



UNIVERSITY OF HELSINKI



<https://helda.helsinki.fi>

Helda

---

## Määräysvallasta osakeyhtiössä

Pönkä, Ilkka Hannu Ville

Suomen Asianajajaliitto

2008

---

Pönkä, I H V 2008, 'Määräysvallasta osakeyhtiössä', Defensor Legis : Suomen asianajajaliiton äänenkannattaja, Vuosikerta. 2008, Nro 5, Sivut 737-758.

---

<http://hdl.handle.net/10138/231122>

---

publishedVersion

---

*Downloaded from Helda, University of Helsinki institutional repository.*

*This is an electronic reprint of the original article.*

*This reprint may differ from the original in pagination and typographic detail.*

*Please cite the original version.*

## MÄÄRÄYSVALLASTA OSAKEYHTIÖSSÄ

*(Über das Bestimmungsrecht in der Aktiengesellschaft)*

### 1 Kysymyksenasettelu

Osakassopimuksia koskevan väitöstutkimuksen<sup>1</sup> yhteydessä törmäsin useasti osakeyhtiön määräysvaltakysymyksiin. Esimerkiksi Ruotsissa *Carl Martin Roos* on väitöskirjassaan ”Avtal och Rösträtt” nähnyt osakassopimuksen juuri määräysvallansääntelyinstrumenttina<sup>2</sup>. Osakeyhtiölaki (myöhemmin OYL) tarjoaa osakkeenomistajille kuitenkin mahdollisuuden säännellä yhtiön valta-asetelmista myös muilla mekanismeilla, kuten osakkeiden erilaistamisella, yhtiökokouksen päätöksentekoa koskevilla määränemmistövaatimuksilla, erilaisilla äänileikkureilla ja -asteikoilla, niin sanotuilla myrkkypillereillä sekä valtakir-

jojen keräämisellä. Näiden instrumenttien avulla tietty osakkeenomistajien ryhmittymä voi yhtäältä varmistaa, että yhtiötä johdetaan heidän halumallaan tavalla, toisaalta mainitut mekanismit tarjoavat omistajakunnalle mahdollisuuden jakaa määräysvaltaa myös sellaisille vähemmistöosakkeenomistajille, joilla ei ole omistusosuutensa puolesta muuten tosiasiallisia vaikutusmahdollisuuksia yhtiön päätöksenteossa. Lisäksi erilaiset määräysvallankeskittämismekanismit ovat hyvin olennaisia niin sanottujen yritysvaltausten näkökulmasta.

---

<sup>1</sup> *Ville Pönkä*, Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Helsinki 2008.

<sup>2</sup> *Carl Martin Roos*, Avtal och rösträtt. En aktiebolagsrättslig studie. Stockholm 1969.

Yritysvaltaus (tai yrityskaappaus) on sinänsä harhaanjohtava käsite, koska sillä viitataan lähtökohtaisesti osakekauppaan tai useiden kauppojen sarjaan, jonka tarkoituksena on saavuttaa määräysvalta-asema kohdeyhtiössä. Yritysvaltauksella ei siten tarkoiteta tosiasiallisesti muuta kuin osakkeiden hankintaa, joka tapahtuu mahdollisesti määräävien omistajien ja yritysjohton tahdon vastaisesti. Näin ollen toimenpiteessä ei ole kyse siitä, että myyjä pakotetaan luopumaan osakkeistaan. Yritysvaltaaja pyrkii ostoin ja sopimuksin syrjäyttämään yrityksessä valtaa pitävän tahon. Valtaus kohdistuu usein ensin vähemmistöosuuteen ("nurkanvaltaus"), jonka jälkeen omistusta kohdeyhtiössä kasvatetaan eri keinoin kohti määräysvaltaa.<sup>3</sup>

Osakkeenomistajat voivat sekä yhtiöjärjestyksellä että sopimusperusteisilla järjestelyillä pyrkiä ennaltaehkäisemään mahdollisia valtausyhtymisiä. Vastavuoroisesti valtaustoimenpide on mahdollista toteuttaa esimerkiksi äänestys sopimuksin tai keräämällä valtakirjoja. Oikeuskirjallisuudessa yritysvaltauksen torjuntakeinot on jaettu yhtäältä yritysjohtoaloitteisiin ja osakkeenomistaja-aloitteisiin järjestelyihin, toisaalta torjuntakeinojen ajallisen ulottuvuuden perusteella yritysostotarjousta edeltäviin ja ostotarjousta seuraaviin toimenpiteisiin.<sup>4</sup> Tyypillisiä ostotarjousta edeltäviä osakkeenomistaja-aloitteisia toimenpiteitä ovat erilaiset yhtiöjärjestykseen otettavat osakkeenomistajan äänioikeudenkäyttöön vaikuttavat ehdot sekä lunastus- ja suostumuslausekkeet. Esimerkiksi yritysvaltaustilanteessa käytettävä osakeanti edustaa puolestaan yritysjohtoaloitteista toimenpidettä, silloin, kun yhtiökokous on antanut hallitukselle tähän etukäteen valtuutuksen.

Sivuhuomautuksena tässä yhteydessä mainittakoon, että Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), Euroopan corporate governance instituutti (ECGI) ja asianajotoimisto Shearman & Sterling ovat toukokuussa 2007 julkaisseet laajan erilaisia kontrollin keskittämismekanismeja ("CEM" tai "Control Enhancing Mechanism") koskevan tutkimuksen "Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study"<sup>5</sup>. Tässä vertailevassa tutkimuksessa on tarkasteltu kuudentoista EU:n jäsenvaltion sekä Yhdysvaltojen, Japanin ja Australian yhtiölainsäädäntöjen sallimia määräysvallan keskittämismekanismeja.

Tässä kirjoituksessa tulen arvioimaan erilaisen osakeyhtiön määräysvallansäätelymekanismien erityispiirteitä ja tarkoituksenani on ennen kaikkea selvittää niihin liittyviä juridisesti relevantteja ongelmakohtia. Näkökulma artikkelissa on käytännönläheinen, mutta tästä huolimatta tulen sitomaan analyysin osakeyhtiöoikeuden yleisiin oppeihin<sup>6</sup> ja esittämään eräitä huomioita tiettyjen lainsäädäntöratkaisujen tarkoituksenmukaisuudesta. Kirjoitus on toteutettu rakenteellisesti siten, että ensiksi käsittelen yhtiöjärjestyksiperusteisia määräysvallansäätelymekanismeja (ts. mekanismeja, joista voidaan ja – osakkeenomistajien päämääristä riippuen – myös kannattaa sopia yhtiöjärjestyksessä) ja tämän jälkeen sopimukseen perustuvia järjestelyjä. Aluksi esitän kuitenkin eräitä "määräysvalta" käsitteeseen liittyviä yleisiä luonnehdintoja.

<sup>3</sup> Raimo Immonen, Yritysjärjestelyt, s. 33–37. Jyväskylä 2006 ja Yritysmuodot ja liiketoiminta, s. 508–509. Jyväskylä 2002; Risto Nuolimaa, Näkökohtia ns. yritysvaltauksista, s. 1–2. DL 1989, s. 1–9 ja Kirja-arvostelu: Jan Schans Christiansen, Ledelse & aktionærer. 6 essays om den moderne selskabs- og børsret, s. 760. DL 1993, s. 758–760 sekä Ari Savela, Hostile Takeovers and Directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union, s. 15. Saarijärvi 1999. Yhtiössä valtaapitävän tahon näkökulmasta yritysvaltaus ("takeover") usein mielletään negatiivisena ilmiönä, mutta vähemmistön kannalta johdon uudistuminen voi olla myönteinen asia. Mike Bukart – Samuel Lee, The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective, s. 51. ECGI: Finance Working Paper N° 176/2007. Valtausuhka tai -yritys saattaa esimerkiksi kannustaa johtoa yhtiön liiketoiminnan kehittämiseen. Ks. yritysvaltausten eduista ja haitoista yleisesti Matti J. Sillanpää, Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus, s. 81–85. Jyväskylä 1994.

<sup>4</sup> Savela, m.t.s. 18.

<sup>5</sup> Aineisto on saatavilla internetosoitteesta [http://www.ecgi.org/osov/final\\_report.php](http://www.ecgi.org/osov/final_report.php).

<sup>6</sup> Ks. osakeyhtiöoikeuden "yleisten oppien" käsitteestä mm. Ville Pönkä, Kirja-arvostelu: Jukka Mähönen – Seppo Villa, Osakeyhtiö I – Yleiset opit. Porvoo 2006, s. 317–318. LM 2007, s. 317–323 ja Pekka Timonen, Yhtiöoikeus, s. 280–284. Teoksessa Oikeustiede Suomessa 1900–2000, s. 275–284 (toim.) Urpo Kangas. Juva 1998.

## 2 Määräysvalasta

Osakeyhtiöoikeudessa puhutaan niin sanotusta *osake ja ääni* -periaatteesta, jonka mukaan kaikkiin osakkeisiin liittyy yhtäläinen äänioikeus, ellei yhtiöjärjestyksessä ole muusta määrätty (OYL 3:1). Toisin sanoen yhtiössä, jossa ei ole erilaisia osakkeita, määräysvalta jakautuu omistajien kesken heidän yhteistoimintaan sijoittamiensa pääomapanosten mukaisessa suhteessa. Osakeyhtiömuodolle on siten esimerkiksi henkilöyhtiöistä ja osuuskunnasta poiketen ominaista, että määräysvalta organisaatiossa ei jakaudu yhteistoimintaan osallistuvien henkilöiden pääluvun perusteella. Ensiksi mainittua yritysmuotoa onkin kuvattu pääomayhtiöksi, jossa omistajan pääomapanoksella on huomattavasti suurempi merkitys kuin osakkeenomistajien keskinäisellä yhteistyöllä ja luottamuksella<sup>7</sup>.

Henkilöyhtiön yhtiösopimuksessa on mahdollista määrätä, että yhtiön asioista päätetään yhtiömiesten kokouksessa annettujen äänten enemmistöllä. Tässä yhteydessä äänivalta voidaan myös porras-taan yhtiöön sijoitettujen pääomapanosten mukaisesti samalla tavalla kuin osakeyhtiössä. Lähtökoh-tana henkilöyhtiöoikeudessa on kuitenkin se, että mikäli yhtiömiehet eivät ole muuta sopineet, päätöksenteko yhtiökokouksessa tapahtuu yhtiömiesten pääluvun – ei yhtiöön sijoitettujen pääomapa-nosten – mukaisessa suhteessa<sup>8</sup>. Tämä tulkinta korostaa yhtiömiöhen henkilökohtaisen kontribuuti-on merkitystä kyseisessä yritysmuodossa. Myös osuuskunnassa noudatetaan niin sanottua *jäsen*

*ja ääni* -periaatetta. Osuuskuntalain 4:7.2:n mu-kaan tästä pääsäännöstä voidaan kuitenkin poiketa osuuskunnan säännöissä.

Osakeyhtiön kontrolloinnin perusta ei ole kuitenkaan välittömästi osakkeenomistuksessa, vaan äänioikeuteen perustuvassa määräysvallan käyttämisessä<sup>9</sup>: yhtiöön sijoitetut pääomapanokset eivät ole välttämättä symmetriassa osakkeen-omistajan valta-aseman kanssa. Päätökset yhtiö-kokouksessa tehdään lähtökohtaisesti annettujen äänten, ei siellä edustettujen osakkeiden, perus-teella<sup>10</sup>. OYL:n mukaan yhtiön päätöksenteossa sovelletaan enemmistöperiaatetta, mikäli laista tai yhtiöjärjestyksestä ei muuta seuraa (OYL 1:6 ja 5:26.1). Osakeyhtiöoikeudessa määräys-vallalla viitataan äänten enemmistön hallitse-miseen<sup>11</sup>, koska yhtiön johto valitaan lähtökoh-taisesti enemmistö päätöksellä<sup>12</sup>. Määräysvallan ”vastinparina” ovat ne säännöt, jotka määrittävät määräysvallan käytön sallitut rajat. Tämän sään-telyn keskiössä ovat vähemmistöosakkeenomis-tajien ja yhtiön velkojien oikeudet, jotka viime kädessä asettavat hyväksyttävän määräysvallan-käytön rajat.<sup>13</sup>

Toisaalta on pidettävä mielessä, että vallan kä-site on aina sidoksissa yksittäisiin ilmiöihin. Mää-räysvaltaa ei voida mitata yksinomaan äänivallan enemmistöllä, koska monet yhtiökokouksessa pää-tettävät asiat edellyttävät määräänemmistöä anne-tuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeis-ta (OYL 5:27) tai osakkeenomistajan suostumusta (OYL 5:29). Ensiksi mainitun osalta on erityises-

<sup>7</sup> Ks. mm. *Jukka Mähönen – Seppo Villa*, Osakeyhtiö I – Yleiset opit, s. 286. Porvoo 2006.

<sup>8</sup> Pieniyhtiötoimikunnan mietintö KM 1983:56, s. 29. Kyseistä tulkintaa pidetään edelleen hyväksyttävänä. *Thomas Wilhelmsson – Niilo Jääskinen*, Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt, s. 95. Jyväskylä 2001.

<sup>9</sup> Juuri äänioikeuden määrä ja kohdentuminen määrittelevät määräysvallan yhtiössä. *Jukka Mähönen – Seppo Villa*, Osa-ke-yhtiö III – Corporate Governance, s. 2. Porvoo 2006.

<sup>10</sup> Tästä syystä ns. ”(määräys)valtamarckkinoiden” kohteena ovat juuri osakkeiden äänioikeudet. *Jukka Mähönen*, Tulo- ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä, s. 153. Helsinki 2001 sekä *Pekka Timonen*, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, markkinavoima – Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtämisen oikeudellinen sääntely, s. 200. Helsinki 1997 ja Corporate Governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys, s. 87. Jyväskylä 2000.

<sup>11</sup> *Roos*, Avtal och rösträtt, s. 33 s. sekä *Timonen*, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, markkinavoima, s. 240 ja Corporate Governance, s. 75.

<sup>12</sup> Berle ja Means tiivistävät näkemyksen seuraavasti: ”In most cases, however, if one can determine who does actually have the power to select the directors, one has located the group of individuals who for practical purpose may be regarded as ‘the control.’” *Adolf A. Berle – Gardiner C. Means*. The Modern Corporation & Private Property, s. 66–67. Fourth printing. New Jersey 2002.

<sup>13</sup> *Mähönen – Villa*, Osakeyhtiö III, s. 2.

ti pantava merkille, että päätöksen hyväksyminen edellyttää ääniosuusvaatimuksen lisäksi sitä, että päätöstä on kannattanut vähintään kaksi kolmasosaa kokouksessa edustetuista osakkeista. Käytännössä tämä on merkittävä vastavoima moniäänisille osakkeille<sup>14</sup>. Näin ollen osakkeiden tuottaman äänimäärän perusteella vähemmistöön kuuluvat osakkeenomistajat voivat tosiasiallisesti estää esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevan päätöksen syntymisen.

Määräysvallan käsite ei ole kuitenkaan aivan näin yksinkertainen. Esimerkiksi suuryhtiöissä osakkeenomistus on monesti hajautunut hyvin laajalle ja näiden yhtiöiden yhtiökokouksissa on edustettuina usein jopa alle puolet kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Tällöin *tosiasiallinen määräysvalta-asema* perustuu mahdollisesti huomattavan pieneen omistukseen. Jopa vähemmistöosakkeenomistajalla voi olla tosiasiallinen yksinomainen määräysvalta yhtiössä esimerkiksi silloin, kun on erittäin todennäköistä, että hän saa enemmistön yhtiökokouksessa, koska yhtiön omistajuus on hyvin hajautunutta. Tällaisissa tilanteissa on katsottu olevan epätodennäköistä, että kaikki pienomistajat voisivat osallistua tai lähettää edustajansa yhtiökokoukseen. Yksittäistapauksessa määräysvaltakäytöksen ratkaisee osakkeenomistajien aikaisempien vuosien yhtiökokoukseen osallistumiskäyttäytyminen<sup>15</sup>. Kuvattu tilanne saattaa syntyä esimerkiksi silloin, kun listautumisen yhteydessä kaikki yhtiön rahoittajat

myyvät osakkeensa ja jättävät yhtiön vailla keskitettyä kontrollia olevaksi ”yritysradoksi”<sup>16</sup>.

Vaikka edellä on huomautettu, että määräysvallalla osakeyhtiössä tarkoitetaan ääntenenemistön hallitsemista, osakkeenomistaja saa tietynasteista määräysvaltaa jo hankkimalla yhden kymmenesosan yhtiön osakekannasta. Kyseinen omistusosuus antaa näet oikeuden vaatia tiettyjä OYL:n mukaisia vähemmistöoikeuksia.<sup>17</sup> Tasa-suurin osuuksin omistetussa 50/50-yhtiössä puolestaan yhtiökokouksen puheenjohtajalla on vaaleja lukuun ottamatta merkittävä määräysvalta-asema, koska ristiriitatilanteessa puheenjohtajan ääni on ratkaiseva (OYL 5:26.1).

Adolf A. Berle ja Gardiner C. Means ovat jakaneet osakeyhtiössä käytetyn määräysvallan viiteen valtatyyppiin ja edelleen kahteen pääryhmään, *oikeudelliseen valtaan* ja *tosiasialliseen valtaan*. Oikeudellisia valtatyyppisiä ovat 1. täyteen tai lähes täyteen omistukseen perustuva valta (”control through almost complete ownership”), 2. enemmistövalta (”majority control”) ja 3. oikeudelliseen mekanismiin perustuva valta (”control through a legal device”). Tosiasiallisia valtatyyppisiä ovat puolestaan 4. vähemmistövalta (”minority control”) ja 5. johdon valta (”management control”). Ensiksi mainitulla tyyppillä tarkoitetaan tilannetta, jossa määräysvalta-asema voidaan saavuttaa omistusrakenteeltaan hajautuneessa yhtiössä jo riittävällä vähemmistöomistuksella.

<sup>14</sup> Mähönen – Villa, m.t.s. 133.

<sup>15</sup> Ks. mm. HE laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta 6/2006 vp., s. 43 ja Euroopan yhteisöjen komission tiedonanto yrityskeskittymän käsitteestä yrityskeskittymien valvonnasta annetun neuvoston asetuksen (ETY) N:o 4064/89 mukaan EYVL (1998) N:o C 66/02, kohta 14. Aihepiiri on ollut viime aikoina myös median huomionkohteena. Ks. The Economist, Jun 7th 2007: ”Minority shareholders have their ways of controlling European firms”.

<sup>16</sup> Jari Lauriala, Kontrolli, riski ja informaatio. Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista- ja liiketoimintariskeistä, sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä, s. 59. Saarijärvi 2001.

<sup>17</sup> Nuolimaa, LM 1989, s. 1–2 ja HE 6/2006 vp., s. 43. Silloisen HEX Oyj:n, Keskuskaupakamarin sekä silloisen Teollisuuden ja Työnantajain keskusliiton 2.12.2003 julkaisemassa ns. Corporate Governance -suosituksessa (suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä) ”merkittävällä osakkeenomistajalla” tarkoitetaan sitä, jolla on vähintään kymmenen prosenttia yhtiön kaikista osakkeista tai yhteenlasketusta äänimäärästä (ks. suositus 18, s. 8). Vastaavasti esimerkiksi luottolaitostoiinnasta annetussa laissa ”huomattavalla omistusosuudella” tarkoitetaan omistusosuutta, joka käsittää vähintään kymmenen prosenttia kohdeyhtiön kaikista osakkeista tai osuuksista taikka niin suuren määrän kohdeyrityksen osakkeita tai osuuksia, että ne tuottavat vähintään kymmenen prosenttia kohdeyrityksen kaikkien osakkeiden tai osuuksien tuottamasta äänimäärästä (70.1 §).

Johto voi saavuttaa puolestaan tosiasiallisen valta-aseman yhtiössä, mikäli omistus on niin hajallaan, ettei mikään ryhmittymä kontrolloi sitä.<sup>18</sup> Hallituksen valta-aseman vahvistumista onkin pidetty osakeyhtiöoikeudellisena kehityssuuntana<sup>19</sup>. Suurissa yhtiöissä osakkeenomistuksen hajautuminen on toisin sanoen johtanut määräysvallan siirtymiseen osakkeenomistajilta yhtiön johdolle. Tämä kehityssuunta on yhtiöoikeudellisessa mielessä ongelmallinen, koska osakkeenomistajat – ei yrityksen johto – kantaa viimekätisen residuaaliriskin yhtiön menestyksestä. Määräysvalta – taloudellinen riski -tasapainon vääristymää voidaan korjata esimerkiksi johdolle suunnatuilla osakeperusteisilla kannustinjärjestelmillä. Myös yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus (OYL 1:8), arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely ja corporate governance -suositukset rajoittavat tosiasiallisesti johdon toimintamahdollisuuksia.

Suomen lainsäädännössä tosiasiallisen määräysvallan käsite sisältyy arvopaperimarkkinalain (myöhemmin AML) ja kirjanpitolain (myöhemmin KPL) sanontaan ”oikeus nimittää tai erottaa enemmistö jäsenistä kohdeyrityksen hallituksessa” (ks. AML 1:5:n 2 kohta ja KPL 1:5:n 2 kohta). Tämä havainnollistaa osuvasti edellä mainittua määritelmää, jonka mukaan määräysvalta yhtiössä kuuluu sille taholle, jolla on oikeus valita yhtiön johto. Näissä lainkohdissa on myös huomioitu, että tosiasiallinen määräysvalta-asema saattaa perustua sopimukseen (ks. AML 1:5:n 1 kohta ja KPL 1:5:n 1 kohta<sup>20</sup>). Esimerkiksi tilanteessa, jossa A Oy:n enemmistöosakkaat siirtävät osakkeiden-

sa tuottaman äänivallan sopimusperusteisesti B Oy:lle (tai vastaavasti sitoutuvat äänestämään A Oy:n yhtiökokouksessa B Oy:n haluamalla tavalla), viimeksi mainittu taho käyttää tosiasiallista määräysvaltaa A Oy:ssä<sup>21</sup>. Varsinkin silloin, kun kyseistä äänivallansiirtosopimusta (äänestysopimusta) tuetaan tuntuvalta sopimussakolla, A Oy:n enemmistöosakkaiden ja B Oy:n välille voidaan luoda sitovuudeltaan varsin pysyvä järjestely. Näin ollen on selvää, että yksinomaan osakkeenomistajien näennäisiin äänivaltasuhteisiin katsominen ei aina anna oikeaa kuvaa siitä, kenelle valta yhtiössä tosiasiallisesti kuuluu.

Yhteenvetona edellä esitetystä voidaan todeta, että lainsäätäjä on jättänyt osakkeenomistajille varsin vapaat kädet osakeyhtiön määräysvallan sääntelyn suhteen. Esimerkiksi edellä mainitusta ISS:n, ECGI:n ja asianajotoimisto Shearman & Sterling tekemästä tutkimuksesta voidaan havaita, että Suomessa erilaisiin määräysvallankeskittämismekanismeihin on suhtauduttu varsin sallivasti<sup>22</sup>. Lähinnä omistusosuuksien enimmäismäärää (”ownership ceilings”) koskevat rajoitukset ovat yhtiöjärjestysperusteisina kiellettyjä. Käytännössä kyseinen määräys olisi omiaan vaikuttamaan osakkeen luovutettavuuteen. OYL 3:6:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake vain lain 7 ja 8 §:n mukaisesti. Lisäksi omistusosuuksien enimmäismäärää koskevat rajoitukset olisivat omiaan tekemään osakkeenomistuksesta hajautunutta ja ”heikkoa”, jonka seurauksena määräysvalta yhtiössä saattaisi siirtyä johdolle<sup>23</sup>.

<sup>18</sup> Berle – Means, *The Modern Corporation & Private Property*, s. 67–84. Ks. myös Timonen, *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima*, s. 150 ja *Corporate Governance*, s. 74–77.

<sup>19</sup> Manne Airaksinen – Pekka Pulkkinen – Vesa Rasinaho, *Osakeyhtiölaki I*, s. 196. Helsinki 2007 ja Timo Rapakko, *Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla*, s. 29. Helsinki 1990. Kyse ei ole tosin mitenkään uudesta ilmiöstä. Ks. mm. Pauli Koski, *Konserni*, s. 254–259. Vammala 1977; Keskittymiskomitean mietintö KM 1972:A6, s. 534 ja Lars Erik Taxell, *Aktiebolagsstyrelsens kompetens att rättsshandla. En studie i Finlands gällande bolagsrätt*, s. 234. Turku 1946.

<sup>20</sup> Ks. vastaavasti laki verotusmenettelystä 31.2 §:n 2 kohta.

<sup>21</sup> Kyse on ns. sopimuskonsernista.

<sup>22</sup> Ks. *Sherman & Sterling*, Exhibit B - Regulatory framework for control-enhancing mechanisms: summaries, s. 3 (overall results).

<sup>23</sup> Kyseisten yhtiöjärjestysmääräysten sallittavuutta on puollettu lähinnä osakasdemokratian kasvattamiseen nojavin argumentein. Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers in Danish Law. A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach*, s. 402. Copenhagen 1991.

Vuonna 2006 uudistuneen OYL:n hengessä osakkeenomistajien sopimusvapautta määräysvallan kohdentumisessa voidaan perustella taloudellisella tehokkuusargumentilla: osakkeenomistajilla – ei lainsäätäjällä – on parhaat edellytykset *in casu* arvioida, kenelle yhtiön määräysvalta-asema on tarkoituksenmukaisinta siirtää<sup>24</sup>. Esimerkiksi äänivallattomien osakkeiden ostaja voi ottaa tämän huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Lisäksi määräysvallan vapaata sääntelyä voidaan pitää yhtiön oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimisen kannalta tärkeänä. On esimerkiksi mahdollista, että perustajaosakkeenomistajat tarvitsevat yhtiölleen lisärahoitusta, mutta päätöksentekovallan ei toisaalta haluta siirtyvän uusille osakkaille. Pienemmissä kasvuyhtiöissä pääomasijoittajan houkuttelu yhtiöön saattaa puolestaan edellyttää, että vähemmistö-osakkuudella yhtiöön mukaan tulevalle sijoittajalle annetaan tämän omistusuuteen nähden mahdollisesti huomattavankin paljon päätösvaltaa yhtiön toimielimissä. Silloin, kun rahoitusta joudutaan hankkimaan esimerkiksi luottomarkkinoilta, määräysvaltaa saatetaan joutua siirtämään jopa kokonaan yhtiön ulkopuoliselle taholle. Määrämisvaltaan liittyvää sopimusvapautta voidaan edelleen perustella osakkeenomistajien niin sanottuun itsekkyysoikeuteen palautuvin argumentein: kun osakkeenomistajat saavat yhtiökokouksessa tapahtuvassa päätöksenteossa toimia egoistisesti, eikö ole myös perusteltua katsoa, että omistajalla tulee olla oikeus siirtää osakkeisiin liittyvä äänioikeus muulle taholle, mikäli hän katsoo tämän palvelevan omia etujaan?

Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä huomata, että tietyillä elinkeinonaloilla yhtiön toiminnan luonne edellyttää, että päätöksentekovalta sen

toimielimissä kuuluu määrätyleiselle taholle. Esimerkiksi osakeyhtiömuotoisessa KHT-tilintarkastusyhteisössä enemmistö kaikista osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä tulee olla yhtiössä työskentelevillä KHT-tilintarkastajilla tai ETA-valtioissa hyväksytyillä tilintarkastajilla tai tilintarkastusyhteisöillä (tilintarkastuslaki 33.1 §:n 2 kohta). Tätä vaatimusta on perusteltu sillä, että yhtiön omistus ei saa vaikuttaa sen toimintaan riippumattomuutta vaarantavalla tavalla<sup>25</sup>. Osakeyhtiömuotoon puetun asianajotoimiston osakkeita ei saa puolestaan omistaa muu henkilö kuin kyseessä olevan yhtiön palveluksessa oleva asianajaja, ellei Suomen Asianajajaliiton hallitus myönnä tästä poikkeusta<sup>26</sup>. Asianajotoiminnan keskiöön kuuluu asianajajan henkilököhtainen vastuu hänen lakisääteisten ja sopimukseen perustuvien velvollisuuksien tunnollisesta täyttämisestä ja asianajajista annetun lain 5.2 §:n mukaan yhtiön osakkeenomistaja vastaakin hoitettavanaan olevasta asianajotehtävästä johtuvista velvoitteista yhteisvastuullisesti yhtiön kanssa. Tästä syystä osakeyhtiömuotoisessa asianajotoimistossa sekä osakkeenomistuksen että päätöksentekovallan on katsottu olevan perusteltua kuulua yksinomaan yhtiön velvoitteista henkilököhtäisessä vastuussa oleville asianajajille.<sup>27</sup>

### 3 Yhtiöjärjestysperusteiset määräysvallansääntelymekanismit

#### 3.1 Osakkeiden erilajistaminen

Omistajamääriltään suurissa osakeyhtiöissä määräysvallan keskittäminen on yhtiön tehokkaan toiminnan välttämätön edellytys<sup>28</sup>. Vallan

<sup>24</sup> Ks. myös *Veikko Vahtera*, Osake ja ääni -periaate ja siitä poikkeaminen julkisesti noteeratussa yhtiössä, s. 262. Teoksessa *Oikeus, talous, hallinto. Oikeustieteen päivät 30.–31.8.2007*, s. 243–264 (toim.) Jukka Kultalahti – Risto Nuolimaa. Vaajakoski 2007, joka suhtautuu osake ja ääni -kysymyksen EU tasoisen harmonisoinnin tarkoituksenmukaisuuteen epäillen.

<sup>25</sup> HE tilintarkastuslaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi 295/1993 vp, s. 23.

<sup>26</sup> Yleiset lupaehdot asianajajan toimen harjoittamiseksi osakeyhtiössä (15.4.2005, muutettu 7.4.2006) kohta 7.

<sup>27</sup> *Matti Ylöstalo – Olli Tarkka*, Asianajajan käsikirja, s. 86. Porvoo 2001.

<sup>28</sup> Ks. myös *Lauri Cederberg – Matti Ylöstalo*, Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä, s. 26. Porvoo 1966.

keskittyminen on viime kädessä osakasrakenteen seurausta.<sup>29</sup> Kun yhtiössä on paljon pienomistajia, jotka tavoittelevat ainoastaan sijoituksensa arvonnousua, määräysvalta-asemansa säilymistä tai vahvistumista havittelevat omistajat voivat kontrolloida yhtiötä sekä yhtiöjärjestys- että sopimusperusteisin järjestelyin<sup>30</sup>.

Toisaalta yhtiön määräysvalta-asetelmiin voidaan vaikuttaa erilaisin omistusjärjestelyin. Esimerkiksi niin sanotulla osakkeiden ristiinostamisella voidaan torjua hyvinkin tehokkaasti yritysvaltauksia. Tällöin kaksi tai useampi yritys omistaa merkittävän määrän toisen toisensa osakkeita – mutta ei äänten enemmistöä konserniaselman syntymisen välttämiseksi – tarkoituksenaan keskinäisellä yhteistyöllä varmistaa, ettei yhtiön johtoa voida vaihtaa.<sup>31</sup> Mitä hajautuneempaa yhtiön omistus on, sitä pienemmillä omistusosuuksilla järjestely on mahdollista toteuttaa. Ristiinostuksen seurauksena yhtiön johdosta voidaan käytännössä tehdä lähes erottamaton<sup>32</sup>.

Yhtiöjärjestystasolla tapahtuvalla määräysvallan keskittämisellä tarkoitetaan ensisijaisesti eri osakesarjojen tuottamien äänimääräerojen sääntelyä. OYL 3:3.2:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osake on kokonaan tai osittain äänivaltaton<sup>33</sup>. OYL:ssa ei enää edellytetä, että äänivaltattomaan osakkeeseen olisi liityttävä

parempi oikeus yhtiön varojen jaossa. Näin ollen voimassaoleva OYL ei sisällä vuoden 1978 osakeyhtiölain (myöhemmin VOYL) 3:1a.2:n *etuosaketta* koskevia määräyksiä, vaikka OYL 3:4.1:n 2 kohta sisältääkin tahdonvaltaisen olettamasaännöksen, joka koskee äänioikeuden syntymistä äänivaltattomalle osakkeelle, jos yhtiöjärjestyksessä määrätyn jakopäätöksestä riippumattoman osingon maksu laiminlyödään. OYL:n perusteluissa etuosakkeita koskevista määräyksistä on luovuttu sopimusvapauden nimissä<sup>34</sup>.

Kun VOYL 3:1a.1:n mukaan osakkeen äänimäärä ei saanut olla suurempi kuin kaksikymmentä kertaa toisen osakkeen äänimäärä, voimassaolevassa laissa vastaavat rajoitukset on kokonaan poistettu. Tässä mielessä osakeyhtiöoikeudellisessa sääntelyssä on palattu takaisin vuoden 1895 lain oikeustilaan. Esimerkiksi osakeyhtiölakityöryhmän mietinnössä eri osakelajien enimmäisäänimääräerojen sääntelyä on kuvattu mielivaltaiseksi ja tarpeettomasti sopimusvapautta rajoittavaksi. Lisäksi näitä rajoituksia on pidetty epä johdonmukaisina siihen nähden, että kokonaan äänivaltattomat osakkeet on sallittu.<sup>35</sup> Tämä kannanotto on melko radikaali, koska perinteisesti Pohjoismaiden lainvalmistelussa ja oikeuskirjallisuudessa äänioikeuden rajoittami-

<sup>29</sup> *Lasse Lagus*, Äänioikeudesta ja päätäntävällistä osakeyhtiössä, s. 75. LM 1987, s. 58–80 ja *Roos*, Avtal och rösträtt, s. 47–48.

<sup>30</sup> Näiden mekanismien hyväksyttävyyttä ei voida tosin ottaa itsestäänselvytenä. Esimerkiksi Renée Adams ja Daniel Ferreira ovat varsin tuoreessa tutkimuksessaan arvioineet, tuhoavatko osake ja ääni -periaatetta järkyttävät mekanismit yhtiön arvon. Tutkijat ovat päätyneet erilaisten määräysvallankeskittämisinstrumenttien osalta sallivalle linjalle: "...we have shown that there is no reliable indication that disproportional ownership destroys value for non-controlling shareholders by an amount that is larger than the value it creates for controlling shareholders". *Renée Adams – Daniel Ferreira*, One Share – One Vote: The Empirical Evidence, s. 65–66. ECGI: Finance Working Paper N<sup>o</sup>. 177/2007.

<sup>31</sup> Ks. mm. *Sandström*, Svensk aktiebolagsrätt, s. 175. Stockholm 2007; SOU 1986:23. Aktiers röstvärde, s. 87–88 ja *M. A. Weinberg – M.V. Blank – A.L. Greystoke*, Takeovers and Mergers, s. 346. London 1971.

<sup>32</sup> SOU 1986:23, s. 87.

<sup>33</sup> Osittain äänivaltattomalla osakkeella tarkoitetaan osaketta, joka tuottaa äänioikeuden vain tietyissä erikseen luetelluissa asioissa. OYL:n esitöiden mukaan on esimerkiksi mahdollista, että eräs osakesarja oikeuttaa äänestämään vain tietyissä yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa, kun taas loput osakkeet eivät tuota äänioikeutta siinä vaan kaikissa muissa asioissa. Kyseinen osakkeiden erilaistaminen ei saa kuitenkaan johtaa tilanteeseen, jossa tietyssä yhtiökokouksessa käsiteltävässä asiassa yksikään osake ei tuota äänioikeutta. HE uudeksi osakeyhtiöainsäädännöksi 109/2005 vp., s. 52.

<sup>34</sup> HE 109/2005 vp, s. 50–53.

<sup>35</sup> Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö OM 2003:4, s. 100. Ks. myös Mike Bukartin ja Samuel Leen artikkeli, jonka mukaan pakollista osake ja ääni -edellytystä voidaan perustella lähinnä vähemmistöosakkaiden määräysvalta-aseman parantumisella ja yritysvaltausten torjunnalla. *Mike Bukart – Samuel Lee*, The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective., s. 50–51. ECGI: Finance Working Paper N<sup>o</sup>. 176/2007.

seen on nähty liittyvän myös merkittäviä epäkoh-  
tia<sup>36</sup>. Esimerkiksi hiljattain uudistuneiden Ruotsin  
ja Tanskan osakeyhtiölakien mukaan osakkeen  
äänimäärä ei saa olla suurempi kuin kymmenen  
kertaa toisen osakkeen äänimäärä<sup>37</sup>. Sen sijaan  
Norjan yksityisiä osakeyhtiöitä ja julkisia osake-  
yhtiöitä koskevissa laeissa on luovuttu osakkeen  
tuottamien äänimääräerojen sääntelystä<sup>38</sup>. Vii-  
meksi mainituissa yhtiöissä osakkeiden erilaissi-  
tamista koskeva yhtiöjärjestysmääräys tarvitsee  
kuitenkin oikeusministeriön hyväksynnän, mikä-  
li äänivallattomat tai äänioikeudeltaan rajoitetut  
osakkeet muodostavat yli puolet yhtiön yhteen-  
lasketusta osakepääomasta<sup>39</sup>. Esimerkiksi Saksas-  
sa moniääniset osakkeet ovat olleet puolestaan  
kiellettyjä vuodesta 1998 lähtien. Määräysval-  
lan keskittämisen kannalta tätä ei ole kuitenkaan  
pidetty ongelmallisena, koska saksalaisissa pörs-  
syhtiöissä osakkeenomistajuus on keskimäärin  
vähemmän hajautunutta kuin esimerkiksi Yhdys-  
valloissa tai Englannissa.<sup>40</sup>

OYL:n osakkeiden äänivaltaeroja koskeva  
uudistus kuvastaa hyvin lain 1:9:n tahdonvaltai-  
suusperiaatetta, jonka mukaan osakkeenomistajat  
voivat määrätä haluamallaan tavalla yhtiöjärjes-

tyksessä yhtiön toiminnasta ja näin ollen myös  
määräysvallan kohdentumisesta. Kyseiset uudis-  
tukset ovat omiaan lisäämään yrityksen rahoituk-  
senhankkimismahdollisuuksia,<sup>41</sup> mutta kääntö-  
puolena myös vähemmistöosakkeenomistajille ja  
velkojille aiheutuvia riskejä<sup>42</sup>. Vähemmistöosake-  
keenomistajan kannalta moniäänisten osakkeiden  
aiheuttama riskin kasvu perustuu osakkeenomis-  
tukseen suhteutetun residuaaliriskin ja sitä vas-  
taavan kontrollimahdollisuuden vääristymiseen.  
Osakelajien välisten äänivaltaerojen onkin pelät-  
ty myötävaikuttavan määräysvallan siirtymiseen  
taholle, joka pyrkii hyötymään muiden osakkeen-  
omistajien kustannuksella<sup>43</sup>. Toisaalta on pidettä-  
vä mielessä, että vähemmistönsuoja on OYL:ssa  
toteutettu pääosin niin sanottuna määrävähemmis-  
tön suojana, jolloin osakkeenomistajat, jotka omis-  
tavat tietyn määrän yhtiön kaikista osakkeista – ei  
siis osakkeiden tuottamasta äänimäärästä – ovat  
oikeutettuja määrättyihin lakiperusteisiin oikeuk-  
siin<sup>44</sup>. Tässä mielessä moniääniset osakkeet eivät  
välittömästi heikennä vähemmistöoikeuksia<sup>45</sup>.

Moniäänisiä osakkeita koskevaa problema-  
tiikkaa voidaan lähestyä vähemmistöosakkeen-  
omistajien kannalta myönteisemmästäkin näkö-

<sup>36</sup> Timo Kaisanlahti, Äänilaji- ja äänileikkurimääräykset osakeyhtiössä, s. 89. Oikeustiede – Jurisprudentia 1998, s. 69–146.

<sup>37</sup> Ks. Aktiebolagslag 2005:551 4:5 ja Lov om aktieselskaber nr. 649/2006 67.1 §.

<sup>38</sup> Ks. Lov om aksjeselskaper nr. 44/1997 5:3 ja Lov om almennaksjeselskaper nr. 45/1997 5:4. Ks. perusteluiden osalta NOU 1996:3. Ny aksjelovgivning, s. 67–68 ja Ot.prp. nr. 23 (1996-97). Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om almennaksjeselskaper (almennaksjeloven), s. 82–84.

<sup>39</sup> Lov om almennaksjeselskaper 5:4:n 1 kohta.

<sup>40</sup> Andrea Lohse, Shareholder conflicts in public listed companies, s. 180. Teoksessa Shareholder Conflicts, s. 179–192 (toim.) Paul Krüger Andersen – Nis Jul Clausen – Rolf Skog. Copenhagen 2006.

<sup>41</sup> Käytännössä vähä-äänisten osakkeiden omistaja muistuttaakin jossain määrin yhtiön ulkopuolista velkojaa. Kimmo Koskinen – Anssi Saukkonen – Päivi Herranen, Osakeyhtiöoikeuden erilliskysymyksiä. Suunnattu osakeanti, ylivelkainen yhtiö ja osakeyhtiön jakaminen., s. 42. Helsinki 1986.

<sup>42</sup> Ks. mm. Kirsti Rissanen, Osuus osakeyhtiössä, s. 333. Teoksessa Matti Ylöstalon juhlaulkaisu 1917 • 4/2 • 1987, s. 317–334 (toim.) Timo Esko. Vammala 1987; Gerhard af Schultén, Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler?, s. 313. JFT 2006, s. 309–318; Heikki Toiviainen, Suomen uusi osakeyhtiölaki: Kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä?, s. 60. Teoksessa BLF 2006, s. 25–67 (toim.) Esa Kolehmainen. Helsinki 2006 ja Seppo Villa, Pääomallain. Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoista lainoista Suomessa, s. 124–125. Jyväskylä 1997. Vrt. mm. Manne Airaksinen, Osakeyhtiölakityöryhmän aitoon nimellisarvottomuuteen perustuvaa pääomajärjestelmää koskevat ehdotukset, s. 965. LM 2003, s. 944–966 ja Roos, Avtal och rösträtt, s. 61. Ks. moniääniosakkeiden hyväksyttävyyteen liittyvästä pohjoismaisesta keskustelusta yleisesti Kaisanlahti, Oikeustiede – Jurisprudentia 1998, 77–89.

<sup>43</sup> Osakeyhtiölakitoimikunnan mietintö KM 1992:32, s. 237.

<sup>44</sup> Ks. OYL 5:4, 5:24.2, 7:5, 7:7.2, 13:7.1, 16:9.2; 17:9.2 ja 22:7.1.

<sup>45</sup> Ks. vastaavasti Lagus, LM 1987, s. 71 ja Vahtera, Osake ja ääni -periaate, s. 249–250.

kulmasta. Kun määräävät osakkeenomistajat siirtävät yhtiön johdon kontrolloinnin tai itse johdon aiheuttaman rasitteen itselleen, vähemmistöön jäävien osakkeenomistajien monitorointikustannukset ovat alhaisemmat kuin hajautuneen omistuksen osakkeenomistajilla<sup>46</sup>. Voidaan myös ajatella, että on yhtiön edun mukaista keskittää määräysvalta sellaisille residuaaliriskin kantajille, jotka omaavat parhaat edellytykset ja joilla on suurin motivaatio kontrolloida yhtiön toimintaa kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn tehtävänä on tällöin asettaa määrääville osakkeenomistajille esimerkiksi osakkaiden keskinäisiin suhteisiin ulottuvia fidusiaarisia velvollisuuksia väärinkäytösten ehkäisemiseksi<sup>47</sup>. Vallitsevassa oikeustilassa sääntely rakentuu tämän tehtävän osalta pitkälti OYL 1:7:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen varaan<sup>48</sup>.

Eri osakelajien äänivaltaeroja ei ole pidetty ongelmallisina myöskään sillä perusteella, että arvopaperimarkkinoilla osakkeen vähäänisyys tai äänivallattomuus näkyy sen hinnassa. Toisin sanoen, jos sijoittajat pitävät määräysvaltakilpailun puuttumista negatiivisena asiana, he ovat valmiita maksamaan äänivallaltaan rajoitetusta osakkeesta vähemmän kuin moniäänisestä osakkeesta.<sup>49</sup> Osakkeiden tuottamien oikeuksien arvo on nimittäin viime kädessä mitattavissa rahassa<sup>50</sup>. Kun yhtiön hallinnointiin osallistumisesta kiinnostumattoman osakesäästäjän ei tarvitse maksaa ylimääräistä rahasummaa osakkeeseen liittyvästä äänioikeudesta, määräysvalta yhtiössä allokoituu

moniäänisten osakkeiden avulla sellaisille henkilöille, joilla on paras motivaatio ohjata yhtiötä. Eri äänivahvuisten osakkeiden hintaeroon liittyy kuitenkin kohtuuttomuusnäkökulma. Esimerkiksi Ruotsissa Aktiemarknadsnämnden on useassa lausunnossaan katsonut, että noteeraamattomien moniäänisten osakkeiden ja noteerattujen vähäänisten osakkeiden välinen hintaero arvopaperin julkisen tarjoamisen yhteydessä saa olla enintään 10 prosenttia. Kyseinen tulkinta ei ole kuitenkaan absoluuttinen ja lautakunta on monesti hyväksynyt 12 prosentinkin hintaeron.<sup>51</sup> Käytännössä Skandinaviassa eri äänimäärän tuottavien osakkeiden hintaero on yleensä alle 10 prosenttia ja joskus lähes olematon<sup>52</sup>.

Arvioitaessa moniäänisten osakkeiden hyväksyttävyyttä on syytä pitää mielessä, että niiden käytön rajoittaminen johtaisi väistämättä muiden määräysvallankeskittämisinstrumenttien hyödyntämiseen. Tämä puolestaan vaikeuttaisi sijoittajien mahdollisuuksia saada luotettavaa tietoa heidän vaikutusmahdollisuuksistaan yhtiössä.<sup>53</sup> Vaikka eräistä arvopaperimarkkinaoikeudellisista säännöksistä johtuen pörssi-yhtiöiden enemmistöosakkeenomistajat eivät voi pitää keskinäisiä äänestys sopimuksiaan salassa, yhtiöjärjestyksestä ilmenevät eri osakesarjoja koskevat määräykset antavat sijoittajille kaikista yksiselitteisimmän kuvan yhtiön määräysvaltasuhteista. Pidän myös edellä mainittua argumenttia liittyen markkinoiden kykyyn hinnoitella äänivallattomat ja vähääniset osakkeet hyväksyttävänä, enkä näe osakkeiden tuottamaa äänimäärää koskevan OYL:n

<sup>46</sup> Mähönen – Villa, Osakeyhtiö I, s. 229.

<sup>47</sup> Ronald J. Gilson, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, s. 1650–1654. Harvard Law Review 2006, s. 1641–1679 ja Mähönen – Villa, Osakeyhtiö I, s. 229.

<sup>48</sup> Ks. myös Cederberg – Ylöstalo, Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä, s. 26.

<sup>49</sup> Ks. mm. Clas Bergström – Per Samuelsson, Avtalsfrihet i aktiebolagsrätten – en introduktion, s. 354. TfR 1995, s. 325–365; Kaisanlahti, Oikeustiede – Jurisprudentia 1998, s. 116–117 ja Vahtera, Osake ja ääni –periaate, s. 247–257.

<sup>50</sup> Ks. myös Ari Savela, Oikeustoimilain 36 § ja osakeyhtiöoikeus, s. 9. LM 2001, s. 3–30.

<sup>51</sup> Ks. mm. AMN 2004:18, 2004:19 ja 2005:13.

<sup>52</sup> Tatiana Nenova, The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, s. 348. Journal of Financial Economics 2003, s. 325–351.

<sup>53</sup> SOU 1986:23, s. 141–147 ja Vahtera, Osake ja ääni -periaate, s. 261. Lisäksi osake ja ääni -periaatteen soveltaminen kasvattaisi osakkeenomistajien transaktiokustannuksia, koska tällöin nämä joutuisivat turvautumaan ”kalliimpiin” sopimus-oikeudellisiin instrumentteihin. Vahtera, m.t.s. 257.

uudistuksen heikentävän vähemmistön asemaa ainakaan julkisissa osakeyhtiöissä<sup>54</sup>. Sen sijaan pienemmissä yhtiöissä, joiden osakkeilla ei ole varsinaisia markkinoita, äänivallattomien- tai vähä-äänisten osakkeiden omistaja ei voi samalla tavalla ”äänestää jaloillaan”, mikäli hän ei ole tyytyväinen siihen, miten yhtiön asioita hoidetaan.

Kuten sanottu, osakkeiden erilaistaminen on varsin tehokas keino keskittää määräysvaltaa yhtiössä. Tästä huolimatta on kuitenkin merkillepantavaa, että esimerkiksi vuonna 2002 silloisessa Helsingin Pörssissä listatuissa yhtiöissä vain reilulla kolmannekselle oli enemmän kuin yksi osakesarja<sup>55</sup>. Vastaavasti samana vuonna ruotsalaisista pörssi-yhtiöistä yli viidelläkymmenellä prosentilla oli käytössä eri äänivaltaisia osakesarjoja<sup>56</sup>. Silloin, kun valta on jakautunut määrätulle osakaspiirille, näiden on usein tarkoituksenmukaista sopia yhteisistä pelisäännöistä osakassopimuksessa, mikäli he haluavat varmistua, että määräysvalta säilyy myös tulevaisuudessa saman ryhmittymän sisällä. Tällöin sopimukseen tulisi ottaa vähintäänkin muiden sopijapuolten etuosto-oikeutta koskeva lauseke ja tarpeen mukaan yhtiökokouksessa noudatettavaa äänestyskäyttämistä koskevia ehtoja.

### 3.2 Päätöksentekoa koskevat määräenemmistövaatimukset

Kun osakkeiden erilaistaminen johtaa yleensä määräysvallan keskittymiseen, päätöksentekoa koskevien kannatusvaatimusten yhtiöjärjestysperusteisella tiukentamisella tähdätään vähemmistöön jäävien osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksien parantamiseen.

Toisaalta kyseisillä yhtiöjärjestysmääräyksillä voidaan myös vaikeuttaa yritysvaltauksia silloin, kun tiukennetut päätöksentekovaatimukset koskevat erilaisia yritysjärjestelyitä. Ainakin tällä tavalla voidaan pyrkiä ennaltaehkäisemään tilanteita, joissa yritysvaltaajan tarkoituksena on esimerkiksi kilpailijan liiketoiminnan alasajo oman markkina-aseman vahvistamiseksi.

OYL 5:26.1:n mukaan yhtiökokouksen päätökseksi tulee lähtökohtaisesti ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä. Edelleen lain 5:27 sisältää luettelon asioista, joista päättäminen edellyttää vähintään kahden kolmasosan annettujen äänten ja kokouksessa edustettujen osakkeiden kannatusta. Näitä pykälä on kuvattu osittain pakottaviksi säännöksiksi<sup>57</sup>, koska niistä voidaan poiketa vähemmistöosakkeenomistajien kannalta vain edulliseen suuntaan<sup>58</sup>. Näin ollen yhtiökokouksen päätöksentekoa koskevaa kannatusvaatimusta voidaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä tiukentaa, mutta lieventäminen tulee kyseeseen vain vaalien osalta (OYL 5:26.2).

Mikäli omistajapiiriltään suuressa yhtiössä halutaan tosiasiallisesti parantaa vähä-äänisten osakkeiden omistajien asemaa, tämä voi monesti tarkoittaa määräämistä OYL 5:27:n tavoin päätöksenteon edellyttävän tietyn äänimäärän lisäksi sitä, että ehdotus saa taakseen myös määrätyn osan yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista. OYL:n esitöissä ei ainakaan kielletä määräämistä yhtiöjärjestyksessä, että tietyn päätöksen hyväksyminen edellyttää esimerkiksi kahden kolmasosan annettujen äänten ja vaikkapa neljän viidesosan kokouksessa edustettujen osakkeiden kannatusta. Eri asia on luonnollisesti se, kannattaako yhtiöjärjestykseen ottaa kuvattunlaisia määräyksiä. Pahimmassa tapauksessa ne voivat tehdä

<sup>54</sup> Eri asia on kuitenkin se, voidaanko osakkeenomistajien määräämisvapauden kasvattamista pitää VOYL:n oikeustilaan nähden tällä osa-alueella tarpeellisenä. Esimerkiksi osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä (OM 2003:4) annetuista lausunnoista ilmenee, ettei uudistusta ole pidetty ainakaan mitenkään välttämättömänä. Ks. Lausunnot osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä OMLS 2003:39, s. 38.

<sup>55</sup> Tieto perustuu Sakari Helmisen 31.7.2002 tekemään selvitykseen. Ks. *Sakari Helminen*, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys, s. 285 ja 299. Hämeenlinna 2006.

<sup>56</sup> *Sandström*, Svensk aktiebolagsrätt, s. 175, alaviite 7.

<sup>57</sup> *Helminen*, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys, s. 61.

<sup>58</sup> HE uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 27/1977 vp., s. 65.

yhtiökokouksen päätöksenteosta hyvin staattista ja tarjota vähäänisten osakkeiden omistajille mahdollisuuden toimia shikaanimaisesti<sup>59</sup>. Käytännössä ainakaan pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä ei ole kuin korkeintaan hyvin poikkeuksellisissa tapauksissa otettu kantaa yhtiökokouksen päätösvaltaisuuteen<sup>60</sup>.

OYL 3:4.1:n 3 kohdan mukaan äänivallaton osaketta ei oteta lukuun laskettaessa yhtiökokouksen päätöksen edellyttämää enemmistöä. Näin ollen edellä kuvatulla mekanismilla voidaan parantaa vain äänivaltaisten vähemmistöosakkeenomistajien asemaa yhtiössä. Tästä huolimatta yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että tietyissä asioissa päätöksenteko edellyttää myös äänivallattomien osakkeenomistajien suostumusta. Tämänlainen määräys voi tosin tulla kyseeseen vain omistajapiiriltään pienissä yhtiöissä ja tällöinkin yhteistyökumppaneiden tulisi aina pitää mielessä, että nämä määräykset voivat johtaa umpikujatilanteeseen päätöksenteossa. Kaiken kaikkiaan kokonaan äänivallattomien osakkeiden käyttämistä suljetun omistajapiirin yhtiöissä voidaan pitää arveluttavana, koska – kuten sanottu – näissä yhtiöissä osakkeenomistajalla ei ole useinkaan tosiasiallisia mahdollisuuksia ”äänestää jaloillaan”.

Yhtiökokousmenettelyyn kohdistuvia määränemmistövaatimuksia esiintyy usein myös osakassopimuksissa. Koska osakassopimuksella ei ole yhtiöoikeudellista sitovuusvaikutusta, sopimusperusteisia määränemmistövaatimuksia voidaan tulkita siten, että sopijapuolet ovat velvollisia kokoontumaan ennen yhtiökokousta ja päättämään siellä noudatettavasta äänestyskäyttäytymisestä. Valotan näkemystä esimerkillä:

Osakassopimuksessa määrätään, että yhtiöjärjestyksestä voidaan muuttaa vain kolmen neljäsosan määränemmistöllä. Koska yhtiöjärjestyksessä ei ole vastaavaa määräystä, osakkeenomistajat voivat yhtiöoikeudellisessa mielessä muuttaa tätä normistoa OYL 5:27:n mukaisella määränemmistöpäätöksellä, ellei toimenpide edellytä osakkeenomistajan suostumusta. Jotta osakassopimusehdolla olisi käytännössä jotain merkitystä, osakkeenomistajien tulee päättää ennen yhtiökokousta noudatettavasta äänestyskäyttäytymisestäään sopimukseen otettuja määräyksiä noudattaen. Jos muutosehdotus saataksa tapauksessa taakseen kolme neljäsosaa sopijapuolista, kaikki osakassopimuksen liittyneet tahot ovat velvollisia kannattamaan yhtiöjärjestyksen muuttamista. Jos joku sopijapuolista rikkoo tätä velvoitetta, yhtiökokouksen päätöstä ei voida moitita OYL 21:1:n nojalla. Selkeyden vuoksi päätöksentekoa koskevista määränemmistövaatimuksista on järkevää sopia yhtiöjärjestyksessä.

### 3.3 Äänileikkurit ja -asteikot

*Äänileikkurit.* Niin sanotulla äänileikkurilla (tai äänikatolla) tarkoitetaan yhtiöjärjestykseen kirjoitettavaa lauseketta, joka rajoittaa kaikkien tai vain tietyn osakesarjan omistajien mahdollisuuksia käyttää osakkeisiinsa liittyvää äänioikeutta täysimääräisesti. Tyypillisen äänileikkurimääräyksen mukaan yhtiökokouksessa kukaan ei saa äänestää enemmällä kuin viidennellä osalla kokouksessa edustettujen osakkeiden yhteenlasketusta äänimäärästä<sup>61</sup>.

Nykyään äänileikkureiden ja -asteikkojen muotoiluun kohdistuu melko vähän rajoituksia. Sen sijaan VOYL:n aikana sellaiset yhtiöjärjestyksiperusteiset äänestysmääräykset olivat kiellettyjä, joiden

<sup>59</sup> Yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus saattaa kuitenkin tarkoittaa myös vähemmistöosakkeenomistajille suunnattua kieltoa estää yhtiön kokonaisedun kannalta edullisten päätösten syntymisen tai ainakin kieltoa käyttää vähemmistöoikeuksia shikaanimaisesti. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho*, Osakeyhtiölaki I, s. 39 ja *Petri Mäntysaari*, Osakeyhtiö toimijana, s. 84. Porvoo 2002.

<sup>60</sup> *Helminen*, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys, s. 287. Ks. samansuuntaisesti *af Schultén*, JFT 2006, s. 314.

<sup>61</sup> *Sherman & Sterling*, Exhibit C – Part II, s. 213. Ks. erilaisista äänileikkurimääräyksistä mm. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho*, Osakeyhtiölaki I, s. 251–254; *Immonen*, Yritysmuodot ja liiketoiminta, s. 194–196 ja *Juhani Kyläkallio – Olli Iirola – Kalle Kyläkallio*, Osakeyhtiö, s. 718–720. Helsinki 2002.

noudattaminen olisi johtanut osakkeiden äänimääreroja koskevien säännösten vastaiseen lopputulokseen. Oikeuskirjallisuudessa pidetään kuitenkin edelleen epäselvänä, saavatko äänestysrajoitukset johtaa siihen, että osakkeenomistajalla ei ole lainkaan äänioikeutta yhtiökokouksessa<sup>62</sup>.

Kyseinen normi on kirjattu esimerkiksi asunto-osakeyhtiölakiin olettamasaännöksenä (26.2 §), mutta myös puhtaasti kaupallisessa ympäristössä toimivissa osakeyhtiöissä äänileikkurimääräykset ovat varsin tyypillisiä. Esimerkiksi vuonna 2002 lähes joka viidennellä silloiseen Helsingin Pörssiin listatulla yhtiöllä oli yhtiöjärjestyksessä määrätty äänikatosta<sup>63</sup>. Kyse ei liene kuitenkaan yleispohjoismaisesta ilmiöstä, koska esimerkiksi Ruotsissa äänileikkurimääräykset ovat nykyään melko harvinaisia. Ruotsin vuoden 1975 osakeyhtiölaki sisälsi dispositiivisen äänileikkurisäännöksen (”röstkvotsregeln”), mutta suurimmassa osassa yhtiöitä yhtiöjärjestykseen otettiin lauseke, jonka mukaan osakkeenomistajalla on rajoituksetta oikeus äänestää osakkeidensa tuottamalla kokonaisuäänimäärällä.<sup>64</sup> Äärimmillään äänileikkuri voidaan muotoilla siten, että kukin osakkeenomistaja saa äänestää yhtiökokouksessa omistusosuudestaan riippumatta vain yhdellä äänellä<sup>65</sup>. Tällaisen jäsen ja ääni -periaatteen omaksuminen lähentää osakeyhtiötä päätöksentekomenettelyn osalta osuuskuntaan.

Yhtiön *koko osakekantaan* kohdistuvaa äänileikkurimääräystä on kuvattu demokraattiseksi välineeksi, joka on omiaan yhdenmukaistamaan osakkeenomistajien intressejä<sup>66</sup>.

Äänileikkuri voi toisaalta kohdistua yksittäiseen osakesarjaan, jolloin sen avulla pystytään parantamaan toisen osakesarjan omistajien vaikutusvalta-asemaa. Näin ollen äänestysrajoituksilla voidaan pyrkiä myös määräysvallan keskittämiseen, ei yksinomaan sen hajauttamiseen. Äänestysrajoituksen ei voida sen sijaan määrätä kohdistuvan tiettyihin henkilöryhmiin. Esimerkiksi iän, sukupuolen, ammatin tai muun vastaavan seikan perusteella määrätty äänileikkuri olisi perustuslain 6.2 §:n syrjäntäkiellon ja hyvän tavan vastainen.<sup>67</sup>

Toisaalta on esitetty, että äänileikkuri tosiasiallisesti erottaa yritysjohdon omistajien valvonnasta<sup>68</sup>. Mikäli yhtiöjärjestykseen otetaan kontrolliosakkeenomistajien vaikutusvaltaa merkittävästi rajoittavia määräyksiä, tämä luonnollisesti haittaa keskittyneen omistajakontrollin syntymistä. Edelleen äänilekkurit vaikeuttavat yritysvaltauksia, jonka takia niiden voidaan katsoa palvelevan paljolti yritysjohdon etuja<sup>69</sup>. Tästä syystä vähemmistöosakkeenomistajien asemaa voinee olla järkevämpää parantaa muilla mekanismeilla. On toisaalta muistettava, että osakkeenomistajien äänioikeuden määrää rajoittavat säännökset lähentävät määräysvalta-asetelmaa yhtiössä kohti osake ja ääni -periaatetta. Vähemmistöosakkeenomistajat – enemmistöosakkeenomistajat -relaatioissa näiden määräysten hyväksyttävyyttä ei ole siten syytä kyseenalaistaa.

Taloustieteellisissä analyysissä mainittujen vallankäyttörajoitusten on katsottu heijastuvan osakkeen hintaan, koska ne estävät mahdollisen kilpailutilanteen syntymisen määräysvallasta.

<sup>62</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho, m.t.s. 253–254.

<sup>63</sup> Helminen, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys, s. 299. Myös Norjassa yhtiöjärjestysperusteiset äänirajoitukset lienevät melko yleisiä. Ks. mm. Mads Henry Andenæs, Selskapsrett, s. 174. Oslo 2007.

<sup>64</sup> Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, s. 176.

<sup>65</sup> HE laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. HE 89/1996 vp., s. 114.

<sup>66</sup> Ks. Bukart – Lee, The One Share – One Vote Debate, s. 42; Kaisanlahti, Oikeustiede – Jurisprudentia 1998, s. 99 ja SOU 1986:23, s. 46.

<sup>67</sup> Mähönen – Villa, Osakeyhtiö III, s. 91–92. Ks. vasta-argumenteista Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho, Osakeyhtiölaki I, s. 254.

<sup>68</sup> Ks. Bukart – Lee, The One Share – One Vote Debate, s. 42; SOU 1995:44. Aktiebolagets organisation, s. 182 ja SOU 1997:22. Aktiebolagets kapital, s. 200–201.

<sup>69</sup> Ronald J Gilson, Corporate Governance and Economic Efficiency, s. 139. Aspects of Corporate Governance. The Stockholm Symposium 1993, s. 131–141 (toim.) Mats Isaksson – Rolf Skog. Stockholm 1994.

Koska sijoittajat voivat kuitenkin ottaa tämän etukäteen huomioon, ei äänileikkureiden kieltämistä ole pidetty taloustieteellisestäkään näkökulmasta perusteltuna.<sup>70</sup>

Toisinaan äänileikkureihin törmää myös osakassopimuksissa. Osakkeen tuottamaan äänimäärään kohdistuvia käyttörajoituksia ei kuitenkaan tulisi jättää sopimusperusteisen sääntelyn varaan<sup>71</sup>. Niin sanotun *osakkeen jakamattomuuden periaatteen* takia osakkeenomistaja ei voi äänestää esimerkiksi vain kahdellakymmenellä prosentilla omistamiensa osakkeiden tuottamalla äänimäärällä, ellei asiasta ole otettu nimenomaisia määräystä yhtiöjärjestykseen. Vastaavasti osakkeenomistaja ei voine käyttää äänioikeuttaan epäyhdenmukaisesti.<sup>72</sup> Tästä syystä äänileikkurimääräykset tulisi poikkeuksetta sisällyttää yhtiöjärjestykseen. Omistajapiiriltään pienemmissä yhtiöissä osakkeenomistajien äänioikeudenkäyttöä koskevien yhtiöjärjestysmääräysten käyttöön lienee usein järkevää suhtautua pidättyvästi<sup>73</sup>. Pienyhtiöissä osakkeenomistajat nimittäin usein sopivat osakassopimuksessa äänivaltansa käytöstä ja yhtiön hallinnoimisesta.

Äänioikeudenkäyttöä rajoittavien yhtiöjärjestysmääräysten varjopuolena on, että ne saattavat tosiasiallisesti kannustaa osakkeenomistajia solmimaan osakassopimuksia näiden rajoitusten kiertämiseksi. Esimerkiksi eräässä Norjan korkeimman oikeuden (høyesterett) vuonna 1995 antamassa ratkaisussa katsottiin, että yhtiöjärjestyksen äänileikkurimääräyksen kiertämiseksi

laadittu osakassopimus oli pätemätön myös sopijapuolten keskinäisessä suhteessa<sup>74</sup>.

Tapauksessa sijoitusyhtiö Nimbus A/S laati Trygve Brudevoldin kanssa sopimuksen, jossa viimeksi mainittu sitoutui ostamaan Nimbus A/S:n ohjeiden mukaisesti Kverneland A/S:n osakkeita. Lisäksi osapuolet sopivat, että Brudevold äänestäisi Kverneland A/S:n yhtiökokouksessa Nimbus A/S:n haluamalla tavalla. Sopimuksen tarkoituksena oli kiertää yhtiön äänileikkurimääräys, jonka mukaan kukaan yhtiön osakkeenomistajista ei voisi äänestää yhtiökokouksessa kuin enintään yhdellä kymmenesosalla äänioikeuden tuottavilla osakkeilla. Korkein oikeus antoi ratkaisussaan painoarvoa sille tosiasialle, että äänestys sopimuksen sitovuusvaikutuksen tunnustaminen tarjoaisi osakkeenomistajille mahdollisuuden vesittää hyväksyttävää päämäärää palvelevan yhtiöjärjestysmääräyksen tarkoituksen<sup>75</sup>.

Ratkaisu on sopusoinnussa sen yhtiöoikeudellisen lähtökohdan kanssa, jonka mukaan osakkeenomistaja ei voi jakaa omistustaan eri asiamiehiä käyttämällä kiertääkseen yhtiöjärjestykseen otetun äänestysrajoituksen<sup>76</sup>. Toisaalta on pidettävä mielessä, että sopijapuolten keskinäisessä suhteessa osakassopimusta pidetään vakiintuneen kannan mukaan osapuolia sitovana silloinkin, kun se on ristiriidassa yhtiöjärjestyksen määräysten kanssa. Kuten sanottu, osakkeenomistajat saavat käyttää äänioikeuttaan yhtiökokouksessa haluamallaan tavalla ja sopimusvapauden nimissä heillä on myös oikeus rajoittaa tätä äänestysvapauttaan *inter partes*. Tästä syystä ei mielestäni voida lähteä siitä, että yhtiöjärjestykseen otettu äänestysrajoitus rajaisi automaattisesti osakkeenomistajien oikeutta

<sup>70</sup> *Kaisanlahti*, Oikeustiede – Jurisprudentia 1998, s. 118.

<sup>71</sup> Ks. vastaavasti *Allan Huttunen*, Osakeyhtiön yhtiökokouksesta, s. 174. Vaasa 1984. Vastaaviin vaikutuksiin voidaan kuitenkin päästä erilaisin osakassopimusmääräyksin. *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho*, Osakeyhtiölaki I, s. 254.

<sup>72</sup> Ks. aiheesta *Pönkä*, Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta, s. 303–313. Epäyhdenmukaisen äänestämisen sallittavuudesta ei ole saavutettu oikeuskirjallisuudessa yksimielisyyttä (ks. esim. *Huttunen*, m.t.s. 175 ja *Mähönen – Villa*, Osakeyhtiö III, s. 90) ja en usko, että tähän kysymykseen voidaan antaa yksiselitteistä vastausta.

<sup>73</sup> Ks. vastaavasti *Andrea Lohse*, Shareholder conflicts in public listed companies, s. 181.

<sup>74</sup> Rt. 1995, s. 46.

<sup>75</sup> Rt. 1995, s. 46 (perustelut sivulla 53).

<sup>76</sup> *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho*, Osakeyhtiölaki I ja *af Schultén*, Osakeyhtiölain kommentaari II, s. 39. Jyväskylä 2004. Vrt. *Nuolimaa*, LM 1989, s. 3. Ks. myös OYL 25.1:n 3 kohta: ”Joka tahallaan... toimii toisen välikätenä äänioikeuden rajoittamista koskevan tämän lain säännöksen tai yhtiöjärjestyksen määräyksen kiertämiseksi... on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, *osakeyhtiörikoksesta* sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi.”

laatia äänestys sopimus. Mikäli osakkeenomistaja siirtää osakkeitaan esimerkiksi lähipiiriläisilleen yksinomaan yhtiöjärjestykseen otetun äänestysrajoituksen kiertämiseksi, høyesterettin kanta on kuitenkin hyväksyttävissä. Tätä näkemystä voidaan perustella ainakin oikeuksien väärinkäytön kiellolla: Oikeusjärjestyksen ei tulisi nimittäin tunnustaa sellaisten muodollisesti pätevien sopimusten sitovuutta, joiden tosiasiallisena tarkoituksena on loukata kolmannen oikeusasemaa.

*Ääniasteikot.* Ääniasteikolla (tai äänestysasteikolla) ei pyritä äänileikkurimääräyksiin nähdessä yhtä suoraviivaisesti määräysvallan hajauttamiseen. Kyseiset asteikot palvelevat eri osakkeenomistajien tarpeita siitä riippuen, onko kyse vähentävästä vai enentävästä ääniasteikosta<sup>77</sup> ja mihin osakelajeihin se kohdistuu. Vähentävä ääniasteikko suosii pienomistajia ainakin silloin, kun se kohdistuu yhtiön kaikkiin osakesarjoihin. Se voidaan muotoilla esimerkiksi siten, että ensimmäiset sata omistettua osaketta antavat kukin yhden äänen ja tämän ylittävältä osalta vain joka kymmenes osake antaa äänen.

Suromistajien vaikutusvalta-asemaa voidaan puolestaan tehostaa lisäksi niin sanotulla enentävällä ääniasteikolla, jolloin yhtiöjärjestyksessä saatetaan määrätä, että yksi osake antaa yhden äänen, kaksi osaketta neljä ääntä, kolme osaketta kuusi ääntä jne<sup>78</sup>.

### 3.4 Myrkkypillerit

Sekä OYL että AML sisältävät osakkeenomistajan lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevia säännöksiä. OYL:ssa lunastusoikeus ja -velvollisuus on asetettu sellaiselle osakkeenomistajalle, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (OYL 18:1.1). Lain esitöiden mukaan vähemmistön oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista on keskeinen osa vähemmistöosakkeenomistajan oikeussuojaa, jota ei voida heikentää yhtiöjärjestykseen otettavien määräyksin<sup>79</sup>. Lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisen rajaksi on asetettu 90 prosentin omistusosuus yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, koska vähemmistöoikeuksien käyttöön vaaditaan yleensä vähintään 10 prosentin osuus kaikista äänivaltaisista osakkeista.

Toisinaan yhtiöjärjestyksessä määrätään ostarjousvelvollisuuden syntymisestä OYL 18:1:ssä (ja AML 6:10.1:ssä) asetettua rajaa alemmalla prosenttiosuudella yhtiön kaikista osakkeista tai äänistä. Nämä lausekkeet ovat tyypillisiä varsinkin julkisissa osakeyhtiöissä<sup>80</sup>, joissa määräystä käytetään yritysvaltauksen torjuntakeinona eli niin sanottuna *myrkkypillerinä*. Suomalaiset yhtiöoikeustutkijat eivät ole kuitenkaan saavuttaneet yksimielisyyttä näiden lausekkeiden hyväk-

<sup>77</sup> Huttunen, Osakeyhtiön yhtiökokouksesta, s. 173–174.

<sup>78</sup> Ibid.

<sup>79</sup> HE 109/2005 vp., s. 169. Toisaalta osakassopimuksessa voidaan sopia, että vähemmistöosakkeenomistaja ei saa vaatia osakkeidensa lunastusta, vaikka määrävän osakkeenomistajan omistusosuus kasvaisi yli 90 prosentin.

<sup>80</sup> Ks. mm. Helminen, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys, s. 286 ja 300. Julkisten osakeyhtiöiden lisäksi myrkkypillereitä esiintyy jossain määrin myös yksityisissä yhtiöissä. Juhani Kyläkallio, Myrkkypilleri, s. 86. Teoksessa Juhlajulkaisu Waselius & Wist, s. 78–90. Porvoo 2007.

syttävyydestä ja keskustelu myrkkypillereiden ympärillä kulminoituu kysymykseen, voidaanko osakkeenomistaja velvoittaa osakkeiden hankkimiseen yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Oikeuskirjallisuudessa myrkkypillereihin on suhtauduttu toisaalta jyrkän kielteisesti lähinnä OYL 3:6:ään vedoten<sup>81</sup>, toisaalta varovaisen myönteisesti pääasiassa vähemmistöosakkeenomistajien oikeusturvan edistämiseen nojautuen<sup>82</sup>. Lunastusvelvollisuuden perustavien lausekkeiden hyväksyttävyyden perusteleminen yksin vähemmistösuojoilla on kuitenkin hieman harhaanjohtavaa. Myrkkypillerin käytön vaarana on nimittäin määräysvallan siirtyminen osakkeenomistajakollektiivilta enemmistön valitsemalle yritysjohdolle. Yhtiössä valtaapitävän tahon näkökulmasta ”yritysvaltaus” mielletään usein negatiivisena ilmiönä, mutta vähemmistön kannalta johdon vaihtuminen voi olla myönteinen asia<sup>83</sup>. Myrkkypillerit palvelevat tästä näkökulmasta ensisijaisesti yhtiön johdon etuja. Kaupparekisterikäytännössä näiden lausekkeiden käytön osalta on omaksuttu salliva linja.

Ostotarjousvelvollisuuden perustavia määräyksiä esiintyy myös osakassopimuksissa. Näiden lausekkeiden tarkoituksena on ylläpitää kontrolliosakkeenomistajien keskinäistä valtabalanssia ja taata osakesiirtojen perusteella vähemmistöön jääville sopijapuolille mahdollisuus irrottautua yhtiöstä

kohtuullista korvausta vastaan. Esimerkiksi kuntalomisteisten vesihuolto- ja jätehuoltoyhtiöiden osakassopimuksissa ostotarjousvelvollisuuslausekkeitä käytetään mahdollisten kuntafuusioiden varalta.

KKO on antanut hiljattain prejudikaatin, joka on tuonut tarvittavaa selkeyttä myrkkypillereiden hyväksyttävyyttä koskevaan keskusteluun<sup>84</sup>. Ratkaisun kohteena olleen yhtiöjärjestyksensä mukaan osakkeenomistaja, jonka osuus kaikista osakkeista tai niiden tuottamasta äänimäärästä kasvoi yli 10 prosenttia, 33 1/3 prosenttia, 50 prosenttia tai 66 2/3 prosenttia, oli velvollinen muiden vaatimuksesta lunastamaan näiden osakkeet. KKO katsoi, että vastaavat lausekkeet ovat sinänsä sallittuja, mutta tässä yksittäisessä tapauksessa – kun lunastusraja oli asetettu niinkin alhaiseksi kuin 10 prosenttia yhtiön kaikista osakkeista tai niiden tuottamasta äänimäärästä ja lisäksi lunastushinta oli määrätty hyvin korkeaksi – lausekkeen katsottiin olevan tosiasiasa VOYL 3:2:n vastainen.<sup>85</sup>

Julkisissa osakeyhtiöissä lunastusvelvollisuuden perustavat lausekkeet ovat olleet vuodesta 2006 alkaen pitkälti tarpeettomia. AML 6:10.1:n mukaan *ostotarjousvelvollisuus* syntyy silloin, kun osakkeenomistajan osuus yhtiön osakkeiden äänimäärästä kasvaa yli kolmen kymmenesosan.<sup>86</sup> Lisäksi pakollinen ostotarjous on tehtävä myös

<sup>81</sup> *Allan Huttunen*, Lyhyt kommentti ratkaisuun KKO 2005:122, s. 4. Oikeustieto 6/2005, s. 2–4 ja Ratkaisu KKO 2005:122 niin sanotun myrkkypillerin osalta, s. 457–460. LM 2006, s. 455–460; *Kyläkallio*, m.t.s. 90; *Risto Nuolima*, Virallisen vastaavittajan lausunto OTL Matti J. Sillanpään väitöskirjasta, s. 1162–1163. LM 1994, s. 1150–1169 sekä *Timonen*, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 304–305. Myös *Airaksinen* ja *Jauhiainen* pitävät näiden rajoitusten laillisuutta kyseenalaisena. *Manne Airaksinen – Jyrki Jauhiainen*, Suomen yhtiöoikeus, s. 308. Porvoo 2002. Esim. Ruotsissa on omaksuttu jyrkän kielteinen linja ostotarjousvelvollisuuden asettaviin yhtiöjärjestyksensä määräyksiin. Ks. mm. *Jan Hellner*, Aktiebolagsrätt och avtalsrätt, s. 266–267. Teoksessa *Festschrift till Gunnar Karnell*, s. 257–277 (toim.) Lars Gorton – Johnny Herre – Erik Nerep – Per Jonas Nordell – Jan Rosén. Stockholm 1999; Prop. 2004/05:85. Ny aktiebolagslag, s. 272–273 ja *Erik Sjöman*, Hembud, förköp och samtycke – överlätsbegränsningar i aktiebolagsrätten, s. 59. Stockholm 2006.

<sup>82</sup> Mähönen ja Villa suhtautuvat myrkkypilleriin lähtökohtaisesti positiivisesti, mutta lähtevät siitä, että niiden hyväksyttävyyttä on aina arvioitava tapauskohtaisesti erikseen. *Mähönen – Villa*, Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus, s. 169 ja 543–546. Porvoo 2006. Myönteisen suhtautumisen osalta ks. myös *Mäntysaari*, Osakeyhtiö toimijana, s. 296–297 ja *Sillanpää*, Julkisesta ostotarjouksesta, s. 130–131.

<sup>83</sup> *Bukart – Lee*, The One Share – One Vote Debate, s. 51.

<sup>84</sup> KKO 2005:122.

<sup>85</sup> Mm. *Huttunen* on kohdistanut ratkaisuun merkittävää kritiikkiä. KKO on näet perustellut myrkkypillerien sallittavuutta sillä, että lunastusvelvollisuuden perustava yhtiöjärjestyksensä määräys ei aseta osakevaihdannalle normatiivista rajoitusta. Koska OYL:n mukaisesti sallitut vaihdannarajoituslausekkeet eivät estä osakkeen luovuttamista, *Huttunen* katsoo, ”ettei myrkkypillerin sallittavuutta voida perustella sillä, ettei se rajoita osakkeiden hankintaa”. *Huttunen*, LM 2006, s. 459.

silloin, jos osakkeenomistajan osuus muun kuin pakollisen ostotarjouksen seurauksena kasvaa yli puoleen yhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tyypillisessä yhtiöjärjestykseen otettavassa myrkkypillerissä lunastusrajat ovat 33 1/3 ja 50 prosenttia<sup>87</sup>.

Myrkkypillerillä ei toisaalta tarkoiteta yksinomaan lunastusvelvollisuuden perustavia lausekkeitä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa niin sanottu ”poison pill” tarkoittaa hyvin laajasti käytettyä yritysvaltauksen torjuntamekanismia. Tyypillisellä myrkkypillerillä viitataan tällöin yhtiön johdon ja osakkeenomistajien väliseen sopimukseen, jonka mukaan viimeksi mainituilla on oikeus ostaa yhtiön osakkeita suopeaan hintaan, mikäli joku taho saa haltuunsa tietyn prosenttimäärän yhtiön osakekannasta. Kyseisen osakeannin tarkoituksena on laimentaa mahdollisen yritysvaltaajan omistusosuutta ja tällä tavoin tehdä määräysvalta-aseman hankkimisesta huomattavasti vaikeampaa.<sup>88</sup>

OYL 9:2.1:n mukaan osakeannista päätetään lähtökohtaisesti yhtiökokouksessa ääntenenemistöllä, jonka takia hallitus ei voi yksinomaan osakkeenomistajien kanssa tehdyn sopimuksen nojalla päättää emissiosta. Yhtiökokous voi toisaalta etukäteen valtuuttaa hallituksen päättämään osakeannista kokonaan tai joltakin osin. Yksityisessä osakeyhtiössä valtuutus on lähtökohtaisesti voimassa toistaiseksi, julkisessa yhtiössä enintään viisi vuotta päätöksestä. (OYL 9:2.2) Suunnattua osakeantia ei sen sijaan voida käyttää yritysval-

tauksen torjunnassa, koska OYL edellyttää, että osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle on oltava olemassa painava taloudellinen syy (OYL 9:4.1). Lain esitöiden mukaan tällaisena painavana taloudellisena syynä ei voida pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista<sup>89</sup>.

Silloin, kun yhtiön hallituksella on oikeus päättää yritysvaltauksen torjuntatoimenpiteisiin ryhtymisestä – esimerkiksi osakeannista yhtiökokoukselta saadun valtuutuksen nojalla –, on tärkeää kiinnittää huomiota johdon OYL 1:8:n mukaiseen huolellisuusvelvollisuuteen: Sen on toimittava yhtiön – ja viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien – edun mukaisesti<sup>90</sup>. Tästä syystä esimerkiksi tilanteessa, jossa yritysvaltaaja ilmoittaa kohdeyhtiön hallitukselle aikomuksestaan tehdä julkinen ostotarjous, johto ei saa ryhtyä tulevaa tarjousta vastustaviin toimiin, mikäli tarjous on osakkeenomistajien etujen mukainen<sup>91</sup>. Jos johto aikoo ryhtyä tarjousta vastustaviin toimenpiteisiin, sen on yleensä kutsuttava yhtiökokous koolle käsittelemään suunniteltuja toimenpiteitä. On myös pidettävä mielessä, että ostotarjous kohdistetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajille, jonka takia hallituksen ei tulisi lähtökohtaisesti toiminnallaan estää tarjouksen tekemistä.<sup>92</sup>

Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunnan antaman suosituksen mukaan ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallitus on velvollinen arvioimaan tarjousta ja sen seurauksia ja ottamaan huo-

<sup>86</sup> AML:ssa puhutaan ostotarjouksesta, koska lunastustarjous käsitteenä sekoittuu OYL:n mukaiseen osakkeiden pakko-lunastukseen. HE 6/2006 vp., s. 42. Jako on perusteltu, koska AML:n mukaisissa tilanteissa tarjouksen adressaatin ei ole pakko suostua kauppaan. Vain OYL:n mukaisissa tilanteissa lunastukseen oikeutettu enemmistöosakkeenomistaja voi vaatia pakkolunastusta.

<sup>87</sup> Helminen, Osakeyhtiön yhtiöjärjestys, s. 286.

<sup>88</sup> Ks. mm. *Suzanne S. Dawson – Robert J. Pence – David S. Stone, Poison Pill Defensive Measures*, s. 423–439. *Business Lawyer* (ABA) 1986–1987, s. 423–439 ja *Schans Christensen, Contested takeovers in Danish law*, s. 345–346.

<sup>89</sup> HE 109/2005 vp., s. 102.

<sup>90</sup> HE 109/2005 vp., s. 41.

<sup>91</sup> *Paul Krüger Andersen – Nis Jul Clausen, Introduktion til børsretten*, s. 212. København 1996 ja *Sillanpää, Julkisesta ostotarjouksesta*, s. 88.

<sup>92</sup> Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, Suositus 9 ja 21 (ks. myös perustelut). Suositus saatavilla internetosoitteesta [www.keskuskauppakamari.fi/yrityskauppautakunta/suosituksset](http://www.keskuskauppakamari.fi/yrityskauppautakunta/suosituksset).

mioon myös muut toimintavaihtoehdot määrittäessään mikä on osakkeenomistajien kannalta edullisin ratkaisu. Tämä velvollisuus on myös palautettavissa OYL 1:8:n mukaiseen huolellisuusvelvollisuuteen.

Suosituksen mukaan hallitus voi etsiä kilpailevia tarjouksia, mutta erityistä velvollisuutta tähän ei ole. Jos ostotarjouksen hyväksyminen osoittautuu osakkeenomistajien kannalta parhaaksi vaihtoehdoksi, hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka takaavat, että yhtiön arvopaperille saadaan mahdollisimman hyvä hinta. Lisäksi on tärkeää selvittää, onko ostajakandidaatilla ylipääntänsä edellytykset toteuttaa tarjous.<sup>93</sup>

Yritysvaltauksen torjuntamekanismien hyödyntäminen edellyttää, että johdolla on *painava* syy epäillä omistajanvaihdoksen aiheuttavan haittaa osakkeenomistajille<sup>94</sup>. Tällainen syy voinee olla esimerkiksi se, että johto haluaa säilyttää yhtiön itsenäisyyden tai uskoo osakkeenomistajien saavan vastaisuudessa parempia ostotarjouksia. Sen sijaan johdon käsitys omasta kyvystään hoitaa yhtiön asioita paremmin kuin mahdollinen uusi johto, ei ole hyväksyttävä syy toimenpiteisiin ryhtymiselle.<sup>95</sup>

## 4 Sopimusperusteiset määräysvallansäätelymekanismit

### 4.1 Osakassopimus

Osakassopimuksella tarkoitetaan osakkeenomistajien keskinäistä sopimusta, jossa sovitaan muun muassa yhtiön hallinnoimisesta, osakkeenomistajien taloudellisista oikeuksista ja velvollisuuksista sekä osakkeiden vaihdannanrajoituksista. Osakassopimukset ovat tyypillisiä erityisesti pienyhtiöissä, mutta niitä esiintyy myös omistajapiiriltään suuremmissa yrityksissä. Lisäksi osakassopimus on keskeinen säätelyinstrumentti sovittaessa esimerkiksi pääomasijoittajan oikeuksista kohdeyhtiössä.<sup>96</sup>

Osakassopimuksen oikeusvaikutusten osalta voidaan tehdä kolme tärkeää havaintoa: 1. se sitoo siihen liittyneitä tahoja *inter partes*, 2. sillä ei ole yhtiöoikeudellista sitovuusvaikutusta<sup>97</sup> ja 3. osakkeenomistajien välinen sopimus ei lähtökohtaisesti sido osakesiirronsaajaa pelkän saannon perusteella. Näin ollen kyse on nimenomaan

<sup>93</sup> Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, Suositus 3 (ks. myös perustelut).

<sup>94</sup> Esimerkiksi Savela toteaa seuraavasti: "The bid should clearly and significantly endanger the interests of the shareholders, before the power of the board of directors is allowed to be used to defeat the bid." Savela, *Hostile takeovers and directors*, s. 207.

<sup>95</sup> Savela, m.t.s. 19 ja 207.

<sup>96</sup> Ks. osakassopimuksista yleisesti mm. Antti Hannula – Matti Kari, *Osakassopimukset*, Juva 2007; Sakari Helminen, *Osakassopimuksesta osakeyhtiössä*, julkaisematon lisensiaatintutkimus, Turku 1995; Jan Kansmark – Carl Martin Roos, *Aktieägaravtal. En kortfattad handbok. Andra upplagan*. Stockholm 1994; Juhani Kyläkallio, *Osakassopimus osakeyhtiössä*, DL 1991, s. 137–149; Halfdan Lowzow – Bjørn Gabriel Reed – Geir Steinberg, *Aksjonærvtaler*. Oslo 1993; Pönkä, *Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta; Roos, Avtal och rösträtt; Ari Saarnilehto* (toim.), *Osakassopimuksesta*. Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle. Turku 1995; Daniel Stattin, *Om aktieägaravtal*. JT 2004–05, s. 99–112 sekä Erik Werlauff – Jørgen Nørsgaard, *Vedtægt og aktionæraftale*, Viborg 1987 ja *Vedtægt og aktionæroverenskomster*, 2 reviderede udgave, Gentofte 1995.

<sup>97</sup> Toisaalta on pidettävä mielessä, että osakassopimus saattaa muodostaa niin sanotun sopimuskonsernin esimerkiksi silloin, kun A Oy:n osakkeenomistajat tai osakkeenomistajien enemmistö tekee sopimuksen B Oy:n kanssa, joka koskee äänivallan käyttöä ensiksi mainitun yhtiökokouksessa. Pelkkiin osakassopimukseen perustuvat konsernisuhteet lienevät käytännössä kuitenkin melko harvinaisia. Koski, *Konserni*, s. 86.

sopimuksesta, jota ei tule sekoittaa sen rinnalla vaikuttavaan *yhtiöoikeudelliseen* normistoon, yhtiöjärjestykseen.

Osakassopimus on käytännössä hyvin tärkeä määräysvallansäätelyinstrumentti. Omistajapiiriltään pienissä osakeyhtiöissä osakassopimuksen tarkoituksena on usein taata kaikille osakkeenomistajille mahdollisuus osallistua yhtiön hallintoihin. Syy tähän palautuu viime kädessä osakkeenomistajien ja yhtiön väliseen suhteeseen: osakkeenomistajat ovat usein yhtiön työntekijöitä, ja heidän henkilökohtainen toimeentulonsa riippuu yhtiön menestyksestä. Kun osakkeen realisointi käyppään hintaan on pienyhtiössä tyypillisesti mahdotonta, yksinomaan omistusuuteen perustuvaa vaikutusvallanjakoa ei voida ottaa yhteistyösuhteen lähtökohdaksi.

Sopimusvapauden takia määräysvaltaa voidaan hajauttaa usealla eri tavalla. Osakassopimuksessa voidaan esimerkiksi määrätä, että jokainen osakkeenomistaja saa omistamiensa osakkeiden lukumäärästä riippumatta valita oman edustajansa yhtiön hallitukseen. Ei ole myöskään poikkeuksellista, että vähemmistöosakkeenomistajien hallituspaiikka on tehty kiertäväksi, jolloin eri pienomistajilla on vuorovuosin mahdollisuus valita mieluisansa edustaja yhtiön johtoon. Yhtiökokouksessa noudatettavan päätöksenteon osalta vähemmistölle saatetaan antaa sopimusperusteisesti veto-oikeus määrättyissä ratkaisuihin. Tällöin pienomistaja ei voi ajaa läpi haluamiaan asioita yhtiön päätöksentekelimessä, mutta hän voi estää kannaltaan epäedullisten ratkaisujen syntymisen. Osakassopimuksessa on edelleen mahdollista sopia, että päätökset yhtiökokouksessa voidaan tehdä vain tietyllä kvalifioidulla määräänemmistöllä, joka puolestaan tarkoittaa OYL 5:26 ja 5:27:iän mukaisten vaatimusten kiristymistä. On tosin muistettava, että näillä lausekkeilla ei ole yhtiöoikeudellista vaikutusta.

Suurissa yhtiöissä osakassopimus toimii sitä vastoin määräysvallankeskittämisinstrumenttina. Kontrolliosakkeenomistajat voivat esimerkiksi laatia äänestys sopimuksen, jossa nämä sopivat yhtiön johtoon valittavista henkilöistä sekä etuosto-oikeudesta mahdollisten osakesiirtojen varalta. Lisäksi tällaisen sopimuksen tarkoituksena saattaa olla varmistaa, että määräysvalta yhtiössä säilyy perustajaosakkeenomistajien käsissä myös listautumisen jälkeen. Pörssi-yhtiöiden kohdalla on muistettava, että eräät AML:n säännökset asettavat arvopaperin arvoon vaikuttavien osakassopimusten salassa pidettävyydelle rajoituksia.

Äänestys sopimusten lisäksi esiintyy myös niin sanottuja konsortiosopimuksia, joissa osakkeenomistajat sitoutuvat kokoontumaan ennen yhtiökokousta päättämään tulevasta äänestyskäytännöstään. Tällaisessa sopimuksessa voidaan esimerkiksi määrätä, että kaikki sopijapuolet ovat velvollisia äänestämään yhtiökokouksessa osakassopimusten enemmistön tahdon mukaisesti.<sup>98</sup>

Kuten todettu, erilaisia sopimusperusteisia järjestelyjä voidaan hyödyntää myös niin sanotussa yritysvaltauksessa. Osakassopimuksen rooli yritysvaltauksissa voi olla kahdenlainen. Osakkeenomistaja saattaa pyrkiä neuvotteluteitse hankkimaan määräysvaltaa kohdeyhtiössä, jolloin menettely on mahdollista toteuttaa esimerkiksi äänestys sopimuksin. Toisaalta osakassopimukseen otettavien lunastus-, etuosto- ja suostumuslausekkein voidaan pyrkiä nimenomaisesti torjumaan mahdollisia vallankaappauksia.<sup>99</sup> Käytännössä yritysvaltauksen torjunnassa on vaarana sortua sopimusteknisiin ylilyönnteihin sisällyttämällä osakassopimukseen ehtoja, joiden sitovuus on vähintäänkin kyseenalaista<sup>100</sup>.

<sup>98</sup> Roos, Avtal och rösträtt, s. 87.

<sup>99</sup> Ks. osakassopimukseen perustuvista yritysvaltauksen torjuntakeinoista Immonen, Yritysjärjestelyt, s. 36–37.

<sup>100</sup> Esimerkkinä arveluttavista sopimusehdoista mainittakoon lausekkeet, jotka asettavat yhtiölle velvollisuuden lunastaa omia osakkeita vapaalla omalla pääomalla. Näiltä määräyksiltä puuttuu yhtiöoikeudellinen sitovuusvaikutus.

Koska osakassopimuksella ei ole edellä todetulla tavalla niin sanottua *yhtiöoikeudellista sitovuusvaikutusta*, osakkeenomistajat eivät voi sen avulla välittömästi vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon. Ensinnäkin yhtiökokouksen päätöstä ei OYL 21:1:n nojalla moittia yksinomaan sen perusteella, että se ei sisällöltään vastaa osakassopimuksen määräyksiä. Vain tietyissä poikkeuksellisissa tapauksissa osakassopimuksen määräykset voidaan ottaa huomioon arvioitaessa, onko yhtiökokouksen päätös OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena katsottava pätemättömäksi. Toiseksi, osakassopimuksella ei voida välittömästi vaikuttaa yhtiön johdon päätöksentekoon. Tästä syystä yhtiön hallitusta – vaikka sen jäsenet olisivat myös osakkeenomistajina sitoutuneet noudattamaan osakassopimusta – ei voida lähtökohtaisesti pakottaa käyttämään harkintavaltaansa osakassopimuksessa määritellyllä tavalla. Koska hallituksen tulee ottaa päätöksenteossaan huomioon *yhtiön etu*, se ei voi sitoutua toimimaan yksinomaan osakkeenomistajien tahdon mukaisesti. Käytännössä pienyhtiöissä yhtiön etu monesti kuitenkin rinnastuu osakkeenomistajien etuun, jolloin hallitusta voidaan pitää OYL 1:8:n mukaisen huolellisuusvelvoitteensa nojalla velvollisena huomioimaan osakassopimuksesta kumpuava omistajatahto.

Kuvattujen oikeusvaikutusten – tai oikeammin näiden oikeusvaikutusten puuttumisen – takia, osakassopimuksessa on tärkeää sopia sen sitovuuden tehostekeinoista. Koska vahingonkorvauksen vaatiminen esimerkiksi äänestysmääräysrikkomuksen sattua saattaa olla hyvin vaikeaa, osakassopimuksen tehokkuus määräysvallansääntelyinstrumenttina lepää pitkälti sopimussakkolausekkeen ja erilaisten sanktioluontoisten lunastuslausekkeiden varassa.

#### 4.2 Valtakirjojen kerääminen

OYL 5:8.1:n mukaan osakkeenomistaja saa käyttää oikeuttaan yhtiökokouksessa asiamiehen välityksellä. Lähtökohtaisesti asiamiehen on esitettävä päiväty valtakirja, mutta myös muun luotettavan osoitustavan käyttäminen on sallittua. Esimerkiksi erilaisissa kansainvälisissä valtuuttamiskäytännöissä valtuutuksen olemassaolo saattaa sinänsä olla osoitettavissa luotettavalla tavalla, mutta ei kirjallisesti<sup>101</sup>. Valtuutus koskee yhtä kokousta, jollei valtuutuksesta muuta ilmene. OYL ei sisällä valtuutuksen voimassaoloaikaan kohdistuvia rajoituksia, joten se voi olla voimassa toistaiseksi, määräajan tai vain tietyssä yhtiökokouksessa.

Osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia yhtiön päätöksenteossa on parannettu sallimalla sekä *yksilöllinen* että *yhdenmukainen valtuutusmenettely*<sup>102</sup>. Ensiksi mainitulla tarkoitetaan osakkeenomistaja-aloitteista toimenpidettä, jossa tämä valtuuttaa toisen henkilön käyttämään oikeuttaan yhtiökokouksessa. Yhdenmukaisella valtuutusmenettelyllä (tai postiaänestyksellä) tarkoitetaan puolestaan yleensä yhtiöaloitteista menettelyä, jossa valtakirjoja kerätään yhtiön varoilla. Voimassa oleva OYL ei sisällä VOYL 9:2 a-c:n tavoin seikkaperäisiä säännöksiä yhtiön lukuun tapahtuvasta valtakirjojen keräämisestä, koska niiden käytön edistämisen on katsottu kuuluvan yhtiön toiminnan tarkoituksen ja hallituksen toimivallan piiriin samalla tavalla kuin muutkin toimenpiteet, joilla edistetään osakkeenomistajien osallistumista päätöksentekoon. Tällainen valtakirjojen kerääminen onkin sallittua vain, mikäli sen tarkoituksena on aidosti edistää osakkeenomistajien mahdollisuuksia osallistua yhtiöko-

<sup>101</sup> HE Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain ja vakuutusyhtiölain 8 luvun 1 a §:n muuttamisesta 186/2000 vp., s. 5 ja 10–11.

<sup>102</sup> *Mäntysaari*, Osakeyhtiö toimijana, s. 221–222.

koukseen.<sup>103</sup> Menettelyltä voidaan ainakin edellyttää, että valtakirjat ovat neutraalisti laadittuja, eli hallituksen päätösehdotuksen kannattamisen ja vastustamisen tulisi olla yhtä yksinkertaista. Lisäksi osakkeenomistajille tulisi varata mahdollisuus tehdä kilpailevia ehdotuksia.<sup>104</sup>

Silloin, kun yhtiön johto päättää valtakirjojen keräämisestä, on ilmeistä, että se ei voi esimerkiksi yritysvaltaustilanteessa hyödyntää menettelyä yksinomaan oman asemansa turvaamiseksi. Kuten edellä on todettu, erilaisten yritysvaltausten torjuntaan tähtäävien toimenpiteiden käyttö on sallittua vain, mikäli se on osakkeenomistajien etujen mukaista. Mikäli johto asettuu tukemaan jotain valtakirjojen kerääjää, tämä usein tarkoittaa OYL 1:7:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomista<sup>105</sup>.

Koska yhtiön varoin tapahtuvan valtakirjojen keräämisen tarkoituksena on kuitenkin edistää osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia yhtiössä, yritysvaltaustilanteessa yhtiön johto voi ryhtyä ”valtakirjajataisteluun” (”proxy contest” tai ”proxy fight”), kunhan tämä täyttää edellä mainitut kriteerit<sup>106</sup>. Yritysvaltaajan näkökulmasta ei liene mitään estettä, miksi se ei voisi antaa rahallista vastinetta saaduista valtakirjoista. Sen sijaan yritysvaltauksen kohteena olevan yrityksen johdolla ei ole katsottu olevan vastaavaa oikeutta.<sup>107</sup> Kyse olisi OYL 13:1.3:n mukaisesta laittomasta varojenjaosta.

Osakeyhtiössä valtaapitävä tai havitteleva osakkeenomistajien keskittymä voi myös perustaa niin sanotun osakkeenomistajayhdistyksen (”aktieägarförening”), jonka tarkoituksena on kerätä valtakir-

joja kyseisten omistajien vaikutusvalta-aseman parantamiseksi<sup>108</sup>. Suomessa esimerkiksi Osakesäästäjien keskusliitto ry on osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia eteenpäin ajavana elimenä järjestänyt valtakirjojen keräyksiä.

Valtakirjojen avulla tapahtuvaan määräysvalta-aseman tavoitteluun liittyy selviä hyötyjä ja haittoja esimerkiksi osakehankintoihin tai osakassopimuksen laatimiseen verrattuna. Yritysvaltauksessa valtakirjojen kerääminen saattaa olla hyvin varteenotettava toimintavaihtoehto, koska menettelmä aiheuttaa usein vähemmän kustannuksia kuin osakkeiden ostaminen. Kyse on Suomessa kuitenkin melko harvinaisesta ilmiöstä<sup>109</sup> ja tätä on selitetty muun muassa asiantuntemattomuudella<sup>110</sup>. Lisäksi omistajapiiriltään hyvin hajautuneessa yhtiössä valtakirjojen keräämisoperaatio saattaa olla erittäin suuri urakka. Esimerkiksi viime aikoina mediankin huomionkohteena olleessa Elisa Oyj:ssä Osakesäästäjien keskusliitto pyrki valtakirjojen keräämisellä lisäämään pienomistajien vaikutusvaltamahdollisuuksia päätettäessä yhtiön hallituksen vaihtamisesta. Erään arvion mukaan kymmenen prosentin omistusosuutta vastaava ”rintama” olisi edellyttänyt valtakirjojen saamista peräti sadaltaneljältoistatuhannelta pienomistajalta<sup>111</sup>. Valtakirjojen kerääminen ei myöskään johda pitkällä tähtäimellä stabiilin määräysvalta-aseman syntymiseen, koska osakkeen jakamattomuuden periaatteen takia peruuttamattoman valtakirjan antaminen ei ole mahdollista.

Oikeuskirjallisuudessa on pidetty epäselvänä, missä määrin valtuutuksen peruuttamiseen voidaan tehokkaasti kytkeä esimerkiksi sopimussak-

<sup>103</sup> HE 109/2005 vp., s. 69.

<sup>104</sup> HE 89/1996 vp., s. 111–114.

<sup>105</sup> Nuolimaa, DL 1989, s. 5.

<sup>106</sup> Käytännössä hallitus voi ilmaista valtuutuspyynnössään oman päätösehdotuksensa ennen kilpailevia ehdotuksia, joka saattaa antaa sille merkittävän etulyöntiaseman varsinkin silloin, kun viimeksi mainittuja on useita. *Savela, Hostile Takeovers and Directors*, s. 263

<sup>107</sup> *Savela*, m.t.s. 263 ja *Schans Christensen, Contested takeovers in Danish law*, s. 312.

<sup>108</sup> *Roos, Avtal och rösträtt*, s. 74 ja SOU 1986:23, s. 82.

<sup>109</sup> *af Schultén, Osakeyhtiölain kommentaari II*, s. 19, alaviite 8.

<sup>110</sup> Nuolimaa, DL 1989, s. 5.

<sup>111</sup> Taloussanomat 30.11.2007 ”Valtakirjojen kerääminen on valtava urakka”.

koseuraamus<sup>112</sup>. Lähtökohtaisesti peruuttamattomaan valtuutukseen on suhtauduttu kielteisesti, koska oikeusjärjestyksen ei tulisi tarjota yksilölle mahdollisuutta luopua osasta oikeustoimikelpoisuutta<sup>113</sup>. Käytännössä peruuttamattoman valtuutuksen ”kieltoa” voitaneen tulkita siten, että valtuutuksen peruuttamiseen ei voida kytkeä sopimussakkoseuraamusta, koska riittävän suureksi mitoitettu sopimussakko tarjoaisi osapuolille mahdollisuuden tehdä valtuutuksesta tosiasiallisesti peruuttamattoman. Toisaalta Curt Olsson on huomauttanut, ettei peruuttamattoman valtuutuksen hyväksyttävyyttä koskevassa keskustelussa tulisi omaksua yleispeiteä katsontakantaa ja hän korostaakin *in casu* harkintaa<sup>114</sup>.

Sopimussakolla tehostetun valtuutuksen hyväksyttävyyttä osakeyhtiömuotoisessa toimintaympäristössä tulisikin tarkastella erilaisten esimerkkitilanteiden valossa. Kysymys on keskeinen ensinnäkin silloin, kun osakkeenomistajat määräävät osakassopimuksessa velvollisuudestaan antaa tietynsältöinen valtakirja osakasyhteenliittymän yhteiselle edustajalle. Tällaiseen järjestelyyn liittyvän sopimussakkolausekkeen sitovuutta tulisi mielestäni lähestyä äänestys sopimuksen – siis sellaisen sopimuksen, jossa osakkeenomistajat sopivat yhtiökokouksessa noudatettavasta äänestyskäyttämisestä – hyväksyttävyyden valossa. Kun osakkeenomistajat voivat sopimussakkolausekkeella tehostetulla äänestys sopimuksella rajoittaa merkittävästikin vapaata äänioikeudenkäyttöään, vaikuttaisi perustellulta sallia myös sellaiset järjestelyt, joissa äänioikeus siirretään osakkeenomistajien yhteiselle edustajalle. Molemmissa tilanteissa sopimussakkolausekkeen tarkoituksena on viime kädessä lisätä järjestelyyn osallistuneiden osakkeenomistajien luottamusta siihen, että kaikki sopijapuolet tulevat toimimaan ennalta määrättyllä tavalla. Sekä äänestys sopimuksen että äänioikeudensiirtosopimuksen osapuoli voi kuitenkin yhtiöoikeudellisessa mielessä käyttää äänioikeuttaan yhtiökokouksessaan sopimuksen vastaisesti ja tässä mielessä kumpikaan sopimuksista ei riko osakkeen jakamattomuuden periaatteen vastainen.

Toisaalta sopimussakkolauseke voi liittyä välittömämminkin valtuutuksen peruuttamiseen. Kuten todettu, yritysvaltaaja voi tarjota rahallista hyvitystä saamistaan valtakirjoista. Tällöin valtakirjassa saatetaan tehostaa valtuutuksen pysyvyyttä sopimussakolla. Silloin, kun annettu vastike ja sopimussakon määrä ovat järkevässä tasapainossa, en usko sopimussakkolausekkeen sitovuuden epäämälle olevan perusteita<sup>115</sup>.

On edelleen huomattava, että nykyaikana suuri osa osakkeista on institutionaalisten osakkeenomistajien hallussa, jotka tuskin antavat valtuutusta ainakaan ilman, että äänestyskäyttämystä on sovittu yksityiskohtaisesti<sup>116</sup>.

## 5 Kokoavia näkökohtia

Osakeyhtiölain viimeisimmässä kokonaisuudistuksessa osakkeenomistajien yhtiöjärjestysperusteiseen määräysvallansääntelyyn liittyvien mahdollisuuksien alaa on kasvatettu. Kaikista selvemmin tämä ilmenee erilaisten osakkeiden enimmäisäänimääräeroista ja etuosaketta koskevista säännöksistä luopumisena. Kyseinen uudistus vaikuttaa välittömästi erilaisten osakkeiden äänivaltasuhteiden sääntelyyn ja välillisesti yhtiöjärjestysperusteisten äänirajoitusten muotoiluun. Kun VOYL:n aikakaudella yhtiöjärjestykseen ei voitu äänivallattomia osakkeita koskevien rajoitusten takia ottaa esimerkiksi lauseketta, josta seuraisi, että joissain olosuhteissa osakkaan äänimäärä olisi nolla, nykyisen lain systematiikka sallii tällaisetkin määräykset. Samoin muun muassa geometrisessa sarjassa etenevän äänestysrajoituksen käyttö on ollut ennen

<sup>112</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho, Osakeyhtiölaki I, s. 237.

<sup>113</sup> Oikeustoimilakitoimikunnan mietintö KM 1990:20, s. 181. Myös OYL:n esitöissä on todettu, että ”siviilioikeudellisista periaatteista johtuu, että valtuutus on aina peruutettavissa, silloinkin kun valtuutetun ja valtuuttajan välillä on sovittu toisin”. HE 109/2005 vp., s. 68.

<sup>114</sup> Curt Olsson, Den oåterkalleliga fullmakten, s. 254. JFT 1952, s. 236–254.

<sup>115</sup> Esimerkiksi ratkaisussa NJA 1972, s. 29 Ruotsin korkein oikeus katsoi, että sopimus, jossa osakkeiden luovuttaja (isä) oli eliniäkseen pidättänyt äänioikeuden luovutettuihin osakkeisiin, sitoi siirronsaajaa (poikaa). Ks. perustelut s. 46.

<sup>116</sup> SOU 1986:23, s. 82.

OYL:n voimaantuloa kiellettyä, koska tämä olisi voinut johtaa yli 20-kertaisen äänteneron syntymiseen<sup>117</sup>. Vaikka nämä uudistukset selvästi parantavat osakkeenomistajien mahdollisuuksia kontrolloida yhtiötä, niiden tarpeellisuudesta ei voida antaa yksiselitteistä vastausta.

OYL:n tahdonvaltaistumisesta huolimatta on pidettävä mielessä, että eräillä osakeyhtiömuotoiseen toimintaan liittyvillä lainsäädäntöalueilla kehitys on ollut päinvastaista. Esimerkiksi arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä pakottavien normien määrä on alati lisääntynyt. Lisäksi sääntelyä on pyritty ulottamaan sellaisille osakeyhtiön määräysvalta-asetelmiin vaikuttaville osa-alueille, joilla se on ollut aikaisemmin puutteellista. Esimerkiksi Keskuskauppakamarin

yrittäjäkauppala-autakunta on antanut vuoden 2006 lopussa suosituksen julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista ("Helsinki Takeover Code"), jossa määrätään muun muassa kohdeyhtiön hallituksen asemasta ja velvollisuuksista ostotarjoustilanteessa.

Lopuksi vielä muistutettakoon, että määräysvaltaan – tai oikeammin sen hankkimiseen ja sääntelyyn – liittyvien kysymysten yhteydessä on tärkeää kiinnittää yhtiöoikeudellisen näkökulman lisäksi huomiota sopimusoikeudelliseen ulottuvuuteen. Vaikka OYL tarjoaa osakkeenomistajille mahdollisuuden säännellä yhtiön määräysvalta-asetelmista hyvin monipuolisesti, joissain tilanteissa tämä sääntely on järkevää toteuttaa osittain tai jopa kokonaan sopimuserusteisin järjestelyin.

Ville Pönkä

---

<sup>117</sup> HE 89/1996 vp, s. 114.