökokouksen, hallituksen tai toimeenpanevan elimen hyväksymän päätöksen toimeenpano.¹⁸⁵ Venäjän tapauksessa kultaisten osakkeiden omistajana voi toimia kuitenkin vain valtio. EU-maissa erityisosakkeiden käyttöä rajoittaa pääomien vapaa liikkuvuus.¹⁸⁶

¹⁸³ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 91.

¹⁸⁴ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 91.

¹⁸⁵ *Kurtbedinov* (2009), s. 106.

¹⁸⁶ *Mähönen* (2007).

7.2.2. Päätöksenteko-oikeusstrategia

Siitä seikasta huolimatta, että osakkeenomistajia edustamaan on valittu hallitus, joissain tapauksissa osakkeenomistajien on kuitenkin myös tehtävä yhtiön toimintaan liittyviä päätöksiä. Nämä päätöksenteko-oikeudet antavat osakkeenomistajille oikeuden tehdä johdolle aloitteita sekä ratifioida johdon tekemiä päätöksiä.¹⁸⁷ Lisäksi osallistumalla päätöksentekoprosessiin vähemmistöosakkeenomistajilla on mahdollisuus valvoa ja kontrolloida johdon käyttäytymistä yhtiökokouksen kautta.¹⁸⁸

Jakson tarkoituksena onkin tarkastella, miten vähemmistöosakkeenomistajat voivat toteuttaa oikeuksiaan osallistumalla tähän prosessiin. Oikeudet on jaettu kolmeen ryhmään silmällä pitäen päätöksentekoa yhtiökokouksessa: 1. oikeudet ennen yhtiökokousta, 2. oikeudet yhtiökokouksessa ja 3. oikeudet yhtiökokouksen jälkeen eli oikeudet yhtiökokouksen päätöksen kumoamiseen.

7.2.2.1. Oikeudet ennen yhtiökokousta

Kutsumisoikeus

Yleensä yhtiökokouksen koolle kutsuminen on yhtiön johdon tehtävänä, kuten on asian laita myös Venäjällä. Osakkeenomistajille on kuitenkin turvattava keino(t) saada yhtiökokous järjestetyksi, jos yhtiön johto jostain syystä laiminlyö velvollisuutensa. Tätä oikeutta kutsutaan kutsumisoikeudeksi (*calling right*). Kutsumisoikeuksia on olemassa kolmenlaisia: 1. osakkeenomistajat voivat pakottaa johdon kutsumaan yhtiökokouksen koolle, 2. osakkeenomistajat voivat kutsua itse yhtiökokouksen koolle tai 3. osakkeenomistajat voivat hakea oikeudelta määräystä yhtiökokouksen järjestämisestä.¹⁸⁹

Venäjän osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajat, joiden omistusosuus yhtiöstä on vähintään kymmenen prosenttia, ovat oikeutettuja vaatimaan hallitukselta yhtiökokouksen koolle kutsumista sekä hallituksen kieltäytyessä, hakemaan oikeudelta päätöstä yhtiökokouksen koollekutsumisesta ja päätöksen saatuaan kutsumaan kokouksen koolle omatoimisesti (VeOYL 55.1 ja 8 §). Tämän oikeuden käyttämisen kannalta tärkeä kysymys on: kuka vastaa koollekutsumisesta aiheutuvista

¹⁸⁷ *Armour – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 42.

¹⁸⁸ *Enriques – Hansmann – Kraakman* (2009), s. 93.

¹⁸⁹ *Zetzsche* (2005), s. 10.

kustannuksista? Osakkeenomistaja(t) ei(vät) helposti käytä kutsumisoikeuttaan, jos he pelkäävät joutuvansa maksamaan koollekutsumisesta aiheutuvat kustannukset itse.¹⁹⁰ Venäjällä yhtiökokouksen tehtävänä on päättää siitä, kenen kannettavaksi kulut lopulta jäävät (VeOYL 56.8 §).

Suomen lainsäädäntö sisältää myös kutsumisoikeuden. OYL:n 5:17 §:n mukaan aluehallintoviraston on muun muassa osakkeenomistajan hakemuksesta oikeutettava hänet kutsumaan yhtiökokous koolle yhtiön kustannuksella tapauksissa, joissa hallitus tai hallintoneuvosto laiminlyö velvollisuutensa kutsua yhtiökokous koolle. Kustannusten kattamisen suhteen on kuitenkin epäselvyyttä siitä, mitä ”yhtiön kustannuksella” tarkalleen ottaen tarkoittaa. Vastaako yhtiö kaikista kutsumisesta aiheutuvista kustannuksista esimerkiksi lehti-ilmoituksesta aiheutuvista kustannuksista vai vain osasta kustannuksista.¹⁹¹

Ehdotusoikeus

Kutsumisoikeuksien lisäksi tärkeä osakkeenomistajien oikeus on oikeus tehdä ehdotuksia yhtiökokouksessa käsiteltävistä asioista (*proposal rights*). Tämän oikeuden kannalta tärkeitä kysymyksiä ovat: kenellä on oikeus tehdä aloitteita, milloin aloite on tehtävä, minkä pituinen se saa olla ja milloin johdolla on oikeus olla ottamatta aloitetta käsiteltäväksi sekä kuka vastaa aloitteen tekemisestä aiheutuneista kustannuksista?¹⁹²

Venäjän lainsäädännön mukaan osakkeenomistaja, joka omistaa vähintään kaksi prosenttia yhtiön osakkeista on oikeutettu tekemään ehdotuksia yhtiökokouksessa käsiteltävistä asioista. Sama edellytys koskee oikeutta ehdottaa hallituksen jäseniä (VeOYL 53 §). Suomessa raja on laskettu poikkeuksellisen alas, sillä oikeus saada asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi on lähtökohtaisesti jokaisella osakkeenomistajalla. Asian on kuitenkin oltava sellainen, mikä OYL:n mukaan kuuluu yhtiökokoukselle (OYL 5:5 §). Täten mitä tahansa asiaa ei yhtiökokouksen tarvitse ottaa käsiteltäväksi. Venäjän lainsäädäntö ei aseta omistusosuuden lisäksi minkäänlaista vähimmäisvaatimusta osakkeiden omistusajasta ennen ehdotuksen tekemistä, mikä suokin osakkeenomistajille varsin hyvän mahdollisuuden käyttää väärin ehdotusvaltaansa.¹⁹³

¹⁹⁰ Zetzsche (2005), s. 12.

¹⁹¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho (2007a), s. 267.

¹⁹² Zetzsche (2005), s. 13.

¹⁹³ Zetzsche (2005), s. 15.

Seuraava tärkeä aspekti koskien ehdotusoikeutta on aikaraja ehdotuksen tekemiselle eli kuinka paljon ennen yhtiökokousta ehdotus on viimeistään tehtävä, jotta se otetaan yhtiökokouksen käsiteltäväksi. Mitä lähempänä yhtiökokousta ehdotus voidaan tehdä, sitä vahvempi on osakkeenomistajan ehdotusoikeus, koska aikarajan pidentäminen pidentää myös osakkeenomistajan harkinta-aikaa koskien ehdotuksen tekemistä. Aikarajaan liittyy myös tärkeä kysymys siitä, voidaanko ehdotus tehdä ennen (*initiative proposal*) vai jälkeen (*responsive proposal*) yhtiökokouksutsujen toimittamista osakkeenomistajille.¹⁹⁴

Venäjällä yhtiön osakkeenomistajat voivat päättää ehdotusoikeuksista varsin laajasti yhtiöjärjestykseen otettavilla määräyksillä. Lainsäädännön mukaan osakkeenomistaja voi tehdä ehdotuksen yhtiökokouksessa käsiteltävästä asiasta 30 päivän kuluessa tilikauden päättymisestä (VeOYL 53.1 §). Varsinainen yhtiökokous on puolestaan pidettävä kuuden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä (VeOYL 47.1 §). Täten pisin mahdollinen aika ehdotuksen ja yhtiökokouksen välillä voi olla jopa viisi kuukautta. Lisäksi Venäjän lainsäädännön mukaan osakkeenomistajan on viimeistään 30 päivää ennen ylimääräistä yhtiökokousta annettava ehdotuksensa yhtiön hallituksen jäseneksi (VeOYL 53.2 §). Osakkeenomistajille on kuitenkin lähetettävä kutsu viimeistään 70 päivää ennen yhtiökokousta (VeOYL 52.1 §). Täten osakkeenomistajien on annettava ehdotuksensa varsin pikaisesti.

Suomessa aikarajaa koskeva vaatimus on muiden kuin pörssiyhtiöiden osalta jätetty varsin avoimeksi, sillä OYL:n 5:5 §:n mukaan osakkeenomistajan on toimitettava vaatimuksensa kirjallisesti hallitukselle niin ajoissa, että se voidaan sisällyttää yhtiökokouksutsuun. Riippuukin paljon yhtiöstä, milloin vaatimus on esitetty riittävän ajoissa. Pienissä yhtiöissä yhtiökokouksutsua voidaan helposti täydentää vielä hyvin lähelläkin yhtiökokousta.¹⁹⁵ OYL:n perusteluissa annetaan pääsäännöksi, että vaatimus olisi esitettävä viikkoa ennen yhtiökokouksutsujen aikaisinta toimittamispäivää.¹⁹⁶ Pörssiyhtiön kohdalla vaatimuksen katsotaan tulleen aina ajoissa, jos hallitukselle on ilmoitettu viimeistään neljä viikkoa ennen kokouksutsujen toimittamista. OYL:n aikarajasäännökset koskevat sekä varsinaista että ylimääräistä yhtiökokousta.

¹⁹⁴ Zetzsche (2005), s. 16.

¹⁹⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho (2007a), s. 226.

¹⁹⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho (2007a), s. 226.

Venäjällä vähemmistöosakkeenomistajan ehdotusoikeutta turvaa tilanteissa, joissa yhtiön hallitus ilman laillista syytä kieltäytyy sisällyttämästä hänen ehdotustaan yhtiökokouksessa käsiteltävien asioiden joukkoon, hänen oikeutensa hakea oikeudelta päätöstä ehdotuksen käsittelemiseksi yhtiökokouksessa (VeOYL 53.8 §). Suomessa kieltäytyminen tulee arvioitavaksi OYL 1:7 ja 1:8 pykälien yleisten periaatteiden sekä 22:1.2 §:n vahingonkorvausvastuuta koskevan säännöksen nojalla.¹⁹⁷

Viimeinen tärkeä aspekti liittyen ehdotusoikeuden käyttämiseen koskee ehdotuksen tekemisestä aiheutuvia kustannuksia. Osakkeenomistajien intressissä on luonnollisesti tietää onko olemassa vaara siitä, että he joutuvat vastaamaan ehdotuksen tekemisestä aiheutuvista kustannuksista. Kummankaan tarkasteleman maan lainsäädäntö ei anna kuitenkaan selkeää vastausta siitä, kuka kantaa ehdotuksen tekemisestä aiheutuvat kustannukset. Tämä saattaa huomattavasti heikentää osakkeenomistajien tahtoa tehdä ehdotuksia yhtiökokoukselle.¹⁹⁸

Kommunikaatio- ja informaatio-oikeudet

Seuraava vähemmistöosakkeenomistajien suojan kannalta tärkeä oikeuksien ryhmä on kommunikaatio- ja informaatio-oikeudet. Vähemmistöosakkeenomistajien intressissä on luonnollisesti liittoutuminen muiden vähemmistöosakkeenomistajien kanssa. Täten he saavat lisää vaikutusvaltaa ja pystyvät ajamaan paremmin omia etujaan yhtiössä. Oikeus saada pyynnöstä haltuunsa osakaslista on liittoutumisen kannalta tärkeä oikeus.¹⁹⁹

Venäjän lainsäädäntö antaa osakkeenomistajille mahdollisuuden saada pyynnöstä haltuunsa osakasluettelon sisältämiä tietoja. Osakkeenomistaja, joka on sisällytetty osakeluetteloon ja joka omistaa vähintään yhden prosentin yhtiön osakkeista on oikeutettu saamaan pyynnöstä tiedon yhtiökokoukseen osallistuvista osakkeenomistajista (VeOYL 51.4 §). Venäjän lainsäädäntö ei täten aseta estettä osakkeenomistajien väliselle kommunikaatiolle.

Myös Suomessa osake- ja osakasluettelot ovat julkisia ja ne on pidettävä yhtiön pääkonttorissa jokaisen nähtävänä (OYL 3:17 ja 4:5 §). Lisäksi luetteloiden julkisuus tarkoittaa myös sitä, että jokaisella on oikeus korvattuaan yhtiön kulut saada jäljennös

¹⁹⁷ Mähönen – Villa (2006c), s. 63.

¹⁹⁸ Kurtbedinov (2009), s. 111.

¹⁹⁹ Black – Kraakman – Tarassova (1998), s. 326.

osakeluettelosta ja osakasluettelosta tai niiden osasta, mikä parantaa osakkeenomistajan tiedonsaantioikeutta entisestään.²⁰⁰

Informaatio-oikeuksia täydentää edellä mainitun osakasluetteloa koskevan tiedonsaanti-oikeuden ohella osakkeenomistajan oikeus tarkastaa myös muita yhtiön toimintaa koskevia asiakirjoja. Tämän oikeuden avulla osakkeenomistajat saavat tärkeää tietoa yhtiön todellisesta tilasta. Venäjällä tämä oikeus ei ole täydellinen vaan sitä on lainsäädännöllä rajoitettu. Esimerkiksi osakkeenomistajan tulisi omistaa vähintään 25 % yhtiöstä, jotta hän voisi tarkastaa tilintarkastusraportteja sekä yhtiön toimeenpanevan elimen kokousten pöytäkirjoja (VeOYL 89 ja 91 §). Suomessa vähemmistöosakkeenomistajalla on OYL 7:7 §:n ehtojen mukaisesti oikeus hakea yhtiön kotipaikan aluehallintovirastolta erityisen tarkastuksen toimittamista yhtiön hallinnosta ja kirjanpidosta. On kuitenkin huomioitava, että OYL:ssa ei ole säännöksiä osakkeenomistajan tutustumisoikeudesta. Erityinen tarkastus on poikkeuksellinen toimenpide ja sen toteuttaminen vaatii painavan syyn. VeOYL:n mukainen osakkeenomistajan tarkastusoikeus ei vaadi erityistä syytä.

Vähemmistöosakkeenomistajan oikeuksien toteutumisen kannalta hänen oman tarkastusoikeutensa lisäksi vähemmistöosakkeenomistajien etuja ajavan hallituksen edustajan tarkastusoikeudella on huomattava merkitys. Venäjän lainsäädäntö ei ota kantaa hallituksen jäsenen oikeuteen tarkastaa yhtiön asiakirjoja. Täten ei ole selvää onko yksittäisellä hallituksen jäsenellä oikeutta tarkastaa yhtiön asiakirjoja.²⁰¹

Suomessa yksittäisen hallituksen jäsenen tiedonsaanti oikeus on kirjoitettu lakiin. OYL 6:17 §:n mukaan toimitusjohtajan on annettava sekä hallitukselle että myös sen yksittäiselle jäsenelle tiedot, jotka ovat tarpeen sen tehtävien hoitamiseksi. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että hallituksen jäsenellä on oikeus saada tieto kaikista

²⁰⁰ Tiedonsaannin kannalta ongelmia aiheuttavat kuitenkin hallintarekisteröidyt osakkeet, sillä ulkomainen taho voi omistaa suomalaisen osakeyhtiön osakkeita anonyymisti hallintarekisteröimällä omistuksensa. Tällöin osakasluettelossa ei näy omistajan nimi vaan henkilön, jonka hallussa omistajan osakkeet ovat. Voidaan kuitenkin sopia niin, että yhtiökokouskutsun toimittamista varten täsmäytyspäivänä tulostettavaan osakasluetteloon tulee näkyviin omistajan nimi (ns. oppopallomenettely), jolloin ulkomaalainenkin omistaja voi osallistua kokoukseen ja käyttää siellä äänivaltaansa. Jollei em. järjestelystä ole sovittu, ei kukaan voi käyttää osakkaan ääniä. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* (2007a), s. 172 ja 226. Ks. myös AML 2 luvun liputussäännökset.

²⁰¹ *Kurtbedinov* (2009), s. 114.

yhtiötä koskevista tiedoista.²⁰² Lisäksi listayhtiöiden hallinnointikoodi asettaa yhtiölle velvollisuuden antaa hallitukselle riittävät tiedot yhtiön toiminnasta (suositus 13).

Tarkastusoikeuksista erillään osakkeenomistajien oikeuksiin kuuluvat myös laaja kirjo erilaisia informaatio-oikeuksia, jotka vaikuttavat heidän päätöksentekoonsa niin yhtiökokouksissa kuin niiden ulkopuolellakin. Informaatio-oikeuksilla onkin tärkeä rooli pyrittäessä agentuurikustannusten vähentämiseen, koska kaikille tasapuolisesti avoin informaatio tasoittaa esimerkiksi vähemmistöosakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajien välillä vallitsevaa informaatioepäsymmetriaa ja parantaa täten vähemmistöosakkeenomistajien asemaa suhteessa enemmistöosakkeenomistajiin.²⁰³

Yhtiökokoukseen osallistumista on perinteisesti pidetty osakkeenomistajien käytössä olevana keinona yhtiötä koskevan informaation saamiseen. Yhtiökokoukseen osallistuminen ei kuitenkaan yksin ole riittävä keino informaation saamiseen johtuen muun muassa siitä, että yhtiökokous järjestetään vain kerran vuodessa ja sen sijoittajille tarjoama informaatio on suuremmilta osin vanhaa. Lisäksi yhtiökokoukseen voivat osallistua yleensä vain osakkeenomistajat. Yhtiökokouksen rinnalle olikin kehitettävä muita keinoja yhtiötä koskevan informaation julkaisemiseen. Nämä keinot voidaan jakaa niiden julkaisemisajankohdan mukaisesti ensisijaiseen (*ex-ante*) ja toissijaiseen (*ex-post*) markkinoita koskevaan informaatioon.²⁰⁴

Ensisijainen markkinoita koskeva informaatio liittyy uusien osakkeiden liikkeellelaskuun. Informaation tarkoituksena on antaa sijoittajille heidän tarvitsemansa tiedot yhtiöstä ja sen taloudellisesta tilasta. Tärkein ensisijaisia markkinoita koskeva informaation lähde on tarjousesite (*securities prospectus*), joka on julkaistava uusien osakkeiden liikkeellelaskun yhteydessä.²⁰⁵ Sekä Venäjän että Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö vaatii tarjousesitteen julkaisemista uusien osakkeiden liikkeellelaskun yhteydessä (VeAML 19 §, AML 2:3 §). Venäjän lainsäädäntö antaa osakkeenomistajalle myös oikeuden saattaa virheellisiä tietoja sisältävän tarjousesitteen allekirjoittaneet henkilöt vastuuseen virheellisten tietojen antamisesta, jos heidän syyllisyytensä pystytään osoittamaan (VeAML 22.1 §).

²⁰² Mähönen – Villa (2006c), s. 168.

²⁰³ Kurtbedinov (2009), s. 116.

²⁰⁴ Baums (2002), s. 10.

²⁰⁵ Kurtbedinov (2009), s. 116.

Suomessa esitteeseen liittyvän siviilioikeudellisen vastuun sääntely on hajanaista eikä voimassa olevan oikeuden sisältö kaikilta osin ole riidatonta.²⁰⁶ OYL 22:1 §:n nojalla yhtiön johtoon kuuluvalla voi syntyä vastuu osakasta tai sivullista kohtaan vain rikkomalla yhtiöjärjestystä tai osakeyhtiölakia. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei arvopaperimarkkinalakia voida rinnastaa osakeyhtiölakiin. Siten AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta ei seuraisi OYL 22:1 §:n mukainen vastuu, jolloin sijoittaja ei voisi vaatia vahingonkorvausta johdolta yhtiöoikeudellisella perusteella.²⁰⁷

Yhtiön johtoon kuuluvan henkilön henkilökohtainen korvausvastuu voi kuitenkin syntyä arvopaperimarkkinalain 9:2 §:n nojalla. Lisäksi oikeuskäytännössä (KKO 1998:115 ja 1999:27) on kuitenkin katsottu, että vastuu syntyy kolmatta kohtaan OYL 22:1 §:n mukaisten edellytysten lisäksi ainakin silloin, kun vahinko on aiheutettu rikollisella teolla. Tällöin vastuu perustuu vahingonkorvauslain (412/1974) 5:1 §:ään.²⁰⁸

Osakkeiden oston jälkeen osakkeenomistaja tarvitsee edelleen yhtiön toimintaa koskevaa taloudellista informaatiota, johon perustaen hän voi tehdä päätöksen pitääkö ostamansa osakkeet, ostaako niitä lisää vai myykö ne. Lisäksi potentiaaliset osakkeenomistajat tarvitsevat informaatiota ostopäätöksensä tueksi. Tällaisesta informaatiosta *Baums* käyttää termiä toissijainen markkinoita koskeva informaatio. Kyseessä oleva informaatio voidaan luokitella vuotuiseen, osavuotiseen sekä jatkuvaan (*ad-hoc*) raportointiin.²⁰⁹

Toimintakertomuksen julkaiseminen on taloudellisen raportoinnin kulmakivi, minkä julkaisemista edellyttää myös Venäjän lainsäädäntö. Toimintakertomus pitää sisällään sekä vuosikertomuksen että tilinpäätöksen (VeOYL 92 §). Konsernitilinpäätöksen julkaiseminen on pakollista kuitenkin vain taloudellisille teollisuusryhmille (financial industrial groups) (määräys taloudellisten teollisuusryhmien konsernitilinpäätöksestä). Listautumissäännöillä voidaan kuitenkin paikata tämä lainsäädännössä esiintyvä aukko, sillä kategoriaan A kuuluvien yhtiöiden on laadittava (konserni)tilinpäätöksensä käyttäen joko IFRS tai US GAAP -standardeja (RTS listautumissäännöt 5.1.10 ja

²⁰⁶ Esitevastuun sääntelyä onkin ehdotettu täsmennettäväksi ja on mahdollista, että arvopaperimarkkinalain säännöksiä tältä osin lähivuosina tarkistetaan. Esitevastuun sääntely on osa arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistusta valmistettavaa työryhmää, joka asetettiin helmikuussa 2009. Työryhmän määräaika on 2010 lopussa.

²⁰⁷ *Harju* (2009), WSOYpro.

²⁰⁸ *Harju* (2009), WSOYpro.

²⁰⁹ *Baums* (2002), s. 7.

5.2.10). Lisäksi Financial Supervision Authorityn (Finanssivalvonta) antama määräys koskien osakkeiden liikkeellelaskijan informaation julkaisemista velvoittaa yhtiöt, jotka tarjoavat osakkeitaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi, julkaisemaan vuotuiset raporttinsa joko IFRS:n tai US GAAP:n mukaisesti.

Suomessa osakeyhtiöiden on ilmoitettava tilinpäätös ja toimintakertomus rekisteröitäväksi kahden kuukauden kuluessa tilinpäätöksen vahvistamisesta (OYL 8:10 § ja KPL 3:9.1 §, pörssiyhtiöiden osalta lisäksi AML 2 luku). Tämän jälkeen kuka tahansa voi pyytää niiden sisältämiä tietoja rekisteriviranomaisena toimivalta patentti- ja rekisterihallitukselta.²¹⁰

Osavuotisraportoinnin tehtävänä on markkinoiden likviditeetin nostamiseksi sekä sijoittajien luottamuksen parantamiseksi tuottaa sijoittajille säännöllistä markkinainformaatiota. Venäjällä Finanssivalvonnan rekisteröimät yhtiöt ovat velvollisia julkistamaan neljännesvuosiraportin (VeAML 30 §).²¹¹ Lisäksi RTS:n listautumissäännöt edellyttävät A ja B kategorian yhtiöiltä neljännesvuosittaista raportointia (RTS listautumissäännöt 5.1.9 ja 5.3.8). Suomessa julkisten yhtiöiden velvollisuudesta julkistaa osavuotiskatsauksensa on säädetty AML 2:5 §:ssä. Säännös asettaa julkiselle yhtiölle velvollisuuden laatia osavuosikatsaus kultakin yli kuuden kuukauden pituiselta tilikaudeltaan. Osavuosikatsaus on laadittava normaalisti tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin päättää, ettei se julkaise osavuosikatsausta tilikauden kolmelta eikä yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta, jos se yhtiön koko, toimiala tai muu vastaava seikka huomioon ottaen on perusteltua. Liikkeeseenlaskijan on tällöin kuitenkin julkistettava tilikauden ensimmäisen ja toisen kuuden kuukauden aikana johdon osavuotinen selvitys. Johdon osavuotisessa selvityksessä on annettava yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan toiminnasta, taloudellisesta asemasta ja tuloksesta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella julkistamisajankohtaan asti.

Yrityselämässä esiintyy kuitenkin myös tapahtumia, joilla on huomattava merkitys sijoittajien sijoituspäätöksiin ja joista raportointi ei voi täten odottaa vuosittaisen tai osavuotisen raportoinnin julkistamiseen asti vaan niistä on tiedotettava välittömästi. Tällaisia tapahtumia ovat muun muassa muutokset kontrollivallassa, huomattavan

²¹⁰ Mähönen – Villa (2006c), s. 256.

²¹¹ Ks. myös Finanssivalvonnan määräys koskien osakkeiden liikkeellelaskijan informaation julkaisemista, jakso 5.

suuret osakkeiden myynnit ja ostot sekä johtajien eroamiset jne. *Ad-hoc* -raportoinnin tavoitteena onkin täydentää säännöllistä raportointia sekä estää sisäpiirikauppojen tekemistä.²¹²

Venäjän *ad-hoc* -raportointia koskeva sääntely on varsin kattavaa. Sekä maan arvopaperimarkkinalaki (VeAML 30 §) että Finanssivalvonnan määräys informaation julkaisemisesta (jakso 6) sisältävät molemmat kattavan listan tärkeistä tapahtumista, joista yritysten on raportoitava. Lisäksi RTS:n kategoriaan A listatut yhtiöt ovat velvollisia raportoimaan huomattavista tapahtumista (RTS listautumissäännöt 5.1.9). Huomattavista tapahtumista tehtävästä raportoinnista erillään Finanssivalvonta edellyttää raportointia myös tietyistä tapahtumista, joilla voi olla vaikutusta osakkeen hintaan (määräys informaation julkaisemisesta, jakso 8.6). Myös Suomessa julkisten yhtiöiden on AML 2:7 §:n mukaan julkaistava sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Raportoinnista ja sen sisältämien tietojen oikeellisuudesta vastuussa olevien johtajien saattaminen vastuuseen virheellisten tietojen antamisesta on myös mahdollista (VeOYL 88:2 §, Venäjän kirjanpitolaki 18 §, VeAML 30 §).²¹³ Suomessa yhtiön johdon korvausvelvollisuudesta on säädetty sekä OYL:ssa (22:1 ja 22:3 §) sekä AML:ssa (9:2 §).²¹⁴

7.2.2.2. Oikeudet yhtiökokouksessa

Tärkeää roolia pienosakkeenomistajien intressien suojaamisessa näyttelevät myös heidän käytössään olevat menettelylliset oikeudet yhtiökokouksessa, tarkemmin eriteltynä vaivattomat äänestystavat sekä korkeat päätösvaltaisuuden vaatimukset. Ensin mainitulla tarkoitetaan sitä, ettei äänestäminen saisi aiheuttaa osakkeenomistajille korkeita kustannuksia eikä liiallista vaivaa. Täten esimerkiksi postin kautta tapahtuvan äänestämisen salliminen sekä edustajan käyttämisen mahdollistaminen äänestyksessä ovat välttämättömiä oikeuksia. Lisäksi yhtiökokousmateriaalin toimittaminen osakkeenomistajille tai siihen tutustumisen mahdollistaminen muulla tavoin ennen kokousta tekevät kokoukseen osallistumisesta vaivattomampaa. Korkeat

²¹² *Baums* (2002), s. 10.

²¹³ Tarvittava listattuja yhtiöitä koskeva informaatio on nykyisin helposti saatavilla Russian Trading Systemsin Internet-sivulta www.rts.ru.

²¹⁴ Tarkemmin suomalaisen osakeyhtiön johdon vastuista ks. *Mähönen – Villa* (2006c), s. 294–309.

päätösvaltaisuuden vaatimukset puolestaan tekevät yhtiön johdolle tai enemmistöosakkeenomistajille vaikeaksi järjestää yhtiökokousta sekä hyväksyä päätöksiä ilman vähemmistöosakkeenomistajien osallistumista. Mitä korkeampi osallistumisprosentti päätösvaltaisuudelle asetetaan, sitä pienempi on todennäköisyys, että useiden osakkeenomistajien vastustama päätös hyväksytään.²¹⁵

Muun muassa OECD painottaa niin henkilökohtaisen osallistumisen kautta tapahtuvan äänestämisen kuin poissaolevanakin äänestämisen mahdollistamisen tärkeyttä. Eryityisesti vähemmistöosakkeenomistajan näkökulmasta mahdollisuus osallistua äänestyksiin poissaolevanakin on huomattavan tärkeää.²¹⁶ Vähemmistöosakkeenomistajalla ei useinkaan ole suurta mielenkiintoa osallistua yhtiökokoukseen, sillä osallistumisesta aiheutuvat kustannukset koetaan usein osallistumisesta mahdollisesti koituvia hyötyjä suuremmiksi. Poissaolevana äänestäminen voi tapahtua postin tai edustajan avulla.²¹⁷

Näistä äänestysmahdollisuuksista huolimatta kaikki vähemmistöosakkeenomistajat eivät siltikään ole kiinnostuneita äänestämään. Tästä johtuen monissa maissa lainsäätäjät on luonut osakkeenomistajille mahdollisuuden luovuttaa äänensä kolmannen tahon haltuun, jotta heidän ei itse tarvitse osallistua yhtiökokoukseen millään muotoa. Käytännössä kolmantena osapuolena voi toimia esimerkiksi pankki, osakkeenomistajien yhdistys tai yhtiön johto.²¹⁸

Venäjällä kuten Suomessa osakkeenomistajat voivat osallistua yhtiökokouksen äänestyksiin niin henkilökohtaisesti kuin edustajankin välityksellä (VeOYL 57 §, OYL 5:6 ja 5:8 §). Osakkeenomistajilla on Venäjällä myös mahdollisuus äänestää postin välityksellä, jopa siinä tapauksessa, että yhtiön johto lähettää heille valtakirjan, jossa johto pyytää osakkeenomistajaa äänestämään tietyssä asiassa tai valtuuttamaan johdon äänestämään hänen puolestaan. Postin kautta äänestäminen voi olla joko ainoa äänestyskeino tai rinnakkainen keino yhtiökokoukseen osallistumisen kanssa (VeOYL 60 §). Suomessa yhtiöjärjestyksessä voidaan säätää, että yhtiökokoukseen saa osallistua postin, tietoliikenneyhteyden tai muun teknisen apuvälineen avulla.²¹⁹ Myös hallitus voi

²¹⁵ Kurtbedinov (2009), s. 125.

²¹⁶ OECD Principle of Corporate Governance, II.C.4.

²¹⁷ Kurtbedinov (2009), s. 126.

²¹⁸ Kurtbedinov (2009), s. 126.

²¹⁹ Suomessa ei ole laissa säännöksiä postiäänestyksestä tai valtakirjojen keräämisestä. Säännöksiä ei tarvita, koska valtakirjojen käytön edistäminen kuuluu yhtiön toiminnan tarkoituksen ja hallituksen OYL 1:8 §:n mukaisen toimivallan piiriin kuten muutkin toimenpiteet, joilla edistetään osakkeenomistajien

päittää asiasta, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Edellytyksenä on, että osallistumisoikeus ja ääntenlaskennan oikeellisuus voidaan selvittää tavallisessa yhtiökokouksessa noudatettaviin menettelyihin verrattavalla tavalla. Tällöin kokouksutsussa on mainittava tässä momentissa tarkoitettu osallistumismahdollisuudesta, sen käyttämisen edellytyksistä, siihen liittyvistä osakkeenomistajan puhevallan käyttämisen mahdollisista rajoituksista sekä siinä noudatettavasta menettelystä (OYL 5:16 §).

Lisäksi yhtiökokoukseen osallistumista helpottaa sekä Venäjällä että Suomessa osakkeenomistajalle annettu oikeus tutustua yhtiökokousmateriaaliin etukäteen. Molemmissa maissa yhtiön on pidettävä kokousasiakirjat osakkeenomistajan saatavilla ennen yhtiökokousta (VeOYL 52.2-3 §, OYL 5:21.1 §).²²⁰ Venäjällä yhtiön ei kuitenkaan lainsäädännön mukaan, toisin kuin Suomessa (OYL 5:21.1 §), tarvitse lähettää asiakirjoja osakkeenomistajalle, jos hän tätä pyytää. Yhtiön on ainoastaan lain sanamuodon mukaisesti annettava kopiot asiakirjoista niitä pyytävälle osakkeenomistajalle (VeOYL 52.3 §).

Äänestämisen vaivattomuuden lisäksi tärkeä vähemmistöosakkeenomistajien suojan väline yhtiökokouksessa on korkeat päätösvaltaisuuksien vaatimukset. Osallistumisprosentin ollessa riittävän korkea vähenee johdon ja enemmistöosakkeenomistajien mahdollisuus päättää asioista ilman vähemmistöosakkeenomistajien läsnäoloa.²²¹

Venäjän lain mukaan yhtiökokous on päätösvaltainen, kun läsnä ovat osakkeenomistajat, joiden äänimäärä vastaa yksinkertaista enemmistöä kaikista liikkeelle lasketuista osakkeista. Jos joudutaan järjestämään uusi yhtiökokous ensimmäisen yhtiökokouksen päätösvallan puuttumisen johdosta, päätösvallan tuottava prosenttiluku laskee 30:een. Yhtiöissä, joissa on yli 500.000 osakkeenomistajaa, päätösvallan tuottavaa prosenttilukua voidaan laskea tätäkin alemmas yhtiöjärjestykseen otettavalla määräyksellä (VeOYL 58 §).

osallistumista päätöksentekoon. Lain perusteluissa kuitenkin korostetaan postiaänestyksen puolueettomuutta sekä objektiivisuutta. Huomioon on otettava OYL 1:8 §:n huolellisuusveloitteen lisäksi 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaate. (HE 109/2005, s. 69).

²²⁰ Pörssi-yhtiötä koskevan OYL 5:22 §:n mukaan, mitä 21 §:ssä säädetään tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja tilintarkastuskertomuksen nähtävänä pitämisestä ennen yhtiökokousta ja lähettämisestä, ei sovelleta, jos yhtiö on pitänyt ne nähtävänä 1 momentissa tarkoitettulla tavalla yhtiön Internet-sivuilla ja julkistanut niiden tiedot AML:ssa tarkoitettulla tavalla viimeistään kolme viikkoa ennen yhtiökokousta.

²²¹ Kurtbedinov (2009), s. 127.

Suomessa ei vastaavia säännöksiä yhtiökokouksen päätösvaltaisuudesta ole vaan yhdenkin osakkeenomistajan läsnäolo tekee kokouksesta päätösvaltaisen, jos se on laillisesti koolle kutsuttu ja päätös on syntynyt asianmukaisessa järjestyksessä eikä päätös ole muutoin OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastainen.²²² Vähemmistöosakkeenomistajat saavat kuitenkin suojaa vähemmistöä suojaavien päätöksentekovaatimusten kautta (OYL 5:28 ja 5:29 §).

7.2.2.3. Keinot yhtiökokouksen päätöksen kumoamiseen

Yhtiökokouksessa päätetään monesti yrityksen toiminnan kannalta tärkeistä asioista. Lisäksi päätöksillä on usein pitkäaikaisia vaikutuksia. Täten onkin erittäin tärkeää vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suojan kannalta antaa heille oikeudet moittia yhtiökokouksen päätöstä, joka rikkoo lakia, yhtiöjärjestyksen määräyksiä tai yksittäisen osakkeenomistajan etua.²²³ Moiteoikeuden käyttämisen kannalta osakkeenomistajalle on tärkeää saada tieto yhtiökokouksessa tehdyistä päätöksistä. Erityisen tärkeä tämä oikeus on niille osakkeenomistajille, jotka eivät kokoukseen syystä tai toisesta osallistuneet.

Venäjällä yhtiön on tiedotettava yhtiökokoukseen osallistumisoikeutettuja osakkeenomistajia kokouksessa tehdyistä päätöksistä sekä pidettyjen äänestysten tuloksista kolmentoista päivän sisällä yhtiökokouksen päättymisestä.²²⁴ Tiedottamisvälineenä toimii lähtökohtaisesti posti, ellei yhtiöjärjestyksessä säädetä esimerkiksi yhtiökokousinformaation julkistamisesta tietyssä yhtiöjärjestyksessä yksilöidyssä sanomalehdessä (VeOYL 62.4 §). Suomessa puolestaan yhtiökokouksen pöytäkirja on viimeistään kahden viikon kuluttua kokouksesta pidettävä yhtiön pääkonttorissa tai Internet-verkkosivuilla osakkeenomistajien nähtävänä ja siitä on toimitettava jäljennös sitä pyytävälle osakkeenomistajalle. Osakkeenomistajalla on oikeus saada jäljennös pöytäkirjan liitteistä korvattuaan yhtiön kulut (OYL 5:23 §).

Venäjällä osakkeenomistaja voi moittia yhtiökokouksen, osakeyhtiölain, muun lainsäädännön tai yhtiöjärjestyksen vastaista päätöstä nostamalla kanteen. Oikeus kanteen nostamiseen on osakkeenomistajalla, joka ei äänestänyt asiaa koskevassa äänestyksessä tai äänesti sen vastaisesti ja jonka oikeutta päätös loukkaa (VeOYL 49.7

²²² Mähönen – Villa (2006c), s. 53–54.

²²³ Kurtbedinov (2009), s. 128.

²²⁴ Yhtiön on kolmen päivän sisällä yhtiökokouksesta laadittava pöytäkirja yhtiökokouksessa pidettyjen äänestysten tuloksista. Tämän jälkeen yhtiöllä on kymmenen päivän sisällä informoitava osakkeenomistajia yhtiökokouksessa tehdyistä päätöksistä sekä siellä pidettyjen äänestysten tuloksista.

§). Suomessa osakkeenomistajan moiteoikeus tarjoaa vähemmistöosakkeenomistajille paremman suojan kuin Venäjällä, sillä yhtiökokouksen päätöstä voi moittia kuka tahansa osakkeenomistaja. (OYL 21:1 ja 21:2 §) Moitekanne ei kuitenkaan menesty, jos osakkeenomistajan osoitetaan hyväksyneen yhtiökokouksen päätöksen.²²⁵

7.3. Merkittävät muutokset yhtiön eturyhmien välisissä suhteissa

Epäsymmetrisestä informaatiosta sekä sopimusten epätäydellisyydestä johtuen yhtiön eturyhmien välisissä suhteissa tapahtuvat merkittävät muutokset²²⁶ tarjoavat hyvän mahdollisuuden väärinkäytöksille. Tästä johtuen yhtiölainsäädäntö sääntelee kaikkialla ko. muutoksia. Yhtiön johdolle on delegoitu päätäntävalta monissa asioissa mutta yhtiön rakennetta tai valtasuhteita koskevissa merkittävässä kysymyksissä johdon päätäntävaltaa on supistettu, yleensä siirtämällä sitä osakkeenomistajille tai säätämällä siitä muilla tavoin. Johdon päätäntävaltaa rajoittaville toimenpiteille ja päätöksille onkin yleisesti tyypillistä, että ne koskevat laajasti eturyhmien osuuksia yhtiössä ja aiheuttavat mahdollisen yhtiön johdon eturistiriitatilanteen siinäkin tapauksessa, että konflikti ei nouse johdon oman aseman väärinkäyttämisen tasolle. On kuitenkin huomioitava, että muun muassa yhtiöiden omistusrakenteissa vallitsevista eroista (keskittynyt/hajautunut) johtuva keskeisimmän agenttiongelman vaihtelu aiheuttaa myös eroavaisuuksia siinä, miten nämä huomattavat muutokset määritellään sekä säännellään.²²⁷

Merkittäviä yhtiöiden uudelleenjärjestelyjä, kuten yhtiöjärjestyksen muuttamista, yhtiön jakautumista tai sulautumista, voidaan käyttää myös välineenä savustaa vähemmistöosakkeenomistaja ulos yhtiöstä. Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suojan kannalta onkin erittäin tärkeää taata heille riittävät suojakeinot enemmistöosakkeenomistajien opportunistista käyttäytymistä vastaan yhtiön eturyhmien välisten suhteiden huomattavissa muutostilanteissa.²²⁸

7.3.1. Yhtiöjärjestyksen muuttaminen

Vaikka monet yhtiön eturyhmien väliset suhteet perustuvatkin sopimukseen, tarjoaa yhtiöjärjestys erityislaatuisena sopimuksellisena välineenä lisäksi joustavuutta, konstitutionaalista sidonnaisuutta sekä avoimuutta yhtiön toimintaan. Kuten muutkin

²²⁵ Mähönen – Villa (2006c), s. 190.

²²⁶ Ks. tarkemmin merkittävistä muutoksista: Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 184–185.

²²⁷ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 183.

²²⁸ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 185.

konstitutionaaliset sopimukset yhtiöjärjestys palvelee kolmea tarkoitusta: se määrittää yhtiön rakenteen, auktorisoi määräysten pysyvyyden sekä lisää toiminnan julkisuutta. Toisin kuin muut sopimukset yhtiöjärjestyksen muuttaminen ei vaadi yksimielisyyttä vaan määräenemmistön tuki on riittävä, se on rekisteröitävä sekä se on yleisesti kaikkien halukkaiden saatavilla.²²⁹

Keskittyneen omistusrakenteen maissa, kuten Venäjä, määräenemmistö päätöksentekotavan käyttäminen yhtiöjärjestystä muutettaessa suojelee parhaiten vähemmistöosakkeenomistajia, koska sen avulla vähemmistöosakkeenomistajat voivat saada veto-oikeuden. Veto-oikeuden ansiosta vähemmistöosakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksen määräysten kautta tehdä enemmistöosakkeenomistajien kanssa luotettavan sitoumuksen siitä, että heidän omistusosuuksiaan ei vähennetä (*dilute*) veto-oikeuden käyttämiseen oikeuttavan omistusosuuden alle.²³⁰

Yhtiöjärjestyksen määräyksiä muutettaessa Venäjän lainsäädäntö vaatii myös yhtiökokoukseen osallistuneiden osakkeiden kolmen neljäsosan määräenemmistön kannatuksen (VeOYL 49.4 §). Täten vähemmistöosakkeenomistajat voivat estää yhtiöjärjestyksen muuttamisen keräämällä 25 % sekä lisäksi yhden äänen yhtiökokoukseen osallistuvista osakkeista. Suomessa yhtiöjärjestyksen muuttamiseksi riittää Venäjää matalampi määräenemmistö. Yhtiöjärjestyksen muuttaminen edellyttää lähtökohtaisesti kahden kolmasosan määräenemmistöä yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja edustetuista osakkeista (OYL 5:27.2 §).

Venäjä ei kuitenkaan ole vahvistanut vähemmistöosakkeenomistajan asemaa, toisin kuin Suomi, ottamalla lakiin vaatimuksen koskien tietyn osakkeenomistajan suostumusta tapauksissa, joissa yhtiöjärjestyksen muutos loukkaa vain hänen oikeuksiaan (OYL 5:29 §).²³¹ Venäjän lainsäädännöstä on kuitenkin löydettävissä OYL 5:27.3 §:n kaltainen säännös koskien osakelajikohtaista määräenemmistö päätöksentekoa yhtiön sulautumisesta, jakautumisesta ja selvitystilaan asettamisesta päätettäessä. VeOYL:n 32.4 § nimittäin edellyttää osakelajikohtaista määräenemmistö päätöksentekoa

²²⁹ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 186.

²³⁰ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 187.

²³¹ Ks Mähönen – Villa (2006c), s. 127. Heidän mukaansa monissa OYL 5:29:n sisältämissä tapauksissa vähemmistöosakkeenomistajat voivat kuitenkin saada suojaa OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla. Samalla tavoin mielestäni Venäjän vähemmistöosakkeenomistajat voivat saada monissa kohdin, kuten esim. yhtiöjärjestystä muutettaessa, suojaa VeOYL:n sisältämästä yhdenvertaisuusperiaatteesta.

tilanteissa, joissa etuoikeutettujen osakkeenomistajien oikeuksia vähennetään yhtiön uudelleenorganisoinnin tai purkamisen yhteydessä.

Määräenemmistövaatimuksen lisäksi vähemmistöosakkeenomistajia suojaa viimekädessä oikeus myydä omistamansa yhtiön osakkeet takaisin yhtiölle kohtuullisella hinnalla, jos he eivät ole tyytyväisiä yhtiökokouksen päätökseen (*exit-right, appraisal right*). Venäjällä tämä oikeus pätee kaikissa yhtiön toiminnan uudelleenorganisointimuodoissa, mukaan lukien yhtiöjärjestyksen muuttaminen. Maan yhtiölainsäädännön mukaan osakkeenomistajat, jotka äänestivät yhtiökokouksen päätöstä vastaan tai eivät osallistuneet äänestykseen, ovat oikeutettuja myymään osakkeensa takaisin yhtiölle (VeOYL 75.1 §). Yhtiö ei kuitenkaan saa käyttää omien osakkeiden takaisinostoon yli kymmentä prosenttia sen netto-omaisuudesta (VeOYL 76.5 §). Suomen lainsäädäntö ei (vähemmistö)osakkeenomistajille tällaista oikeutta suo.

7.3.2. Oman pääoman muutostilanteet

Seuraava ryhmä toimenpiteitä, jotka voivat aiheuttaa merkittäviä muutoksia yhtiön sidosryhmien välisiin suhteisiin ovat toimenpiteet, joiden seurauksena pääomaa virtaa sisään yhtiöön tai päinvastaisesti ulos yhtiöstä. Nämä toimenpiteet voidaan jakaa kahteen ryhmään. 1. yhtiön rekisteröityä omaa pääomaa lisäävät ja vähentävät toimet sekä 2. jakokelpoisten varojen jako omien osakkeiden lunastamisen ja osingon jaon kautta.²³²

7.3.2.1. Keinot rekisteröidyn oman pääoman lisäämiseen ja vähentämiseen

Rekisteröityä pääomaa voidaan Venäjällä lisätä joko osakkeiden nimellisarvoa korottamalla tai laskemalla liikkeeseen uusia osakkeita. Näistä oman pääoman lisääminen²³³ osakeannin kautta aiheuttaa usein konflikteja yrityksen eturyhmien välisissä suhteissa. Mitä suurempi on osakeannissa liikkeelle laskettujen osakkeiden

²³² Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 192–193.

²³³ Oman pääoman lisääminen voidaan Venäjällä toteuttaa joko laskemalla uusia osakkeita liikkeelle tai nostamalla vanhojen osakkeiden nimellisarvoa (VeOYL 28.1 §). Uusia osakkeita voidaan laskea liikkeelle osakepääoman puitteissa (VeOYL 28.3 §).

suhteellinen määrä verrattuna yhtiön jo aikaisemmin liikkeelle laskemien osakkeiden määrään, sitä pienemmiksi käyvät vanhojen osakkeenomistajien oikeudet.²³⁴

Vaikka uusien osakkeiden liikkeellelasku osakeannin kautta aiheuttaa vaaraan kaikkien osakkeenomistajien osakeomistukseen kytkettyjen oikeuksien vähenemisestä, suurin uhka kohdistuu kuitenkin vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksiin. Tähän on syynä se, ettei heillä käytännössä ole päätöksenteko-oikeuksien kautta mahdollisuutta (teoriassa kyllä) vaikuttaa osakeantia koskevaan yhtiökokouksen päätökseen.²³⁵ Täten he joutuvat turvautumaan muihin strategioihin kuten osakeantia koskeviin normeihin, sääntöihin ja standardeihin.²³⁶

Venäjän vähemmistöosakkeenomistajan suojaa yhtiön oman pääoman muutostilanteissa koskeva lainsäädäntö muistuttaa Suomen vastaava OYL:n osakeantia sekä merkintäetuoikeutta koskevaa sääntelyä. Molemmissa maissa vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suojakeinona osakeannin yhteydessä toimii merkintäetuoikeus (*pre-emptive right*). Merkintäetuoikeus tarjoaa vanhoille osakkeenomistajille mahdollisuuden merkitä yhtiön liikkeelle laskemia osakkeita ennen osakkeiden tarjoamista merkittäväksi ulkopuolisille. Täten merkintäetuoikeus antaa myös vähemmistöosakkeenomistajille mahdollisuuden säilyttää suhteellinen omistusosuutensa yhtiöstä niin halutessaan.²³⁷

Merkintäetuoikeudelle on Venäjän lainsäädännössä annettu vahva suoja, sillä siitä ei voida poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksellä eikä myöskään yhtiökokous voi päättää sen käyttämättä jättämisestä (VeOYL 40.1 §). Suomessa etuoikeudesta poikkeaminen on mahdollista suunnatun osakeannin avulla, mikä vaatii kuitenkin yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn sekä määräenemmistön kannatuksen (OYL 9:4 §).

Viimeiseksi vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia voidaan loukata omaa pääomaa alentamalla. Tämä tapahtuu vaihtamalla vanhat osakkeet uusiin osakkeisiin, joiden nimellisarvo on alempi. Tästä voi aiheutua vähemmistöosakkeenomistajille osakkeeseen

²³⁴ Merkt – Göthel (2006), s. 279. Kyseessä siis jo edellä jaksossa 7.3.1. käsitelty laimentumis- eli diluutiovaikutus.

²³⁵ Tämä pätee myös sekä Venäjällä että Suomessa, sillä merkintäetuoikeutta noudattavan osakeannin hyväksymiseen riittää molemmissa maissa yksinkertainen enemmistön tuki (VeOYL 28.2, 48.1 ja 49.2 §, OYL 9:2.1 §). Vähemmistöosakkeenomistajien on siis kerättävä yli puolet kokoukseen osallistuvista äänistä estääkseen päätöksen hyväksymisen. Lisäksi Venäjällä hallitus voidaan yhtiöjärjestykseen otettavalla määräyksellä auktorisoida päättämään osakeannista (VeOYL 28.2 §). Suomessa valtuutus tapahtuu yhtiökokouksen päätöksellä (OYL 9:2.2 §).

²³⁶ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 195.

²³⁷ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 195.

kytkettyjen oikeuksien vähenemistä, jos heidän omistamiensa osakkeiden nimellisarvoa lasketaan epäsuhteessa enemmistöosakkeenomistajien omistamiin osakkeisiin nähden. Jotta tällainen tilanne voitaisiin välttää, tulisi laissa olla varmuuden vuoksi määräys, että nimellisarvon laskeminen tulisi koskea kaikkia osakkeita tasapuolisesti.²³⁸

Venäjällä osakkeiden nimellisarvon alentamisesta päättää yhtiökokous määräenemmistöpäätöksellä ja alentamisen on tapahduttava tasapuolisesti. Nimellisarvon alentamisen yhteydessä yhtiö voi myös jakaa voitonjakokelpoisia varojaan osakkeenomistajille. Nimellisarvon alentamista tulee kannattaa 75 % yhtiökokouksessa läsnä olevista äänistä. Täten vähemmistöosakkeenomistajat voivat estää päätöksen tekemisen keräämällä 25 % äänistä ja lisäksi yhden äänen (VeOYL 29 §). Suomessa, mikäli yhtiön osakkeilla on nimellisarvo, sitä muutetaan muuttamalla nimellisarvoa koskevaa yhtiöjärjestyksen määräystä, mikä tapahtuu kahden kolmasosan määräenemmistöllä (OYL 5:27.2 §).

7.3.2.2. Osingonjako ja omien osakkeiden lunastus

Pääoman virtaaminen ulos yhtiöstä voi aiheuttaa huomattavia intressiristiriitoja vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien välillä. Pääsääntöisesti pääomaa virtaa yhtiöstä pois päin joko osingonjaon tai omien osakkeiden lunastamisen kautta. Vähemmistöosakkeenomistajille vaaraa aiheutuu ensinnäkin siitä mahdollisuudesta, että enemmistöosakkeenomistajat nostaisivat liikaa osinkoja vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.²³⁹ Toisaalta enemmistöosakkeenomistajien intressissä voi, vähemmistön intressistä poiketen olla, että osinkoa ei jaeta.²⁴⁰

Vähemmistöosakkeenomistajat voivat suojautua väärinkäytöksiltä yleensä kahden keinon avulla. Ensinnäkin vähemmistöosakkeenomistajat voivat saada suojaa säännöksestä, joka velvoittaa julkaisemaan osingonjakopäätöksen. Toiseksi vähemmistöosakkeenomistajia suojaa tasapuolisen kohtelun periaate, joka velvoittaa yhtiöitä maksamaan kaikille samanlaisille osakkeille samansuuruista osinkoa.²⁴¹

²³⁸ *Teljukina* (2005), s. 180.

²³⁹ *Kurtbedinov* (2009), s. 143.

²⁴⁰ *Villa* (2008), s. 6. *Villa* käyttää esimerkkinä tilannetta, jossa määräävä osakkeenomistaja kontrolloi enemmistöperiaatteen turvin konserniyhtiöiden tuotannontekijöitä. Tällöin hänellä saattaa olla intressi minimoida varojen jakamista erityisesti vähemmistöosakkeenomistajille.

²⁴¹ *Kurtbedinov* (2009), s. 151.

Lisäksi tilanteissa, joissa enemmistö ei halua osinkoa jakaa, vähemmistön oikeuksia voidaan suojata vähemmistöosinkoa koskevilla säännöksillä.²⁴²

Venäjän lainsäädäntö mukaan vähemmistöosakkeenomistajat voivat saada suojaa tasapuolisen kohtelun periaatteen kautta (VeOYL 31 ja 32 §).²⁴³ Suomessa puolestaan vähemmistöosakkeenomistajaa suojaa sekä hänen oikeutensa saada tieto osingonjakoa koskevasta päätöksenteosta (OYL 5:18, 5:21, 5:22, 5:23.4-5 §) että OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaate. Lisäksi OYL 13:2 §:n varojenjako rajoittava maksukykyisyysvaatimus antaa suojaa vähemmistöosakkeenomistajille.²⁴⁴ Suomen yhtiölainsäädäntö sisältää myös minimiosinkoa koskevan OYL 13 luvun 7 pykälän. Vastaavaa ei Venäjän lainsäädännöstä ole löydettävissä.

Omien osakkeiden vapaaehtoisen hankkimisen tai pakollisen lunastamisen kautta yhtiö voi, osingon jaon tavoin, jakaa pääomaansa omistajilleen. Menettelyn taustalla voi olla lukuisia syitä esimerkiksi lunastettujen osakkeiden myyminen työntekijöille tai suojautuminen mahdollisilta yritysvaltauksilta.²⁴⁵

Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia voidaan omien osakkeiden hankkimistilanteessa (tapahtuu hankinta sitten vapaaehtoisesti tai pakkolunastamalla) loukata samalla tavoin kuin osingonmaksun yhteydessäkin, sillä tilanne luo mahdollisuuden pääoman kanavoimiseen yhtiöstä enemmistöosakkeenomistajille (*capital tunneling*). Yhtiö siis maksaa omista osakkeistaan ylihintaa enemmistöosakkeenomistajille, loukaten näin vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia. Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suojaajina hankkimistilanteessa toimivat ensinnäkin hankintaa koskevan informaation

²⁴² Villa (2008), s. 6.

²⁴³ Venäjällä osingon maksamisesta päättää yhtiökokous yksinkertaisella enemmistöllä. Osingonjakopäätöksen pohjana voi olla osavuositainen tai tilikauden tulos ja osinko on maksettava yhtiön nettovoitosta. Osingon maksamisesta on päätettävä kolmen kuukauden kuluessa sen jakson päättymisestä, jonka tulokseen osingonjakopäätös perustuu. Yhtiökokous ei voi päättää hallituksen esittämää osinkoa suuremman osingon maksamisesta (VeOYL 42 §).

²⁴⁴ Venäjällä muun muassa pakollinen maksu yhtiön vararahastoon on oltava maksettuna ennen kuin osinkoa voidaan maksaa. Vararahaston tarkoituksena on suojata yhtiön velkojia sekä toimia katteena yhtiön tappioille. Lisäksi vararahastoa voidaan käyttää yhtiön omien osakkeiden hankintaan, jos muita varoja ei ole käytettävissä. Muihin tarkoituksiin rahastoa ei saa käyttää. Vararahaston suuruus on oltava vähintään 5 % osakepääomasta. Yhtiön on maksettava vararahastoon joka vuosi summa, joka vastaa vähintään viittä prosenttia vuoden nettovoitosta, siihen asti kunnes vararahasto saavuttaa sille laissa säädetyn minimiarvon tai sitä suuremman yhtiöjärjestyksessä sovitun arvon (VeOYL 35 §). Huomionarvoista on, että Venäjän lain vararahastosääntely muistuttaa Suomen osuuskuntalain rahastointisääntelyä. Vaikka OYL ei käsitellä tunne, se ei siten ole kuitenkaan täysin vieras Suomen yhteisöläinsäädännölle yleisesti.

²⁴⁵ Kurtbedinov (2009), s. 145. Ks. tarkemmin eri keinoista suojautua yritysvaltauksilta jakso 7.3.

julkistamisen pakollisuus sekä toiseksi säännös osakkeenomistajien tasapuolisesta kohtelusta.²⁴⁶

Venäjällä kuten Suomessakin vähemmistöosakkeenomistajaa suojaa yhdenvertaisuusperiaate. Molemmissa maissa myös omien osakkeiden hankkimista²⁴⁷ koskevan informaation julkistaminen on pakollista (VeOYL 72.5 §, OYL 5:18, 5:21, 5:22, 5:23.4-5 §). Venäjällä lainsäädäntö ei kuitenkaan yksilöi sitä tapaa, jolla hankkimisesta on osakkeenomistajia informoitava, mistä saattaa aiheutua ongelmia joissain tapauksissa.²⁴⁸

Yksi mahdollinen keino vähemmistöosakkeenomistajien suojaamiseen olisi antaa menettelyyn osallistumattomille osakkeenomistajille valta päättää hankkimisen toteuttamisesta sellaisissa tapauksissa, joissa hankintahinta ylittäisi markkinahinnan yli viidellä prosentilla.²⁴⁹ Molempien tutkimieni maiden lainsäädäntö vaikenee kuitenkin tällaisesta mahdollisuudesta. Hankintamenettelystä päättäminen on Venäjällä yksinomaan yhtiökokouksen tehtävä, jos lunastus tehdään rekisteröidyn osakepääoman vähentämistarkoituksessa (VeOYL 29.2 §). Muissa tapauksissa hankkimisesta voivat päättää sekä hallitus että yhtiökokous (VeOYL 72.2 §).

Suomessa on eritelty toisistaan omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen.²⁵⁰ Molemmista päättää lähtökohtaisesti yhtiökokous yksinkertaisella enemmistöllä. Julkisissa yhtiöissä päätös on tehtävä kuitenkin OYL 5:27 §:n tarkoittamalla määräänemmistöllä. Yhtiökokous voi myös valtuuttaa hallituksen päättämään omien osakkeiden lunastuksesta tai hankkimisesta vapaalla omalla pääomalla (OYL 15:5 §). Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia suojaa OYL 15:6 §:n säännös suunnatusta omien osakkeiden hankkimisesta tai lunastamisesta. Sen mukaan hankkimisesta on päätettävä OYL 5:27 §:n tarkoittamalla määräänemmistöllä. Lisäksi siihen on oltava painava taloudellinen syy. Suunnattu lunastaminen on mahdollista vain kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella.

²⁴⁶ Kurtbedinov (2009), s. 151.

²⁴⁷ Venäjän lainsäädännössä puhutaan omien osakkeiden vapaaehtoisesta hankkimisesta eikä Suomen OYL:n kaltaista kaksijakoa omien osakkeiden hankkimiseen ja pakolliseen lunastamiseen ole löydettävissä.

²⁴⁸ Teljukina (2005), s. 478.

²⁴⁹ Black – Kraakman – Tarassova (1998), s. 478.

²⁵⁰ Hankkimisella tarkoitetaan vapaaehtoisuuteen perustuvaa hankintaa, toisin sanoen tilanteita, joissa yhtiö tarjoutuu ostamaan omia osakkeitaan. Lunastamisella tarkoitetaan osakkeiden ottamista yhtiölle pakolla joko vastikkeellisesti tai vastikkeetta (OYL 15:1 §).

7.3.3. Sulautuminen ja muut organisaatiomuutokset

Sulautuminen voi muuttaa yhtiön eturyhmien välisiä suhteita huomattavasti. Sulautumisen seurauksena osakkeenomistajan omistusosuus voi laskea, muuttua tai tulla ulos ostetuksi. Vähemmistöosakkeenomistajan ja enemmistöosakkeenomistajan välisessä suhteessa ongelmia aiheuttaa etenkin ns. *freeze-out* -menettely, jossa enemmistöosakkeenomistaja käyttäen sulautumista hyväkseen painostaa vähemmistöosakkeenomistajan ulos yhtiöstä.²⁵¹

Vähemmistöosakkeenomistajien suojaa voidaan lainsäädännön avulla parantaa usein eri tavoin. Suojakeinoina toimivat muun muassa osakkeenomistajien päätöksentekooikeudet sekä ulkopuolisen asiantuntijan käyttäminen sulautumisvastiketta määritettäessä. Ulkopuolisen asiantuntijan arvio sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille maksettavasta sulautumisvastikkeesta turvaa vähemmistöosakkeenomistajien oikeutta saada omistamistaan osakkeista niiden oikeaa markkina-arvoa vastaava hinta.²⁵²

Venäjän lainsäädännön mukaan osakkeenomistajien on aina, riippumatta transaktion koosta, hyväksyttävä yhtiön sulautuminen (VeOYL 48.1 §). Päätös on tehtävä määräänemmistö päätöksensä ja sitä tulee kannattaa 75 % yhtiökokoukseen osallistuneista äänistä (VeOYL 49.4 §). Täten vähemmistöosakkeenomistajat voivat päätösvaltaoikeuttaan käyttämällä estää sulautumisen tapahtumisen keräämällä yhtiökokoukseen osallistuneista äänistä 25 % lisättynä yhdellä äänellä. Ulkopuolisen arvioijan käyttäminen sulautumisen yhteydessä ei ole Venäjällä pakollista mutta maan corporate governance -koodi kuitenkin suosittelee ulkopuolisen arvioijan käyttöä sulautumisvastiketta arvioitaessa (Venäjän corporate governance -koodi jakso 3.2).

Suomessakin sulautuvassa yhtiössä sulautumisesta päättää yhtiökokous. Tytäryhtiösulautumisesta voi päätöksen kuitenkin tehdä sulautuvan yhtiön hallitus (OYL 16:9.1 §).²⁵³ Vastaanottavassa yhtiössä sulautumisesta päättää lähtökohtaisesti hallitus. Nimenomaisesti vähemmistön suojaa silmällä pitäen on kuitenkin säädetty päätösvaltan siirtymisestä yhtiökokoukselle, jos sitä vaativat osakkeenomistajat, jotka omistavat vähintään viisi prosenttia yhtiön osakkeista (OYL 16:9.2 §).²⁵⁴ Mikäli sulautumisesta päätetään yhtiökokouksessa, on se tehtävä OYL 5:27 §:ssä tarkoitetulla

²⁵¹ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 203.

²⁵² Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 202–203.

²⁵³ Hallitukselle on annettu valta päättää tytäryhtiösulautumisesta, koska vastaanottava yhtiö omistaa kaikki sulautuvan yhtiön osakkeet. (HE 109/2005 vp, s. 155).

²⁵⁴ HE 109/2005 vp, s. 155.

määräenemmistöllä (OYL 16:9.4 §). Suomessakaan ei ulkopuolisen arvioijan käytöstä ole laissa säädetty mutta OYL 16:4.1 § mukaan yhden tai useamman tilintarkastajan on annettava sulautumissuunnitelmasta lausunto sulautumiseen osallistuville yhtiöille. Lausunnon ensisijaisena tarkoituksena on varmentaa osakkeenomistajille annettujen tietojen oikeellisuus ja riittävyys niistä seikoista, jotka ovat perusteena sulautumisvastikkeen määräytymiselle (OYL 16:3.2 §:n kohdat 6 ja 9).²⁵⁵

Seuraavaa vähemmistöosakkeenomistajille suojaa antavaa strategiaa kutsutaan luottamusstrategiaksi (*trusteeship strategy*). Sovellettaessa luottamusstrategiaa yhtiön sulautumistilanteeseen ainoastaan yhtiön johto on oikeutettu panemaan vireille sulautumisen. Osakkeenomistajien tehtäväksi jää sulautumisen hyväksyminen. Syynä vireillepano-oikeuden antamiseen yksin yhtiön johdolle on heidän osakkeenomistajia korkeampi tietotaitonsa. On kuitenkin mahdollista antaa sulautumista koskeva vireillepano-oikeus myös osakkeenomistajille, jos heidän katsotaan olevan johtoa pätevämpiä asiasta päättämään.²⁵⁶

Venäjällä sulautumisen vireillepano on annettu lähtökohtaisesti yhtiön hallituksen tehtäväksi (VeOYL 49.3 §). Tämä tarkoittaa kuitenkin sitä, että myös osakkeenomistajille voidaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä tämä oikeus antaa. Aloitteen tekemiseksi osakkeenomistajien olisi kutsuttava koolle ylimääräinen yhtiökokous, jonka koollekutsumiseen tarvitaan Venäjällä kymmenen prosenttia äänistä (VeOYL 55.1 §). Suomessa sulautumisen vireillepanon voidaan katsoa kuuluvan yhtiön hallituksen vastuulle, sillä sulautumissuunnitelman laatiminen on sulautumiseen osallistuvan yhtiön hallituksen tehtävä (OYL 16:3 §).

Myöskin ns. *exit*-strategiaa (*appraisal rights*) voidaan käyttää turvaamaan vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia yhtiön sulautuessa. Se antaa tyytymättömille vähemmistöosakkeenomistajille mahdollisuuden myydä kohtuullisella hinnalla omistamansa osakkeet takaisin yhtiölle, jos hyväksyty sulautuminen ei vastaa heidän intressejään. Täten vähemmistöosakkeenomistajien intressien vastaisten päätösten toimeenpano voi tulla kalliiksi yhtiön johdolle.²⁵⁷

Molemmissa tutkimissani maissa sekä Venäjällä että Suomessa *exit*-strategia antaa suojaa vähemmistöosakkeenomistajille yhtiöiden sulautumistilanteissa. Venäjän

²⁵⁵ Mähönen – Villa (2006b), s. 427–428.

²⁵⁶ Enriques – Hansmann – Kraakman (2009), s. 95.

²⁵⁷ Rock – Davies – Kanda – Kraakman (2009), s. 203.

yhtiölainsäädännön mukaan osakkeenomistajat, jotka äänestivät yhtiökokouksen päätöstä vastaan tai eivät osallistuneet äänestykseen, ovat oikeutettuja myymään osakkeensa takaisin yhtiölle (VeOYL 75.1 §). Yhtiö ei kuitenkaan saa käyttää omien osakkeiden takaisinostoon yli kymmentä prosenttia sen netto-omaisuudesta (VeOYL 76.5 §). Suomessa OYL 16:3 §:n säännökset antavat sulautuvan yhtiön sulautumispäätöstä vastustaville osakkeenomistajille mahdollisuuden vaatia yhtiötä lunastamaan heidän osakkeensa. Suomessa osakkeenomistajan on nimenomaisesti äänestettävä sulautumispäätöstä vastaan (OYL 16:13.1 §) toisin kuin Venäjällä, jossa siis äänestykseen osallistumatta jättäneet osakkeenomistajatkin voivat vaatia lunastusta.

Suomessa myös OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaate tarjoaa vähemmistöosakkeenomistajille suojaa sulautumistilanteissa. Esimerkiksi osakkeiden vaihtosuhdetta ei saa ilman perusteltua syytä asettaa sellaiseksi, että vähemmistöosakkeenomistajat saisivat pelkän sulautumisessa rahavastikkeen ja enemmistöosakkeenomistajat osakevastikkeen. Tämä vaikeuttaa vähemmistöosakkeenomistajan pakottaminen luopumaan omistuksestaan vastaanottavassa yhtiössä.²⁵⁸ Katson samanlaisen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisen teoriassa mahdolliseksi myös Venäjällä.

7.4. Yritysvaltaus

Yritysvaltauksia käsittelevä lainsäädäntö sijoittuu corporate governance -sääntelyn ytimeen. Sääntelyllä voi olla monenlaisia vaikutuksia muun muassa pääomamarkkinoihin. Lisäksi se voi aiheuttaa muutoksia yhtiöiden omistusrakenteissa. Yritysvaltaus pitää sisällään monia piirteitä yhtiön rakenteita muuttavista merkittävistä toimenpiteistä, kuten sulautuminen. Yritysvaltaustilanteihin liittyy kuitenkin uuden osapuolen, tarjoajan, mukaantulo, mikä aiheuttaa yritysvaltauksille muista merkittävistä yrityksen uudelleen järjestelyistä eroavia piirteitä, kuten osakkeenomistajien ja yritysvaltaajan intressien välisen ristiriidan.²⁵⁹

Yritysvaltaus ja sen kautta saatu määräysvalta yhtiössä voidaan saavuttaa monella tavoin: neuvottelemalla yksityisesti vähemmistöosakkeenomistajien kanssa, ostamalla yhtiön osakkeita markkinoilta tai tekemällä yhtiön kaikille osakkeenomistajille julkinen ostotarjous, jota kohdeyhtiön johto voi joko puoltaa (*friendly takeover*) tai vastustaa

²⁵⁸ HE 109/2005, s. 146.

²⁵⁹ Kurtbedinov (2009), s. 160–161.

(*hostile takeover*).²⁶⁰ Lisäksi kontrollivalta voidaan saavuttaa hankkimalla joko suuri osuus tai koko osakekanta yksityistettävästä yhtiöstä yksityistämishojelman kautta. Viimeksi mainittu kontrollivallan saavuttamisen keino on tyypillinen Venäjän kaltaisille siirtymätalouksille.²⁶¹

Empiiriset tutkimukset osoittavat, että yritysvaltauksia esiintyy eniten maissa, joissa yhtiöiden omistuksen hajautumisaste on suuri. Tätä taustaa vasten voi aluksi näyttää, että yritysvaltauksia koskevalla sääntelyllä ei ole niin suurta roolia siirtymätalouksissa, joissa omistus on varsin keskittynyttä. Viimeaikainen arvopaperimarkkinoilla saavutettu kehitys sekä institutionaalisten sijoittajien määrän lisääntyminen edellyttävät kuitenkin siirtymätalouksilta kehittyneiden markkinatalouksien sääntelyä vastaavaa sääntelyä. Venäjällä yritysvaltauksia koskeva sääntely on sisällytetty maan osakeyhtiölakiin sekä arvopaperimarkkinalakiin.²⁶²

Yhtiöissä, joissa yksi tai useampi enemmistöosakkeenomistaja omistaa ison osuuden yhtiöstä vähemmistöosakkeenomistajien päätöksenteko-oikeudet menettävät merkityksensä, sillä enemmistöosakkeenomistajat voivat päättää hyväksyvätkö vai hylkäävätkö he yritysvaltaajan tekemän tarjouksen. Täten enemmistöosakkeenomistajat voivat toimia omien etujensa mukaisesti vähemmistöosakkeenomistajien intresseistä välittämättä. Enemmistöosakkeenomistajat voivat muun muassa solmia tarjoajan kanssa sopimuksen, joka syrjii vähemmistön oikeuksia tai johtaa tilanteeseen, jossa tarjoaja suostuttelee vähemmistöosakkeenomistajat myymään osakkeensa tarjoajalle niiden oikeaa hintaa halvemmalla.²⁶³

Tarjoajan toimesta tapahtuvaa syrjintää vastaan vähemmistöosakkeenomistajia suojaavat samat keinot kuin muitakin osakkeenomistajia. Tällaisia keinoja ovat muun muassa tarjoukseen vastaamiselle asetettava minimiaika, tarjouksen julkistaminen sekä keinot kaksivaiheisen tarjouksen (*two-tier offer*) torjumiseen. Tässä jaksossa keskityn kuitenkin tutkielmani aiheen mukaisesti Venäjän lainsäädännön vähemmistöosakkeenomistajille tarjoamiin keinoihin puolustautua enemmistöosakkeenomistajien opportunistiltilanteissa. Kuten edellä Venäjän lainsäädännön tarjoamaa suojaa verrataan Suomen vastaavaan sääntelyyn.

²⁶⁰ *Davies – Hopt* (2009), s. 225–226.

²⁶¹ *Kurtbedinov* (2009), s. 160.

²⁶² *Kurtbedinov* (2009), s. 160–161.

²⁶³ *Davies – Hopt* (2009), s. 229.

7.4.1. Pakollinen tarjous

Ensimmäinen vähemmistön oikeuksille suojaa antava väline on pakollinen tarjous. Se tarjoaa vähemmistöosakkeenomistajalle mahdollisuuden lähteä yhtiöstä oikeudenmukaisten ehtojen mukaisesti yritysvaltauksen tapahduttua, sillä yritysvaltajan on tehtävä oikeudenmukainen tarjous kaikille osakkeenomistajalle heidän osakkeidensa ostamiseksi sen jälkeen, kun valtaaja on saanut haltuunsa tietyn prosenttiosuuden yhtiöstä. Tarjouksen ehdot eivät saa olla taloudellisesti huonommat verrattuna ensimmäisen tarjouksen ehtoihin.²⁶⁴

Pakollisen tarjouksen käytön eduista siirtymätalouksissa vähemmistön suoja mekanismina ollaan kuitenkin montaa mieltä. Eräät tutkijat kuten *Berglöf* ja *Pajuste* väittävät pakollisen tarjouksen käyttämisen johtavan omistuksen keskittymiseen maissa, joissa keskittymisaste on jo ennestään varsin korkea. Tähän on heidän mukaansa muun muassa syynä se, että pakollisen tarjousmenettelyn noudattaminen vaikeuttaa yritysjärjestelyjen suorittamista tekemällä laajojen yritysosuuksien ostosta erittäin vaikeaa.²⁶⁵

Venäjän lainsäädäntö kuitenkin sisältää määräyksen pakollisen tarjouksen tekemisestä (VeOYL 84.2 §). Säännöksen mukaan pakollinen tarjous on tehtävä tilanteissa, joissa jokin taho hankkii enemmän kuin 30, 50 tai 75 % julkisien yhtiön liikkeelle lasketuista osakkeista. Lisäksi osakkeista tarjottu hinta ei saa alittaa osakkeiden viimeisen kuuden kuukauden keskihintaa. Lainsäädäntö jättää kuitenkin avoimeksi kysymyksen siitä, mitä tapahtuu, jos tarjousta ei tehdä.²⁶⁶

Suomessa yritysvaltaustilanteissa julkisten osakeyhtiöiden vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia enemmistön opportunistilta suojaa ensinnäkin AML 6:2 §:n säännös kohdeyhtiön osakkeenomistajien tasapuolisesta kohtelusta erityisesti tarjoushinnan osalta.²⁶⁷ Tasapuolisen kohtelun vaatimus asettaa

²⁶⁴ Goergen – Martynova – Renneboog (2005) s. 10.

²⁶⁵ Berglöf – Pajuste (2003), s. 23.

²⁶⁶ Kurtbedinov (2009), s. 182.

²⁶⁷ Yritysvaltaustilanteessa on Suomen osalta otettava huomioon myös yrityskauppalautakunnan antamat suositukset julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista (Helsinki Takeover Code). Osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun osalta katso suositus numero 19 koskien tarjouksen sitovuutta ja ehtoja.

ostotarjouksen tekijällä velvollisuuden tehdä kaikille samaan lajiin kuuluvien arvopaperien omistajille ostotarjous samanlaisin ehdoin.²⁶⁸

Toiseksi AML 6:10 §:n säännös asettaa Venäjän lainsäädännön tavoin osakkeenomistajalla, jonka osuus kasvaa yli kolmeen kymmenesosaan yhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, tarjousvelvollisuuden, jonka mukaan hänen on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista yhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista. Tarjousvelvollisuuden tarkoitus on suojata yhtiön muita osakkeenomistajia tilanteessa, jossa määräysvalta yhtiössä keskittyy yhdelle osakkeenomistajalle sekä varmistaa arvopaperien haltijoiden tasavertainen kohtelu.²⁶⁹ Pakollinen ostotarjous on tehtävä myös, jos osakkeenomistajan osuus muun kuin pakollisen ostotarjouksen seurauksena kasvaa yli puoleen yhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

OYL 1:7 §:n sisältämällä yhdenvertaisuusperiaatteella on yritysvaltauksienkin yhteydessä tärkeä vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksille suojaava merkitys. Yhdenvertaisuusperiaate asettaa nimittäin enemmistöosakkeenomistajille velvollisuuden, käydessään neuvotteluja osakkeidensa myynnistä, vaikuttaa siihen, että ostaja ostaisi myös muiden osakkeiden omistajien osakkeet samalla hinnalla.²⁷⁰

7.4.2. Squeeze-out ja sell-out

Vähemmistöosakkeenomistajat tarvitsevat suojaa myös ns. *squeeze-out* -menettelyä vastaan. *Squeeze-out* -menettelyä koskevat säännökset antavat merkittäville enemmistöosakkeenomistajille tai tarjoajalle, joka hankki suurimman osan yhtiön osakkeista, lainsäädäntöön perustuvan mahdollisuuden ostaa vähemmistöosakkeenomistajat ulos yhtiöstä. Vaadittava omistusosuus on yleensä 90 tai 95 %.²⁷¹

Vähemmistöosakkeenomistajien aiheuttamat kustannukset sekä ns. vapaamatkustajaongelma ovat usein syynä siihen, miksi enemmistöosakkeenomistaja haluaa käyttää *squeeze-out* -oikeuttaan. Vähemmistöosakkeenomistajat voivat

²⁶⁸ HE 6/2006, s. 33.

²⁶⁹ Harju (2009), WSOYpro.

²⁷⁰ Mähönen – Villa (2006a), s. 149.

²⁷¹ Davies – Hopt, (2009), s. 264.

henkilökohtaisista syistä käyttäytyä yhtiön toiminnalle haitallisesti käyttäen hyväkseen lainsäädännön tarjoamia vähemmistösuojasäännöksiä, kuten päätöksenteko-oikeuden tarjoamaa mahdollisuutta estää tiettyjen päätösten hyväksyminen tai ainakin viivyttää päätöksentekoa.²⁷² Lisäksi vähemmistöosakkeenomistajille kuuluvista oikeuksista, kuten informaatio-oikeudesta ja oikeudesta osallistua yhtiökokoukseen, aiheutuu yhtiölle kustannuksia.²⁷³

Kaikista yllämainituista syistä johtuen *squeeze-out* -oikeuden käyttäminen voi hyödyttää sekä yhtiötä että enemmistöosakkeenomistajia. *Squeeze-out* -oikeuden käyttäminen ei kuitenkaan yksin suojele enemmistön oikeuksia vaan se tarjoaa suojaa myös vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksille.²⁷⁴ Esimerkiksi monien vähemmistön oikeussuojakeinojen käyttäminen vaatii kymmenesosan omistusosuuden yhtiöstä. Jos enemmistöosakkeenomistajalla on hallussaan yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön osakkeista, vähemmistöoikeuksien käyttäminen estyy.²⁷⁵

Vähemmistön oikeuksia suojatakseen *squeeze-out* -säännökset tarvitsevat tuekseen myös muita säännöksiä koskien muun muassa vähemmistön osakkeista maksettavaa hintaa, vähemmistön oikeutta keskeyttää menettely nostamalla kanne sekä menettelyyn osallistuvien selvästi määritellyjä vastuita velvollisuuksiensa rikkomisesta.²⁷⁶

Venäjän lainsäädäntö antaa mahdollisuuden *squeeze-out* -menettelyyn sen jälkeen kun enemmistöosakkeenomistaja omistaa vähintään 95 % yhtiöstä.²⁷⁷ Tällöin hänelle syntyy oikeus ostaa vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet. Vähemmistön osuuden ostoon tähtäävän tarjouksen tekemiseen on aikaa kuusi kuukautta edellä mainitun omistusosuuden saavuttamisesta lukien. Puolueettoman arvioijan on määriteltävä osakkeiden lunastushinta, joka ei saa alittaa osakkeiden markkinahintaa eikä hintaa, joka yhtiön osakkeista on maksettu pakollisen ja vapaaehtoisen ostotarjousten aikana. Osakkeenomistajat, jotka eivät hyväksy osakkeista maksettavaa hintaa, voivat vaatia

²⁷² Baums (2001), s. 25.

²⁷³ Nörr – Stiefenhofer (2003), s. 129.

²⁷⁴ Goergen – Martynova – Renneboog (2005), s. 14.

²⁷⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho (2007b), s. 377–378.

²⁷⁶ Kurtbedinov (2009), s. 183.

²⁷⁷ Ehdotus lunastusoikeuden ottamisesta lakiin kohtasi arvostelua niin vähemmistöosakkeenomistajien kuin tutkijoidenkin tahoilta. Vähemmistöosakkeenomistajat näkivät lunastusoikeuden vain yhtenä uutena heidän oikeuksiensa loukkaamisen mahdollistavana keinona. Tutkijat puolestaan sanoivat lunastusoikeuden johtavan edellistä keskittyneempään omistusrakenteeseen ja varmistavan sen, ettei yhtiöiden omistusrakenne hajaudu tulevaisuudessakaan. Oikeuskäytäntöä lunastusoikeuteen liittyen: Venäjän ylimmän arbitraatituomioistuimen tuomio N 1452/08; Moskovan alueen arbitraatituomioistuimen tuomio N KG-A40/13933-07. Ks. Molotnikov (2008), s. 5.

kanteella osakkeiden aliarvostuksesta johtuvia tappiotaan takaisin yhtiöltä (VeOYL 84.8.1 ja 4 §). Tapauksissa, joissa enemmistöosakkeenomistaja ei käytä lunastusoikeuttaan, on vähemmistöosakkeenomistajilla oikeus vaatia enemmistöosakkeenomistajaa lunastamaan hänen osakkeensa (*sell-out*) (VeOYL 84.7 §).

Suomessa OYL:n 18 luku sääntelee vähemmistöosakkeiden lunastusta. Luvun säännökset koskevat, toisin kuin vain pörssiyhtiöitä koskevat AML:n 6 luvun säännökset vapaaehtoisesta ja pakollisesta ostotarjouksesta, kaikkia yksityisiä ja julkisia osakeyhtiöitä. OYL 18:1 §:n mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet.²⁷⁸ Vähemmistöosakkeenomistajalla on puolestaan oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista, jos enemmistöosakkeenomistaja ei lunastusoikeuttaan käytä. Vähemmistöosakkeenomistajan suojan kannalta relevantti säännös on myös OYL:n 18:2.1 §, joka asettaa lunastajalle velvollisuuden viipymättä ilmoittaa yhtiölle lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä ja lakkaamisesta. Yhtiön on puolestaan ilmoitettava tieto viipymättä rekisteröitäväksi, kun se on saanut siitä ilmoituksen tai muuten luotettavan tiedon (OYL 18:2.2 §). Lunastajan kohdeyhtiöön suuntautuva ilmoitusvelvollisuus on kriminalisoitu lunastajan johdon osalta osakeyhtiörikkomuksena (OYL 25:2.1 §).

Vähemmistöosakkeiden lunastusoikeutta ja lunastushinnan määrää koskevat erimielisyydet on Suomessa annettava välimiesten ratkaistavaksi (OYL 18:3 §). Välimiesmenettelyyn tyytymätön osakkeenomistaja voi valittaa päätöksestä käräjäoikeuteen, jonka tuomiosta voi puolestaan valittaa oikeudenkäymiskaaren 30 luvun säännösten mukaisesti korkeimpaan oikeuteen (OYL 18:10 §).

7.5. Lähipiiritransaktiot

Enemmistöosakkeenomistajille keskittynyt valta tarjoaa heille mahdollisuuden siirtää yhtiön varallisuutta itselleen. Varallisuuden siirron tyypillisimpiä tekniikoita kutsutaan kirjallisuudessa usein lähipiiritransaktioiksi (*related party transactions*).²⁷⁹ Termi pitää sisällään sekä liiketoimet ja sopimukset, jotka enemmistöosakkeenomistaja tai yhtiön

²⁷⁸ Ks. myös Helsinki Takeover Code suositus numero 23.

²⁷⁹ Myös termejä *self-interested transactions*, *self-dealing transactions* ja *conflict of interest transactions* on käytetty kuvaamaan varallisuuden siirtoa yhtiöstä sen enemmistöosakkeenomistajille tai johdolle.

johtoon kuuluva solmii yhtiön kanssa että transaktiot, joissa sisäpiiriläiset anastavat yhtiön varoja käyttämällä asemaansa hyväkseen.²⁸⁰

Ensiksi mainitusta kategoriasta toimivat esimerkkeinä erilaiset johdolle maksettavat palkkiot sekä ns. *self-dealing* -menettely, jossa yhtiön sisäpiiriläinen käyttää päätösvaltaansa oman etunsa ajamiseen välittämättä muiden yhtiön eturyhmien eduista. Sisäpiiriläinen voi esimerkiksi solmia yhtiön kanssa sopimuksia, joiden ehdot ovat yhtiölle vähemmän tuottoisia kuin ulkopuolisten kanssa tehtävien sopimusten ehdot.²⁸¹

Jälkimmäiseen kategoriaan kuuluvat muun muassa tilanteet, joissa yhtiön sisäpiiriläinen käyttää asemaansa hyväkseen ja anastaa yhtiöltä esimerkiksi asiakkaita ja liiketoimintamahdollisuuksia solmimalla yhtiön asiakkaiden kanssa sopimuksia omissa nimissään. Lisäksi sisäpiiritiedon väärinkäyttötilanteet osakkeita myytäessä ja ostettaessa voidaan lukea myös tähän kategoriaan.²⁸²

Lähipiiritransaktiot ovatkin siirtymätalouksissa, kuten Venäjä, erityisen tyypillinen vähemmistöosakkeenomistajan oikeuksien rikkomiseen käytetty keino, johtuen yhtiöiden keskittyneestä omistusrakenteesta, kehittymättömistä markkinoista sekä heikosta oikeudellisesta sääntelystä.²⁸³ Lisäksi Venäjän heikko menestys eri maiden korruptoitumista mittaavissa tutkimuksissa on ollut heikko, josta voidaan vetää johtopäätös yleisesti alhaisista eettisistä standardeista.²⁸⁴

Ennen Venäjän lainsäädännön vähemmistöosakkeenomistajille enemmistön väärinkäytöksiltä tarjoaman suojan tarkastelua on vastattava tärkeään kysymykseen: ketkä kuuluvat yhtiön lähipiiriin? Venäjän lainsäädäntö luokittelee lähipiiriläisiksi yhtiön johtoon kuuluvat tahot, merkittävät osakkeenomistajat sekä kahden edellä mainitun ryhmän lähisukulaiset. Merkittäviksi osakkeenomistajiksi katsotaan omistajat, jotka omistavat yhtiön äänioikeuden tuottavista osakkeista 20 % tai enemmän (VeOYL 81 §). Suomessa lähipiirin määritelmä on VeOYL:n yksityiskohtaista luetteloa yleisluontoisempi. OYL 8:6.2 §:n mukaan yhtiön ja toisen henkilön katsotaan kuuluvan toistensa lähipiiriin, jos toinen pystyy käyttämään toiseen nähden määräysvaltaa tai pystyy käyttämään huomattavaa vaikutusvaltaa sen taloutta ja liiketoimintaa koskevassa päätöksenteossa.

²⁸⁰ *Enriques – Hertig – Kanda* (2009), s. 153.

²⁸¹ *Enriques – Hertig – Kanda* (2009), s. 153.

²⁸² *Enriques – Hertig – Kanda* (2009), s. 153.

²⁸³ *Nenova – Hickey* (2006), s. 2.

²⁸⁴ *Enriques* (1998).

7.5.1. Tiedonantovelvollisuus

Ensimmäinen ja merkittävin vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia yhtiön ja enemmistöosakkeenomistajan välisissä transaktiutilanteissa suojaava keino on transaktiota koskeva julkistamisvelvollisuus.²⁸⁵

VeOYL velvoittaa julkistamaan yhtiön ja enemmistöosakkeenomistajan väliset transaktiot. Osakkeenomistaja, joka omistaa yli 20 % yhtiöstä, on velvollinen informoidaan yhtiön hallitusta tämänhetkisistä ja potentiaalisista transaktioista, joissa sillä on intressiä (VeOYL 82 §). Sama säädös pätee myös konserneihin tai tytäryhtiöihin.²⁸⁶ Informaation julkisuutta ja saatavuutta silmällä pitäen on kuitenkin tärkeää julkistaa informaatio yhtiön sisäisten elimien lisäksi yhtiön ulkopuolisillekin tahoille sekä tilintarkastusraporteissa. Venäjällä lähipiiritransaktioista on hallituksen lisäksi tiedotettava yhtiön sisäisiä ja ulkoisia tilintarkastajia (VeOYL 82 §), mikä ei kuitenkaan takaa riittävää läpinäkyvyyttä toiminnalla. IFRS-standardien käyttöönotto voi tuoda kuitenkin parannusta lähipiiritransaktioita koskevaan raportointiin.²⁸⁷

Venäjällä ei ole erityistä lainsäädäntöä koskien enemmistöosakkeenomistajan yhtiön osakkeilla käymää kauppaa. Ainoastaan VeAML:n 30 § asettaa osakkeenomistajalle, joka saa haltuunsa 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % tai 75 % yhtiön osakkeista, velvollisuuden informoida osakkeiden liikkeellelaskijaa sekä Finanssivalvontaa asiasta. Myös Suomen AML sisältää samankaltaisen osakkeenomistajan liputusvelvollisuuden (AML 2:9 §). AML 2:10 §:n kaltaista markkinoiden informointivelvollisuutta VeAML ei kuitenkaan sisällä.

Suomessa OYL ei sisällä 22:2.2 §:n tuottamusolettamaa lukuun ottamatta nimenomaisia säännöksiä koskien lähipiiritransaktioita. Yhtiön lähipiirille annettavien lainojen ja vakuuksien sallittavuus ratkaistaan OYL:n 1 luvun yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden mukaisesti. Vaikka OYL ei sisälläkään nimenomaisia lähipiirilainoja ja vakuuksia koskevia säännöksiä, niistä tulee kuitenkin informoida toimintakertomuksessa tai, jos yhtiö ei laadi toimintakertomusta, tilinpäätöksessä.²⁸⁸ OYL 8:6.1 §:n mukaan toimintakertomuksessa on erikseen ilmoitettava rahalainat, vastuut ja vastuusitoumukset yhtiön lähipiiriin kuuluvalla sekä niiden pääasialliset

²⁸⁵ *Enriques – Hertig – Kanda* (2009), s. 155.

²⁸⁶ *Schramm* (2007).

²⁸⁷ *Kurtbedinov* (2009), s. 204.

²⁸⁸ *Mähönen – Villa* (2006b), s. 331.

ehdot, jos rahalainojen, vastuiden ja vastuusitoumusten yhteismäärä ylittää 20 000 euroa tai viisi prosenttia yhtiön taseen omasta pääomasta.

7.5.2. Toimenpiteen hyväksyminen

Yhtiön ja enemmistöosakkeenomistajien väliset transaktiot voidaan alistaa puolueettomien johtajien hyväksynnälle. On kuitenkin erittäin kyseenalaista, että enemmistöosakkeenomistajien valitsemat hallituksen jäsenet olisivat kykeneviä puolueettomaan valvontaan. Tästä johtuen monet maat eivät lähipiirtransaktioiden valvonnassa luotakaan tähän strategiaan. Enemmistöosakkeenomistajien ja yhtiön välisten lähipiirtransaktioiden hyväksyminen onkin monissa maissa annettu puolueettomille osakkeenomistajille. Tätä tukee myös se seikka, että kyseessä olevat lähipiirtransaktiot ovat alttiita osakkeenomistajien nostamille kanteille ja täten transaktiot olisikin hyvä hyväksyttävä vähemmistöosakkeenomistajilla.²⁸⁹

Venäjällä lähipiirtransaktioiden, myös yhtiön ja enemmistöosakkeenomistajan välisten, hyväksyminen kuuluu lähtökohtaisesti puolueettomille hallituksen jäsenille. Vain siinä tapauksessa, että kaikki hallituksen jäsenet ovat osallisia transaktiossa, siirtyy siitä päättäminen puolueettomille osakkeenomistajille (VeOYL 83 §).

Venäjän tapauksessa, jossa merkittävät enemmistöosakkeenomistajat käyttävät nimittämisvaltaansa valitsemalla suurimman osan yhtiön hallituksen jäsenistä, hallitusten jäsenten puolueettomuus on monesti kyseenalaista. Tämä puolestaan asettaa strategian vähemmistöosakkeenomistajille tarjoaman suojan kyseenalaiseksi. Aidosti vähemmistöosakkeenomistajia suojaava keino olisi alistaa päätökset heidän hyväksyttävikseen. Tällainen menettely voisi kuitenkin johtaa monissa tapauksissa neuvottelujen päätymiseen umpikujaan ja haitata täten yhtiön toimintaa ja tehokkuutta.²⁹⁰

Kuten edelle sanottu Suomen OYL ei sisällä nimenomaisia säännöksiä yhtiön lähipiiriin kuuluville annettavista lainoista ja vakuuksista vaan niiden OYL:n mukaisuus arvioidaan yleisten periaatteiden, lähinnä OYL 1:5 §:n mukaisen yhtiön tarkoituksen eli lähtökohtaisesti voiton tuottamisen ja OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen, mukaan. Lisäksi lähipiirtransaktioita tehtäessä on otettava huomioon OYL 13:1 §:n sisältämät

²⁸⁹ *Enriques – Hertig – Kanda* (2009), s. 162–163.

²⁹⁰ *Kurtbedinov* (2009), s. 205–206.

säännökset laillisista varojenjakotavoista sekä 3 momentin säännös yhtiön toimien liiketaloudellisesta perusteesta.²⁹¹

7.5.3. Pienosakkeenomistajan oikeussuojakeinot *ex post*

Sekä Venäjän että Suomen osakeyhtiölainsäädännöt tarjoavat vähemmistöosakkeenomistajille useita oikeussuojakeinoja enemmistöosakkeenomistajien väärinkäytöksiä vastaan niiden jo tapahduttua. Seuraavia esittelemiäni *ex post* -suojakeinoja voidaan pitää välineinä laittomien lähipiiritransaktioiden vähemmistöosakkeenomistajalle aiheuttamien tappioiden hyvittämiseen.

7.5.3.1. Lunastamisvelvollisuus ja yhtiön purkaminen

Suomessa OYL 23 luvun säännökset vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvasta lunastusvelvollisuudesta ja yhtiön purkamisesta täydentävät vähemmistöosakkeenomistajien ensisijaisia oikeussuojakeinoja, yhtiökokouksen ja hallituksen päätöksen moittimista ja oikeutta nostaa vahingonkorvauskanteita. Säännöksen taustalla vaikuttaakin määrävän osakkeenomistajan fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus muita osakkeenomistajia kohtaan. Velvollisuus, joka perustuu OYL 1:7 §:n sisältämään yhdenvertaisuusperiaatteeseen.²⁹²

Jos vähemmistöosakkeenomistaja ei voi päästä oikeuksiinsa muilla tavoin, hänellä on luvun säännösten nojalla oikeus saada omistuksensa arvo realisoiduksi joko osakkeiden lunastuksen tai viimekädessä yhtiön purkamisen kautta. Säännös antaa suojaa erityisesti tilanteissa, joissa enemmistöosakkeenomistaja harjoittaa yhtiössä systemaattista vaikutusvallan väärinkäyttöä, joka tekee vähemmistöosakkeenomistajalle muihin oikeussuojakeinoihin vetoamisen mahdottomaksi tai turhaksi.²⁹³ Lisäksi yhtiöstä poistuminenkaan ei ole käytännössä mahdollista. Jatkuvasta vaikutusvallan väärinkäyttämisestä seuraa säännönmukaisesti, että vähemmistöosakkeenomistajalla ei ole mahdollisuutta saada osakkeitaan kaupaksi asianmukaiseen hintaan.²⁹⁴

Säännöksen mukaan osakkeenomistaja on toisen osakkeenomistajan kanteesta velvoitettava määräjassa lunastamaan tämän osakkeet, jos:

²⁹¹ Mähönen – Villa (2006b), s. 331, 333.

²⁹² Mähönen – Villa (2006b), s. 547.

²⁹³ HE 109/2005, s. 203.

²⁹⁴ HE 109/2005, s. 205.

- 1) osakkeenomistaja on tahallaan väärinkäyttänyt vaikutusvaltaansa yhtiössä myötävaikuttamalla 1 luvun 7 §:ssä säädetyn yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseen päätökseen taikka muuhun tämän lain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen; sekä
- 2) toisen osakkeenomistajan oikeussuoja edellyttää lunastamista, kun otetaan huomioon todennäköisyys 1 kohdassa tarkoitetun menettelyn jatkumiselle sekä muut asiaan vaikuttavat seikat. Lunastushinnaksi on määrättävä se käypä hinta, joka osakkeella olisi ilman vaikutusvallan väärinkäyttöä. Yhtiölle on varattava tilaisuus tulla asiassa kuulluksi, jollei se ole ilmeisen tarpeetonta.

Mähönen ja Villa huomauttavat kuitenkin, että lunastuksessa on kyse viimekätisestä oikeussuojakeinosta. Lisäksi sen merkitys etenkin julkisissa yhtiöissä on heidän mukaansa pieni, sillä osakkeenomistajan odotetaan normaalisti käyttävän *exit* -oikeuttaan myymällä osakkeensa julkisessa kaupankäynnissä. Kanteen nostamisherkkyyttä laskee myös vaikutusvallan väärinkäyttämistä koskevien asioiden vaikeaselkoisuudesta johtuvat korkeat oikeudenkäyntikulut.²⁹⁵

Lunastuksen tehosteeksi on säädetty yhtiön määräämisestä selvitystilaan tai rekisteristä poistettavaksi.

OYL 23:2.1 §:n mukaan yhtiö on osakkeenomistajan yhtiötä vastaan ajamasta kanteesta määrättävä selvitystilaan, jos:

- 1) §:n 1 momentissa säädetyt edellytykset kantajan osakkeiden lunastamiseen ovat olemassa, mutta vaikutusvaltaa väärinkäyttänyt ei todennäköisesti täytä lunastusvelvollisuutta; sekä yhtiön selvitystilaan määräämiseen on osakkeenomistajien oikeussuojan tarve ja edut huomioon ottaen erittäin painavia syitä.

Venäjän lainsäädäntö ei tunnista vastaavanlaista vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvaa lunastusvelvollisuutta ja yhtiön purkamisesta. Tätä pitää järkevänä ratkaisuna muun muassa *Kurtbedinov*, jonka mukaan kyseinen oikeus antaisi vähemmistölle mahdollisuuden oikeuttaan väärinkäyttämällä aiheuttaa haittaa yhtiön toiminnalle.²⁹⁶ Venäjällä vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksille jälkikäteistä oikeussuojaa tarjoavat muun muassa heidän oikeutensa tarkastaa yhtiön tekemiä toimenpiteitä sekä johdon ja enemmistöosakkeenomistajien korvausvelvollisuudet.

7.5.3.2. Yhtiön ulkopuolisen tilintarkastajan nimittäminen

Ensimmäisenä Venäjän lainsäädännön mahdollistamista vähemmistön *ex post* -oikeussuojakeinoista käsitellen vähemmistöosakkeenomistajille kuuluvan oikeuden

²⁹⁵ Mähönen – Villa (2006b), s. 548–549.

²⁹⁶ Kurtbedinov (2009), s. 206.

vaatia yhtiön ulkopuolisen tilintarkastajan nimittämistä. Lähipiiritransaktiot eivät useinkaan ole läpinäkyviä eivätkä tavallisen osakkeenomistajan helposti ymmärrettävissä. Täten ulkopuolisen tilintarkastajan tarjoama asiantuntemus voikin olla vähemmistöosakkeenomistajien kannalta katsottuna hyödyllistä.²⁹⁷

Venäjällä ulkopuolisen tilintarkastajan palkkaaminen on kuitenkin enemmän poikkeus kuin sääntö. Tämä voi johtua yhtiön sisäisen tilintarkastajan olemassaolosta.²⁹⁸ Osakkeenomistajat, jotka omistavat vähintään 10 % yhtiöstä ovat oikeutettuja vaatimaan sisäisen tilintarkastajan suorittamaan erityisen yhtiön toimenpiteiden tarkastuksen (VeOYL 85.3 §). Ulkopuolisen tilintarkastajan vaatimisesta ei ole laissa mainintaa.

Suomessa yhtiöissä, joissa ei lain taikka yhtiöjärjestyksen mukaan ole valittava tilintarkastajaa, yhtiökokouksen on sellainen valittava, jos osakkeenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista tai yksi kolmasosa kokouksessa edustetuista osakkeista sitä vaativat (OYL 7:5 §). Lisäksi Suomen lainsäädäntö tarjoaa vähemmistöosakkeenomistajille mahdollisuuden vaatia yhtiön hallintoon ja kirjanpitoon kohdistuvan erityisen tarkastuksen suorittamista. Erityisen tarkastuksen suorittamisvaatimusta koskee sama määrävähemmistövaatimus kuin vähemmistötilintarkastajan määräämistä. Julkisissa yhtiöissä määrävähemmistövaatimus on osakelajikohtainen (OYL 7:7 §). Kuten jo edellä kommunikaatio- ja informaatio-oikeuksien yhteydessä totesin (jakso 7.2.2.1.), erityisen tarkastuksen suorittaminen on kuitenkin poikkeuksellinen toimenpide, joka vaatii painavan syyn.

7.5.3.3. Lähipiiritransaktioiden aiheuttamien tappioiden korvaaminen

Seuraava vähemmistöosakkeenomistajien käytössä oleva jälkikäteinen oikeussuojakeino enemmistöosakkeenomistajan ja yhtiön välisissä lähipiiritransaktioissa on vähemmistöosakkeenomistajille maksettava korvaus. Tämä keino voidaan esittää käyttämällä esimerkkinä konsernia, jossa emoyhtiö korvaa tytäryhtiöille (niiden osakkeenomistajille) niille emoyhtiön luoman yhtiön toimintapolitiikan noudattamisesta aiheutuneet tappiot.²⁹⁹

²⁹⁷ Kurtbedinov (2009), s. 207.

²⁹⁸ Schramm (2007).

²⁹⁹ Hertig – Kanada (2004), s. 124.

Tämä idea on löydettävissä myös Venäjän lainsäädännöstä, joka mahdollistaa konsernisuhteen luomisen joko sopimuksen tai omistuksen kautta (VeOYL 6.2 §). VeOYL 6.3 §:n mukaisesti emoyhtiö on myös Venäjällä vastuussa tytäryhtiölle konsernin politiikan noudattamisesta aiheutuneista tappioista.

Suomessa vastaavaa säännöstä emoyhtiön vastuusta tytäryhtiön tappioista ei ole. Periaatteessa emoyhtiön korvausvastuu voi eskaloitua vastuun samastuksen kautta.³⁰⁰ Käytännössä OYL 1:1.2 §:n sisältämän osakkeenomistajan rajoitettua vastuuta koskevan säännöksen on katsottu kuitenkin soveltuvan myös OYL 9:12 §:n mukaisessa konsernisuhteessa oleviin osakeyhtiöihin. Vastuun samastus ei saa tukea myöskään oikeuskäytännöstä. KKO on antanut kaksi ratkaisua koskien vastuun samastusta (KKO 1996:68 ja KKO 1997:17), joiden perusteella on selkeää, että KKO periaatteessa sallii vastuun samastuksen, mutta kynnys sen toteuttamiselle on erittäin korkea (kummassakaan tapauksessa samastuksen edellytyksiä ei katsottu olleen olemassa).³⁰¹

7.5.3.4. Enemmistöosakkeenomistajien velvollisuudet

Seuraava keino vähentää enemmistöosakkeenomistajan opportunistista käyttäytymistä on asettaa heidät vastuuseen tehdyistä toimenpiteistä. Venäjän lainsäädännön mukaan osakkeenomistajalla tai yhtiöllä on oikeus nostaa kanne enemmistöosakkeenomistajaa vastaan päätöksen kumoamiseksi ja päätöksestä aiheutuvien tappioiden korvaamiseksi, jos enemmistöosakkeenomistaja on rikkonut transaktion hyväksymistä koskevia säännöksiä (VeOYL 84 §). Muita enemmistöosakkeenomistajan *ex post* velvoitteita koskevia säännöksiä ei ole lainsäädännöstä löydettävissä.

Suomen OYL 22:2 §:n mukaan osakkeenomistajan on korvattava vahinko, jonka hän on myötävaikuttamalla OYL:n³⁰² tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen tahallisesti tai tuottamuksellisesti aiheuttanut yhtiölle, toiselle osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle. Myötävaikuttaminen voi tapahtua sekä yhtiökokouksessa että sen ulkopuolella.

³⁰⁰ Samastuksella tarkoitetaan sitä poikkeuksellista tilannetta, jossa osakkeenomistaja, usein konsernin emoyhtiö tai yhdenyhtiön ainoa osakkeenomistaja katsotaan osakkeenomistajan rajattua vastuuta koskevasta säännöksestä huolimatta vastuulliseksi yhtiön velvoitteista.

³⁰¹ *Mähönen – Villa* (2006a), s. 138–140.

³⁰² Vaikka säännös koskee sanamuotonsa mukaisesti vain OYL:n rikkomista myös muut OYL:ssa mainitut lait, kuten esim. kirjanpitolaki ja tilintarkastuslaki tulevat kysymykseen. *Savela* (2006), s. 184, HE 109/2005 vp, s. 90, 94.

On kuitenkin huomattava se seikka, että tuottamusarviointia tehtäessä eri osakkeenomistajaryhmiltä voidaan odottaa eritasoista perehtymisvelvollisuutta. Siten enemmistöosakkeenomistajalta odotetaan parempaa perehtyneisyyttä OYL:n ja yhtiöjärjestyksen säännöksiin kuin vähemmistöosakkeenomistajalta. Enemmistöosakkeenomistajien tuottamusarviointi rinnastuu pitkälti yhtiön johdon vastuuseen.³⁰³ Lisäksi OYL:n 1:7 §:n sisältämästä yhdenvertaisuusperiaatteesta johdettavasta enemmistöosakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta seuraa, että enemmistöosakkeenomistajalla on vastaavia velvollisuuksia muita yhtiön osakkeenomistajia kohtaan kuin johdolla on kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.³⁰⁴ Tästä johtuen heidän on sekä pidättäydyttävä sellaisista toimista, jotka ovat vähemmistöosakkeenomistajille haitaksi sekä tietyissä tilanteissa myös edistettävä oman etunsa lisäksi aktiivisesti vähemmistön etujen toteutumista.³⁰⁵

7.5.3.5. Johdon velvollisuudet

Viimeinen vähemmistöosakkeenomistajien käytössä oleva *ex-post* -oikeussuojakeino on niiden yhtiön johtajien saattaminen vastuuseen, jotka ovat laittoman lähipiiritransaktion hyväksyneet. Venäjän lainsäädäntö sisältää Suomen OYL 1:8 §:n kaltaisen johdon huolellisuusvelvoitteen. VeOYL 71.1 §:n sisältämän huolellisuusvelvollisuuden mukaisesti johtajien on toimittava yhtiön edun mukaisesti, järkevästi sekä vilpittömässä mielessä. Kummankaan tutkimani maan lainsäädäntö ei kuitenkaan sisällä nimenomaista säännöstä johtajien saattamisesta vastuuseen lähipiiritransaktion hyväksymisestä. Suomessa huolellisuusvelvollisuuden rikkomisesta seuraa yhtiön johdolle korvausvelvollisuus kuitenkin OYL 22:1 §:n mukaisesti.

Vähemmistöosakkeenomistajia suojelee myös heille annettu nimenomainen oikeus kanteen nostamiseen joko osakkeenomistajalle itselleen suoritettavan vahingonkorvauksen maksamiseksi tai yhtiölle suoritettavan vahingonkorvauksen maksamiseksi (derivatiivinen kanne). Tällaisen vahvan oikeussuojamekanismin olemassaolo toimii johtajien suuntaan pelotteena siitä, että väärinkäytöksistä, kuten laittomien lähipiiritransaktioiden hyväksymisestä, voi joutua vastuuseen. Vähemmistöosakkeenomistajat, joille on annettu oikeus kanteen nostamiseen voivat

³⁰³ HE 109/2005, s. 31, 196.

³⁰⁴ Mähönen – Villa (2006a), s. 145.

³⁰⁵ Mähönen – Villa (2006a), s. 149.

vaatia täten oikeusteitse oikeuksiensa toteutumista. Kanteen nosto-oikeus onkin yksi keskeisimmistä vähemmistöosakkeenomistajalle kuuluvista oikeuksista.³⁰⁶

Venäjällä, Suomen tavoin, kaksi tahoja voi nostaa kanteen yhtiön johtoa vastaan. Ensimmäinen taho, joka voi molemmissa maissa kanteen nostaa on yhtiö itse (VeOYL 71.5 §, OYL 22:6 §). Sekä Venäjällä että Suomessa yhtiö voi nostaa kanteen ilman yhtiökokouksen hyväksyntää. Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien kannalta tämä on hyvä asia, sillä johtuen päätösvallan keskittymisestä harvoille enemmistöosakkeenomistajille yhtiökokouksen hyväksynnän saaminen olisi epätodennäköistä. VeOYL ei kuitenkaan kerro tarkkaan, kenellä on oikeus nostaa kanteen yhtiön puolesta.³⁰⁷ Suomessa OYL 22:6 §:n mukaisesti tämä oikeus on lähtökohtaisesti hallituksella. Mutta kanteen nostamisesta voidaan päättää myös yhtiökokouksessa esimerkiksi tapauksissa, joissa on kyseessä hallituksen jäsenen aiheuttama vahinko.³⁰⁸

Toinen taho, joka voi sekä Venäjällä että Suomessa nostaa omissa nimissään derivatiivisen kanteen yhtiön johtoa vastaan vahingonkorvauksen suorittamiseksi yhtiölle ovat yhtiön osakkeenomistajat. Tämän tehdäkseen kantajalla on Venäjällä oltava omistuksessaan vähintään yksi prosentti yhtiön liikkeelle lasketuista osakkeista (VeOYL 71.5 §). Suomessa, jopa yksittäinen osakkeenomistaja voi OYL 22:7 §:n mukaisesti nostaa kanteen vahingonkorvauksen suorittamiseksi, jos vahingonkorvausvaatimuksen toteuttamatta jättäminen olisi OYL 1:7 §:ssä tarkoitetun yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista ja on todennäköistä, ettei yhtiö huolehdi vaatimuksen toteuttamisesta.³⁰⁹ Jälkimmäisen ehdon vallitessa myös osakkeenomistajat, jotka omistavat vähintään kymmenesosan kaikista osakkeista, voivat kanteen nostaa.

Ongelmallisinta derivatiivisissa kanteissa ja vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvissa kanteissa on oikeudenkäyntikuluriski. Se sekä välillisten vahinkojen korvaamisen kieltö hillitsevät tehokkaasti sekä Venäjällä että Suomessa vähemmistöosakkeenomistajan halua käyttää vähemmistöoikeuksia ja ovat näin keskeisin enemmistönsuojakeino.³¹⁰

³⁰⁶ Kurtbedinov (2009), s. 209.

³⁰⁷ Black – Cheffins – Gelter – Kim – Nolan – Siems – Prava Linia (2006).

³⁰⁸ Mähönen – Villa (2006c), s. 329.

³⁰⁹ Yhtiö voi olla haluton kanteen nostamiseen mm. tilanteessa, jossa yhtiölle vahinkoa aiheuttanut toimi on hyödyttänyt sen enemmistöosakkeenomistajia tai jossa korvausvaatimus kohdistuisi enemmistöosakkeenomistajassa merkittävää valtaa käyttävään henkilöön. (HE 109/2005 vp, s. 198).

³¹⁰ Mähönen – Villa (2006c), s. 337–338. Ks. lisäksi HE 109/2005 vp, s. 199. Samaa ongelmaa ei ole Suomessa vähemmistöosakkeiden lunastuksesta, jossa lunastaja vastaa välimiesmenettelyn kuluista. Venäjällä ei vastaavaa säännöstä lunastajan kuluvaluusta ole.

Suomessa osakkeenomistajalla on oikeus toisaalta ajaa kannetta omissa nimissään OYL 22:1.2 ja 22:3 §:n sekä TTL 51 §:n nojalla sillä perusteella, että vahingonaiheuttaja on aiheuttanut hänelle henkilökohtaista välitöntä vahinkoa osakeyhtiölakia tai yhtiöjärjestystä rikkomalla.³¹¹ Venäjällä osakkeenomistajan omissa nimissään yhtiön johtoa vastaan ajama kanne välittömien hänelle itselleen aiheutuneiden vahinkojen korvaamiseksi ei ole lähipiiritransaktioiden kyseessä ollessa mahdollinen.³¹²

Tutkielmani yhtiöoikeudellisen luonteen vuoksi en käsittele tarkemmin rikos- ja hallinto-oikeudellisia rangaistuksia.

8. JOHTOPÄÄTÖKSET *DE LEGE FERENDA*

Venäläisille osakeyhtiöille on niiden yksityistämisestä alkaen ollut tyypillistä erittäin keskittynyt omistusrakenne. Tyypillisen venäläisen yhtiön omistus on keskittynyt vain muutaman enemmistöosakkeenomistajan käsiin. Suurimmassa osassa osakeyhtiöitä vähemmistöosakkeenomistajien omistusosuus ei ylitä kymmentä prosenttia. Lisäksi yhtiöiden johto koostuu pääosin enemmistöosakkeenomistajista tai heidän tiukassa kontrollissaan olevista johtajista. Vallan keskittymisestä sekä lainsäädännön heikosta suojasta johtuen Venäjän liiketoimintaympäristölle leimaa antava piirre onkin ollut enemmistöosakkeenomistajien opportunistinen, vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia syrjivä käyttäytyminen.

Ulkomaisten investointien saamiseksi maahan sekä kapitalistisen talousjärjestelmän integroimisen mahdollistamiseksi Venäjän corporate governance -järjestelmää alettiin kehittää toden teolla 1990-luvulla. Merkittävin uudistus oli maan osakeyhtiölain säätäminen vuonna 1995. Yhtenä lain tärkeimpänä tavoitteena oli vähemmistöosakkeenomistajien aseman parantaminen, sillä ilman vähemmistön suojaa ei uusia investointeja maahan ollut odotettavissa.

Professoreita *Bernard Black* ja *Reinier Kraakman* voidaan pitää Venäjän osakeyhtiölain luojina, sillä laki säädettiin heidän esitystensä mukaisesti. Heidän mukaansa paras keino ulkopuolisten sijoittajien suojelemiseen oli ns. *self-enforcement* -mallinen

³¹¹ *Mähönen – Villa* (2006c), s. 338. Ks. lisäksi HE 109/2005 vp, s. 198 ja 202.

³¹² Venäjällä osakkeenomistaja voi VeOYL 71 §:n mukaan ajaa kannetta omissa nimissään yhtiön johtoa vastaan vain niiden välittömien vahinkojen korvaamiseksi, joita hänelle on aiheutunut johdon VeOYL 84.1 §:n sisältämien pörssi-yhtiön osakkeiden vapaaehtoista ostotarjousmenettelyä koskevien säännösten rikkomisesta.

osakeyhtiölaki³¹³, sillä se tarjoaisi itsessään yhtiön ulkopuolisille sijoittajille vahvan suojan sisäpiiriläisten opportunistia vastaan ja täten heidän ei tarvitsisi turvautua heikkoina pidettyihin toimeenpanoelinten, kuten tuomioistuinten, apuun.³¹⁴ Laki epäonnistui tavoitteidensa toteuttamisessa kuitenkin useassa kohdassa.

Epäonnistuminen johtui monesta syystä. Ensinnäkin lakia säädettäessä oletettiin Venäjälle syntyvän Manner-Euroopan tapaan laaja suurten ulkopuolisten osakkeenomistajien joukko, jotka omien intressien suojaamisen ohella olisivat pakotettuja tarjoamaan suojaa myös vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksille.³¹⁵ Kuten edellä venäläisten osakeyhtiöiden omistusrakennetta koskevasta jaksosta kävi ilmi, tällaista osakkeenomistajien luokkaa ei kuitenkaan syntynyt vaan omistus ajautui suurien enemmistöomistajien käsiin.

Toiseksi osakeyhtiölaissa ei otettu tarpeeksi huomioon Venäjälle ominaisia kulttuurisia ja institutionaalisia erityispiirteitä, piirre, joka oli varsin tyypillinen 1990-luvulla länsimaista suurimmaksi osaksi kopioituille laeille.³¹⁶ Esimerkkejä Venäjälle tyypillisistä piirteistä ovat tuomareiden länsimaisiin kollegoihin verrattuna heikko ammattitaito ja tästä johtuva heikko lakien toimeenpano sekä laillisuusperiaatteen aliarvioiminen, josta aiheutui konflikteja virallisen sääntelyn ja usein konflikteissa vahvemmaksi tulkittun epävirallisen sääntelyn välille.³¹⁷ Lisäksi ongelmia angloamerikkalaisen sääntelyn omaksumiselle aiheuttivat kansalaisten sosialismin ajalta periytynyt heikko luottamus toisiinsa sekä erittäin keskittynyt yhtiöiden omistusrakenne. Näissä olosuhteissa angloamerikkalainen laillisuusperiaatteen sekä yhtiöiden hallitusten roolia korostava corporate governance -järjestelmä oli tuomittu epäonnistumaan.³¹⁸

Venäjän corporate governance -sääntelyyn on kuitenkin tehty viimeisten vuosien aikana useita parannuksia, tärkeimpinä näistä osakeyhtiölakiin vuosina 2001, 2006 ja 2009 sekä arvopaperimarkkinalakiin vuonna 2009 tehdyt päivitykset. Lakien muokkaamisen

³¹³ Ks. tarkemmin *self-enforcement* -tyyppisen lain soveltuvuudesta siirtymätalouteen Black – Kraakman (1996).

³¹⁴ Esimerkkeinä *self-enforcement* -tyyppisistä lain säännöksistä ovat päätöksentekoa koskevat pakolliset määräenemmistövaatimukset sekä lähipiiritransakzioissa molempien elinten sekä hallituksen että yhtiökokouksen hyväksynnän vaatiminen.

³¹⁵ Black – Kraakman – Tarasova (1996), s. 45.

³¹⁶ Kurtbedinov (2009), s. 86.

³¹⁷ Randall (2001), s. 150.

³¹⁸ Judge – Naoumova (2004), s. 6. Mainituista syistä Suomen OYL:n kaltainen laki, joka nojaa vahvasti yleisiin periaatteisiin, ei ole mahdollinen Venäjällä.

tarkoituksena on ollut saada ne vastaamaan paremmin nimenomaan Venäjällä vallitsevien olosuhteiden asettamiin haasteisiin. Lakeihin tehtyjen muutosten lisäksi tärkeä corporate governance -käytäntöihin positiivisesti vaikuttanut tekijä oli maan corporate governance -koodin julkistaminen vuonna 2002. Uudistuksista johtuen Venäjällä tänä päivänä vallitsevan corporate governance -sääntelyn tarjoaman suojan taso vastaakin jo monilta osin länsimaiden vastaavan sääntelyn tarjoaman suojan tasoa. Tämä pätee myös vähemmistöosakkeenomistajien suojan osalta. Tämän todistaa tekemäni vertailu Venäjän ja Suomen vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia turvaavien sääntelyiden välillä. Lisäksi vähemmistöosakkeenomistajien turvaa on parantanut ulkomaisten sijoitusrahastojen, eritoten *Hermitage Capital Fundin*, harjoittama vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien valvonta.³¹⁹

Positiivisesta kehityksestä huolimatta Venäjän liiketoimintaympäristön erityispiirteet, etenkin maassa vallitseva erittäin keskittynyt omistusrakenne, aiheuttavat edelleen ongelmia maan corporate governancea silmällä pitäen. Erityisesti vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia loukkaavat käytännöt ovat edelleen varsin yleisiä. Näistä tyypillisin esimerkki on laitton lähipiiritransaktio yhtiön ja sen enemmistöosakkeenomistajan välillä. Vaikka väärinkäytökset monesti johtuvatkin lainsäädännön heikosta toimeenpanosta, sääntelyn parantamiseen on edelleen tarvetta.

Näin on siitä huolimatta, että ennen maailmanlaajuista talouskriisiä hiljalleen kasvussa ollut vähemmistöosakkeenomistajien määrä, on kriisin myötä kääntynyt taas laskuun. Tähän on syynä pääasiassa ulkomaisten sijoittajien poistuminen markkinoilta sekä suurten omistajien osakkeiden hintojen laskun myötä tekemät lisäostot vähemmistöosakkeenomistajien omistusten kustannuksella. Talouskriisin loppuessa Venäjän talouskasvun kannalta on ratkaisevaa se, kuinka nopeasti kotimaiset ja ulkomaiset sijoittavat palaavat markkinoille. Tähän, kuten jo sanottua, vaikuttaa ratkaisevasti corporate governancen ja etenkin sen vähemmistöosakkeenomistajille tarjoaman suojan taso.

Vähemmistön suojan tarpeellisuutta korostaa se seikka, että monien tutkijoiden mielestä Venäjä tulee lähivuosinakin säilymään erittäin keskittyneen omistusrakenteen maana.³²⁰ Tämä käy jo ilmi tutkittaessa viimevuosina tehtyjä lakimuutoksia sekä oikeuskäytäntöä,

³¹⁹ Hermitage Capital Fundin tekemästä valvonnasta ja sen vaikutuksista, ks. tarkemmin yhtiön Internet-sivut <http://hermitagefund.com> sekä sivuilta löytyvät Harvard Business Schoolin ja Stanford Business Schoolin tekemät tutkimukset yhtiön toiminnan vaikutuksista Venäjän corporate governanceen.

³²⁰ Muun muassa *Berglöf – Pajuste* (2003) ja *Molotnikov* (2008).

jotka molemmat tukevat keskittyneen omistusrakenteen säilymistä.³²¹ Lisäksi se edellä esitetty tosiasia ammattijohtajien käytön hitaasta lisääntymisestä venäläisissä yhtiöissä ei muuta enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä vallitsevan intressiristiriidan säilymistä keskeisimpänä agenttiongelman. Enemmistön on valvottava johtoa myös vähemmistön intressissä.³²²

Vähemmistöosakkeenomistajien suojan parantamiseksi enemmistöosakkeenomistajien opportunistia vastaan, esitänkin seuraavia parannuksia Venäjän osakeyhtiölakiin. Ehdotukset perustuvat puutteisiin ja eroavaisuuksiin, jotka havaitsin vertaillessani Suomen ja Venäjän corporate governance -sääntelyjä toisiinsa. Suurimmat puutteet koskevat vähemmistön suojaa laittomilta lähipiiritransaktioilta sekä vähemmistön tiedonsaantioikeuksia.

Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suojaa parantaisi ensinnäkin heidän kutsumisoikeutensa laajentaminen. Venäjällä yhtiökokouksen koollekutsumiseen vaaditaan VeOYL 55.1 §:n mukaan vähintään kymmenen prosentin omistusosuus yhtiöstä. Huomioimalla se tosiasia, että suuressa osassa yhtiöitä vähemmistö ei omista edes mainittua osuutta, en näe perustelluksi vaatia näin korkeaa omistusosuutta yhtiökokouksen koolle kutsumiseen. Tätä puoltaa myös se tosiasia, että Suomessa tämä oikeus on jokaisella osakkeenomistajalla vaikka Suomessa yhtiöiden omistusrakenne on Venäjää hajautuneempi. Mielestäni Suomen tasolle ei kutsumisoikeuden käyttämiseen vaadittavaa omistusosuutta kuitenkaan ole perusteltua laskea, koska se aiheuttaisi Venäjällä suuren vaaran vähemmistöoikeuksien väärinkäytöstä.

Toiseksi vähemmistöosakkeenomistajien ja heidän edustajiensa tiedonsaantioikeuksia pitäisi vahvistaa. Tällä hetkellä VeOYL 89 ja 91 §:n mukaan osakkeenomistajan tulisi omistaa 25 % yhtiöstä, jotta hän voisi tarkistaa hallituksen pöytäkirjoja sekä kirjanpitoraportteja. Näin korkea omistusosuuden vaatimus estää vähemmistöosakkeenomistajia käyttämästä yhtä tärkeimmistä oikeussuojakeinoistaan,

³²¹ Esimerkkeinä toimivat vuonna 2006 VeOYL:iin otettu enemmistöosakkeenomistajan lunastusoikeus sekä Venäjän perustuslakituomioistuimen ratkaisu N 714-O-P vuodelta 2007. Asia koski lunastusoikeuden perustuslainmukaisuutta. Tuomiossaan perustuslakituomioistuimen totesi VeOYL lunastusoikeuden olevan perustuslainmukainen sekä antavan lainsäätäjälle oikeuden suosia lunastukseen oikeutetun sekä lunastuksen kohteena olevien osakkeiden omistajan intressien ristiriitatilanteessa lunastajan intressejä, jos vähemmistöosakkeenomistajilla ei edes kollektiivina ole mahdollisuutta vaikuttaa yrityksen asioihin. Suomessa puolestaan on systemaattisesti kieltäytytty arvioimasta OYL:n säännösten perustuslainmukaisuutta. HE 109/2005 ei esim. mennyt perustuslakivaliokuntaan lainkaan. *Mähönen – Villa* (2006), s. 61.

³²² *Berglöf – Pajuste* (2003).

etenkin lähipiiritransaktioiden tilanteessa, eli yhtiön johtoa vastaan nostettavaa derivatiivista kannetta. Vähemmistöosakkeenomistajilla ei yksinkertaisesti korkeasta omistusosuusvaatimuksesta johtuen ole monessakaan tapauksessa mahdollisuutta saada tietoa hallituksen toiminnasta kanteensa perusteeksi. Lisäksi yksittäisten hallituksen jäsenten yhtiön asiakirjojen tarkastusoikeus tulisi ottaa selkeästi lakiin, sillä etenkin vähemmistön edustajan tarkastusoikeudella on iso merkitys vähemmistön oikeuksien toteutumisen kannalta, koska hän on vähemmistölle monesti ainoa kanava saada tietoa hallituksen toiminnasta.

Kolmanneksi osingonjakoa ja omien osakkeiden lunastusta koskevat VeOYL:n säännökset kaipaavat vähemmistöosakkeenomistajan suojan kannalta katsottuna tiettyjä lisäyksiä. Venäjän osakeyhtiölaki ei takaa vähemmistöosakkeenomistajalle oikeutta vähimmäisosinkoon tilanteissa, joissa enemmistöosakkeenomistajat eivät sitä halua maksaa. Ottaen huomioon vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien yleensä erilaiset sijoitusintressit, olisikin mielestäni aiheellista säätää Suomen tavoin lailla vähemmistöosingon maksamisesta.

Useimmiten vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien loukkauksia esiintyy kuitenkin yhtiön ja sen enemmistöosakkeenomistajan välillä tehtyjen lähipiiritransaktioiden yhteydessä. Lähipiiritransaktioiden osalta Venäjän osakeyhtiölaissa onkin eniten parannettavaa. Ensinnäkin, mitä tulee yhtiön johdon vastuisiin enemmistöosakkeenomistajan kanssa tehdyn lähipiiritransaktioiden hyväksyjänä, esitän Suomen osakeyhtiölain 22:2.2 §:n kaltaisen tuottamusolettaman sisällyttämistä myös Venäjän lainsäädäntöön. Sitä kautta jokaisella johtajalla olisi velvollisuus osoittaa, että hän on toiminut huolellisesti hyväksyessään vahinkoa aiheuttaneen lähipiiritransaktion. Lähipiiritransaktion tilanteissa mielestäni jokaisen hallituksen jäsenen olisi kyettävä näyttämään menetelleensä huolellisesti, sillä puolueettoman johtajan käsite on etenkin Venäjällä varsin tulkinnanvarainen käsite. Hallituksen jäsenten valinta hallitukseen ja siellä pysyminen on kuitenkin riippuvainen suurten osakkeenomistajien äänistä.

Toiseksi enemmistöosakkeenomistajien velvollisuuksien tarkentamiseksi VeOYL:n sisältämä huolellisuusvelvollisuus pitäisi laajentaa koskemaan myös heitä, etenkin yhtiön ja enemmistöosakkeenomistajien tai hänen läheistensä välisissä transaktioiden tapauksissa. Heiltä vaadittaisiin siis yhtiön johdon kanssa samanlaista huolellisuutta ja yhtiön edun ja muiden osakkeenomistajien edun huomioonottamista. Lisäksi enemmistöosakkeenomistajan pitäisi huolehtia myös, että muut lain edellyttämät

toimenpiteet, kuten lähipiiritransaktiosta tiedottaminen, tulevat suoritetuiksi. Huolellisuusvelvollisuuteen auttaisi myös torjumaan tilanteet, joissa enemmistöosakkeenomistaja painostaa yhtiön johtoa hyväksymään lähipiiritransaktion.

Viimeisiksi enemmistöosakkeenomistajalle tulisi mielestäni asettaa velvollisuus lähipiiritransaktion kyseessä ollessa toimittaa yhtiön johdolle kaikki se informaatio, jota se tarvitsee tehdäkseen päätöksen, joka täyttää huolellisuusvelvollisuuden päätöksenteolle asettamat vaatimukset. Johdolla tulisi myös olla oikeus tätä informaatiota vaatia.