

Vähemmistöosakkaan suoja agentin opportunismilta julkisten osakeyhtiöiden fuusiossa

Yritysjuridiikka

Maisterin tutkinnon tutkielma

Jukka Oksaharju

2012



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Vähemmistöosakkaan suoja agentin opportunisteilta julkisten osakeyhtiöiden fuusiossa

Pro gradu -
tutkielma
Jukka Oksaharju
Syksy 2012
Yritysjuridiikka

Hyväksytty laskentatoimen laitoksella ___ / ___ 20__ arvosanalla _____

Tekijä Jukka Oksaharju		
Työn nimi Vähemmistöosakkaan suoja agentin opportunistisilta julkisten osakeyhtiöiden fuusiossa		
Tutkinto KTM		
Koulutusohjelma Yritysjuridiikka		
Työn ohjaaja(t) Matti Rudanko		
Hyväksymisvuosi 2012	Sivumäärä 95	Kieli suomi

Tiivistelmä

Tutkimuksen tavoitteena oli systematisoida osakeyhtiölain vähemmistönsuojaan liittyvää sääntelyä julkisten osakeyhtiöiden fuusiossa. Tavoitteena oli havainnollistaa, millaisia riskitekijöitä fuusioprosessi sisältää vähemmistöosakkaan puhtaasti taloudellisen intressin näkökulmasta. Tarkastelussa rajaus tehtiin arvopaperipörssissä noteerattuihin, julkisiin osakeyhtiöihin, joiden omistajarakenne tarjoaa mahdollisuuden kartoittaa monimuotoista enemmistöosakkuutta ja laaja-alaista vähemmistöomistusta. Tutkimusmenetelmä oli lainopillinen ja näkökulma oikeus-taloustieteellinen. Tutkimusta varten koottiin lähdeaineistoa suomalaisesta ja EU-tason lainsäädännöstä, lakia valmistelevalta materiaalista, tieteellisistä artikkeleista, oikeuskirjallisista teoksista, oikeustapauksista ja oikeusministeriön asiantuntijalausunnoista.

Tutkimuksen mukaan fuusioprosessi sisältää vähemmistöosakkaan kannalta riskejä sekä enemmistöosakkaan että yritysjohdon opportunistisen toiminnan johdosta. Keskeisin johtopäätös on se, että osakeyhtiölain periaatteille tulee antaa vahva tulkinta, jotta fuusiossa taataan riittävä vähemmistösuoja.

Avainsanat osakeyhtiölaki, sulautuminen, agentti, päämies

Author Jukka Oksaharju

Title of thesis The protection of a minority shareholder against the opportunistic behavior by the agent in a merger between publicly held limited liability companies

Degree Master of Science

Degree programme Business Law

Thesis advisor(s) Matti Rudanko

Year of approval 2012 **Number of pages** 95 **Language** Finnish

Abstract

The main goal of this study was to systemize the minority protection of the Finnish Companies Act in a merger between publicly held limited liability companies. The purpose of the study was to demonstrate what kind of risks a fusion process includes from the purely economic viewpoint of a minority shareholder. In review, the limitations were drawn to publicly held companies which are traded on the stock market thus providing possibilities to survey multiform dominant shareholding and extensive minority ownership. The research method was law-doctrinal and the approach legal-economic. The material for the study was collected from both Finnish and EU laws, the preparation documents for the laws, scientific articles, commentaries, case law and the professional statements for the Ministry of Justice.

According to the study, a fusion process includes minority-related risks caused by the opportunistic behavior by the dominant shareholder and the management. The most central conclusion is that the key principles of the Company Law must have a strong interpretation in order to guarantee a sufficient level of minority protection.

Keywords Companies Act, merger, agent, principal

Sisällysluettelo

i	Tiivistelmä	2
ii	Abstract	3
iii	Käytetyt lyhenteet	7
1	JOHDANTO	9
1.1	Taustaa	9
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma.....	12
1.3	Tutkimuksen rajaukset	13
1.4	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto.....	15
1.5	Tutkimuksen rakenne.....	16
2	KESKEISET KÄSITTEET	17
2.1	Julkinen osakeyhtiö.....	17
2.2	Sulautuminen.....	18
2.3	Enemmistöosakas	27
2.4	Vähemmistöosakas	31
2.5	Päämies-agentti -ongelma.....	32
3	OSAKEYHTIÖLAIN PERIAATTEET	35
3.1	Oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajan rajoitettu vastuu	35
3.2	Pääoma ja sen pysyvyys	36
3.3	Osakkeen luovutettavuus	37
3.4	Toiminnan tarkoitus.....	38
3.5	Enemmistöperiaate.....	40
3.6	Yhdenvertaisuus.....	41
3.7	Johdon tehtävä	43
3.8	Tahdonvaltaisuus	44

4	LAINSÄÄDÄNTÖ, NORMIT JA EU-TASON SÄÄNTELY	45
4.1	Osakeyhtiölaki.....	45
4.1.1	Julkinen osakeyhtiö	46
4.1.2	Vähemmistönsuoja.....	47
4.1.3	Osakkeenomistajan vastuut ja velvollisuudet	50
4.1.4	Yritysjohdon vastuut ja velvollisuudet	51
4.2	Arvopaperimarkkinaoikeus	52
4.3	Sopimusoikeus	53
4.4	Corporate Governance	55
4.5	Kansainvälinen viitekehys	58
5	OSAKEYHTIÖN HALLINTO	60
5.1	Yhtiökokous	60
5.2	Hallitus	61
5.3	Toimitusjohtaja ja muu johtoryhmä.....	62
6	ENEMMISTÖN AIHEUTTAMAT FUUSIORISKIT	64
6.1	Lunastaminen ja lunastushinnan määräytyminen	64
6.2	Sulautumisvastikkeen määräytyminen käypähintaisena.....	68
6.3	Uusi yhtiöjärjestys kombinaatiosulautumisen kautta.....	70
6.4	Osakkeiden vaihtosuhteen keinotekoinen määrittäminen.....	72
6.5	Drag-along- ja tag-along -lausekkeet.....	74
6.6	Valtio-omistajan patriootisuus ja yhteiskunta-ajattelu.....	75
6.7	Torjuntafuusio enemmistöosakkaan intressien turvaamiseksi.....	76
7	YRITYSJOHDON AIHEUTTAMAT FUUSIORISKIT	78
7.1	Strateginen kohdeyhtiön osto ja sulauttaminen	78
7.2	Johdolle suunnatut kannustinjärjestelmät	79
7.3	Tiedonanto- ja huolellisuusvelvoitteiden laiminlyönti.....	81
8	JOHTOPÄÄTÖKSET	83
	LÄHDELUETTELO	90
	LIITTEET	94

Kuva- ja taulukkoluetelo

Kuva 1. Absorptiosulautuminen kulkukaaviona	23
Kuva 2. Kombinaatiosulautuminen kulkukaaviona	24
Kuva 3. Tytäryhtiösulautuminen kulkukaaviona	25
Kuva 4. Kolmikantasulautuminen kulkukaaviona	26
Kuva 5. Vertikaalinen päämies-agentti –suhde osakeyhtiössä	32
Kuva 6. Horisontaalinen päämies-agentti -suhde osakeyhtiössä	33
Kuva 7. Uusi yhtiöjärjestys kombinaatiosulautumisessa	71
Taulukko 1. Vähemmistön fuusioriskit oikeudellisissa sulautumisissa	89

Käytetyt lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
AOYL	Asunto-osakeyhtiölaki (1599/2009)
EU	Euroopan unioni
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta (360/1968)
EY	Euroopan yhteisö
HE	Hallituksen esitys
HuoltoVL	Laki huoltovarmuuden turvaamisesta (1390/1992)
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KilpL	Kilpailulaki (948/2011)
KilpRajL	Laki kilpailunrajoituksista (480/1992)
KKO	Korkein oikeus
KorkoL	Korkolaki (633/1982)
M&A	Mergers and acquisitions, suomennettuna yritysjärjestelyt
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (228/1929)
OKL	Osuuskuntalaki (1488/2001)
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
ToimiNL	Toiminimilaki (128/1979)
TVL	Tuloverolaki (1535/1992)
VOYL	Kumottu osakeyhtiölaki (734/1978)
VYOL	Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (1368/07)

Oikeustapaukset

Korkeimman oikeuden ratkaisut:

KKO 130/1993 – Lojaliteettivelvollisuuden olemassaolosta

KKO 110/1997 – Lojaliteettivelvollisuuden olemassaolosta

KKO 122/2005 – Drag-along- ja tag-along –lausekkeiden hyväksyttävyydestä

KKO 19/2009 – Lunastushinnasta, käyvän arvon määritelmästä ja yhdenvertaisuudesta

KKO 41/2009 – Sulautumisen kytkennästä sopimusoikeuteen

Korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisut:

KHO 59/2004 – Fuusion yleisseuraannollisesta luonteesta, vastavirtasulautumisesta

KHO 79/2010 – Tytäryhtiöfuusion vastikkeettomuudesta

1 Johdanto

1.1 Taustaa

Osakeyhtiössä on mahdollista yhdistää joustavasti useita intressejä samassa hankkeessa. Suomessa yritystoiminta onkin keskittynyt pitkälti osakeyhtiömuodon ympärille.¹ Yritystoiminnan järjestäminen osakeyhtiöksi muodostaa eräänlaisen sopimussuhteiden verkon (*nexus of contracts*).² Sopimuksille ominaisesti myös liiketoiminnassa eri osapuolten intressit kuitenkin poikkeavat toisistaan merkittävästi. Tässä tutkielmassa tarkastellaan yritysjohdon ja eri osakasryhmien näkökulmia fuusioprosessissa.

Osakeyhtiö on OYL 1:5 §:n oletamasäännöksen mukaan yhden asian liike.³ Liiketoiminnan tavoitteena ja yritysjohdon keskeisimpänä päämääränä on maksimoida osakkeenomistajien tuottoa pitkällä aikavälillä. Tehtävä kuuluu yritysjohdolle, koska osakeyhtiömuodossa toiminnan arkijohtaminen ja omistus ovat lähtökohtaisesti eriytetyt. Osakkeenomistajat eivät siis yleensä osallistu yhtiön päivittäiseen hallintoon, sillä operatiivinen johtaminen on agenttina toimivan yritysjohdon vastuulla. Näin ollen osakkeenomistajalla ei ole myöskään ensisijaista velvollisuutta edistää yhtiön etua, vaan hänelle on yhtiössä tärkeintä ajaa tiettyyn pisteeseen asti vain omaa intressiään.⁴ Vastaavasti toimiva johto ei välttämättä omista lainkaan johtamansa yhtiön osakkeita.

Enemmistöosakkaan ja vähemmistöosakkaan välinen sopimuksenomainen suhde voidaan nähdä asetelmana, jossa äänivallaltaan suuremman osakkeenomistajan (*agentti*) tulisi huomioida ja edistää oman etunsa lisäksi rajoitetussa määrin myös yhtiön vähemmistöön kuuluvien osakkeenomistajien (*päämies*) etua. Toisaalta sopimus on nähtävissä myös yritysjohdon ja kaikkien osakkaiden välisessä suhteessa.⁵

¹ TEM (2011): s. 76 ”Vuonna 2009 uusista yhtiöistä osakeyhtiömuotoisia oli 39 prosenttia... lisäksi osakeyhtiöiden osuus yritystoiminnan liikevaihdosta Suomessa vuonna 2009 oli 88 prosenttia ja osuus henkilöstöstä 85 prosenttia.”

² Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 86

³ Lyhenteellä OYL tarkoitetaan jatkossa säädöstä (624/2006)

⁴ Savela, A. (2006): s. 184

⁵ Nämä asetelmat kuvaavat tutkielman lähestymistapoja, joista edeltävää voidaan nimittää horisontaaliseksi ja jälkimmäistä vertikaaliseksi.

Osakkeenomistaja voi käyttää äänivaltaansa yhtiökokouksessa oletusarvona oman tahtonsa mukaisesti. Kuitenkin kysymys siitä, missä määrin enemmistöosakas saa edistää yhtiökokouksessa vain omaa intressiään huomioimatta mahdollista vähemmistöosakkaan eriävää etua, jää lain yleisten periaatteiden tulkittamisen varaan tapauskohtaisesti. Vastaavasti myös toimivalla yritysjohdolla on vaihtelevia kannustimia⁶.

Tämä tutkielma käsittelee sulautumista vähemmistöosakkaalle koituvien riskien näkökulmasta. Tarkastelussa ovat ainoastaan OYL:n mukaiset julkisten osakeyhtiöiden fuusiot, jotka ovat tärkeimpiä ja yleisimpiä sulautumistilanteita.⁷ OYL 16 luvun mukainen sulautuminen kytkeytyy tutkielman viitekehyksessä laajempaan asiakokonaisuuteen, johon liittyy yrityshankinta (engl. *acquisition*)⁸.

Yrityskaupalla tarkoitetaan yleensä transaktiota, jossa kaupan kohteina ovat kohdeyrityksen liiketoiminnot, substanssierät, osakkeet tai osuudet.⁹ Kaupallinen näkökulma korostuu erityisesti tytäryhtiöfuusiossa. Yhtiöoikeudellinen fuusio voi siis olla liiketaloudellisessa toimintaketjussa eräänlainen yritysoston loppuhuipennus, jossa ostettu yhtiö sulautuu lopullisesti uuteen omistajayhtiöön. Yrityskauppaa voidaan luonnehtia myös taloudelliseksi sulautumiseksi. Arkikielen vastineena on mahdollista käyttää lisäksi termiä fuusio (engl. *merger*).¹⁰ Oikeudellisesta näkökulmasta sulautumista on johdonmukaisesti pidetty kaikista yritysten välisistä yhteistyömuodoista lopullisimpana.¹¹ Juridisessa sulautumisessa huomio kiinnittyy haltuun otetun osakeyhtiön lakkaamiseen.¹²

Vähemmistöosakkaan rooli osakeyhtiössä ei ole aina houkutteleva. OYL pyrkii suojaamaan vähemmistöä enemmistön ja toimivan yritysjohdon mielivallalta monin eri tavoin. Lain vähemmistönsuojaa koskevat säännökset tähtäävät siihen, että yhtiön osakkeeseen kohdistuvasta sijoituksesta voitaisiin maksaa mahdollisimman korkea hinta.¹³

⁶ Käsitteellä tarkoitetaan tässä yhteydessä taloudellisia ja työuraan liittyviä insentivejä.

⁷ Immonen, R. (2000): s. 50

⁸ Immonen, R. (2000): s. 14 ”Yritysoston synonyyminä käytetään termiä akvisitio”.

⁹ Kilpailulain 4 luku tuntee myös termin yrityskauppavalvonta, joka liittyy yrityskeskittymiin fuusiossa.

¹⁰ Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): s. 101

¹¹ af Schulten, Osakeyhtiölain kommentaari II (2004): s. 471

¹² Immonen, R. (2000): s. 50

¹³ Perusteluksi voidaan esittää, että sijoittajien tuottovaatimus laskee informaation asymmetrian pienentyessä tiedonantovelvollisuuksilla. Sijoittajat siis kokevat, että riittävä vähemmistönsuoja laskee esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön ja johdon opportunistisen toiminnan mahdollisuutta. Tuottovaatimuksen laskeminen puolestaan johtaa yhtiön oman pääoman kustannuksen laskuun, mikä välittyy yhtiön keskimääräisten rahoituskustannusten (WACC) alenemiseen. Seurauksena yritysarvo kasvaa, kun diskonttokorkokanta on alhaisempi suhteessa tilanteeseen, jossa vähemmistönsuojaa ei ole.

Näin ollen vähemmistön aseman turvaaminen osakeyhtiössä on yleisellä tasolla tarkasteltuna myös yritysjohton, yhtiön ja sen enemmistöosakkaiden etujen mukaista, kun yritysarvo maksimoituu. OYL:n yleisenä lähtökohtana on se, että vähemmistönsuojan vähimmäismäärää ei voida yhtiöjärjestyksen määräyksellä vähentää.

Tutkielman taustalla on kiinnostus yrityksen omistajien väliseen suhteeseen ja siihen mahdollisesti ilmeneviin jännitteisiin. Osaltaan motiivina on myös selvittää, missä määrin yritysjohdolla on kannustimia edistää vain omaa tai tietyn omistajatahon etua yritystoiminnan rakennejärjestelyissä. Tutkielmassa paneudutaan fuusioriskien havainnollistamisen näkökulmaan, jolloin erilaiset seurannaisvaikutukset, kuten Savelan¹⁴ esittämä vahingonkorvaussääntely osakeyhtiössä, jäävät käsittelemättä.

Tutkielma syventyy Kaisanlahden¹⁵ huomioimaan tahdonvaltaisuuteen OYL:n enemmistöperiaatteen ja yhdenvertaisuusperiaatteen kollisioon liittyvän problematiikan muodossa. Tutkielma on myös aiheeltaan hyvin ajankohtainen. Useiden toimialojen kasvunäkymät¹⁶ riippuvat ympäröivän kansantalouden kehityksestä. Kun talous kasvaa hitaasti tai ei lainkaan, on yrityksen kasvu riippuvainen muutoksista markkinaosuuksissa ja uusien liiketoimintojen perustamisesta. Liiketoiminnan volyymin kasvattamisen ohella tuloksellisuuteen voidaan pyrkiä vaikuttamaan myös tehostamistoimilla, joilla on mahdollinen yhteys fuusiojärjestelyihin. Kehittyneiden talousalueiden (*developed countries*¹⁷) historiassa yritysjärjestelyaktiiviteetti ja niin sanotut fuusioaalot (*merger waves*¹⁸) linkittyvät makroekonomiseen tilanteeseen, jolle ominaisia ovat sääntelyn lisääntyminen, halvan lainarahan saaminen ja historiallisen väisä liiketoiminnan orgaaninen kasvunäkymä.¹⁹

Tarkasteluhetkellä julkisten osakeyhtiöiden tarkastelu on luonnollista siksi, että talouskasvultaan heikkoa suhdannevaihetta elävässä Euroopassa liiketoiminnan epäorgaaninen kasvu yritysjärjestelyjen kautta tulee olemaan lähitulevaisuudessa yksi varteenotettavimmista keinoista luoda omistaja-arvoa arvopaperimarkkinoilla.

¹⁴ Aiempaa tutkimusta, Savela: 2001, 2006.

¹⁵ Aiempaa tutkimusta, Kaisanlahti: 2000.

¹⁶ Tässä yhteydessä tarkoitetaan orgaaniselta kasvunäkymältään saturoituneita ja ylikapasiteetista kärsiviä toimialoja sekä kehittyneiksi maiksi luettavia maantieteellisiä markkina-alueita.

¹⁷ Termillä viitataan Eurooppaan, Pohjois-Amerikkaan ja Australiaan.

¹⁸ Fuusioaalto merkitsee yksittäisen yrityksen näkökulmasta sitä, että kilpailijoiden määrä voi romahtaa toimialalla dramaattisesti lyhyellä aikavälillä konsolidaatiokehityksen myötä.

¹⁹ The Economist May 18th (2012): s. 1

1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoitteet

Yritysjärjestelyt ovat keino, jolla julkiset osakeyhtiöt voivat kasvattaa tai supistaa liiketoiminta-alueitaan osakkeenomistajien intressin mukaisesti. Toisinaan kyseessä voi olla toimintojen välttämätön uudelleen organisoiminen, mihin saattaa liittyä myös verotuksellisia näkökulmia. Tämä tutkielma keskittyy sidosryhmien osalta ainoastaan omistaja-arvon (*shareholder value*) luomisen ja tasaisen jakautumisen näkökulmaan.²⁰ Oikeudellista sulautumista edeltävää yrityshankintaa tarkastellaan siltä osin, kun se määrittää sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden enemmistö- ja vähemmistöosakkaille koituvia fuusiohyötyjä ja –riskejä.

Yritysjohdolle on asetettu OYL 1:8 §:ssä sekä huolellisuutta että lojaliteettia koskevia velvollisuuksia. Johdon vastuu ilmenee paitsi yhtiötä, myös kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Tutkielmassa pohditaan johdon tehtävän ohella sitä, mitkä ovat osakkeenomistajien keskinäiset velvollisuudet. Tarkastelun rajapinta muodostuu siten osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinaoikeuden ja sopimusoikeuden risteykseen.

Tutkielman hypoteesi on se, että julkisten osakeyhtiöiden fuusiossa ilmenee vähemmistösuojan kannalta olennaisia riskitekijöitä. Tutkimusongelma on mahdollista muotoilla kysymykseksi: Mitkä ovat agentin²¹ opportunistin²² aiheuttamat riskit vähemmistöosakkaalle osakeyhtiöiden fuusiossa?

Kyseisen tutkimusongelman alakysymykset ovat seuraavat.

- a) Millä aikajänteellä fuusiohyötyjen tulisi realisoitua yhtiölle ja sen osakkeenomistajille?
- b) Miten eri fuusioiden hyödyt jakautuvat yhtiön kaikkien osakkeenomistajien kesken?
- c) Tuleeko kaikkien fuusiohyötyjen olla puhtaasti taloudellisia?
- d) Missä määrin lunastustilanteen käyvän hinnan määrittämisen tulisi linkittyä sulautuvan yhtiön arvoon vastaanottavalle yhtiölle, eikä arvoon itsenäisenä yhtiönä?

²⁰ Tässä tutkielmassa oletetaan, että yhtiön vähemmistöosakkaat ovat rationaalisia osakekannan markkina-arvon maksimoijia. Lisäksi oletetaan, että taloudellisen tuoton tulisi jakautua enemmistön ja vähemmistön kesken tasaisesti osakeomistuksen mukaisessa suhteessa. Omistaja-arvon määritelmästä tarkemmin Madden, T. Fehle, F. Fournier, S. (2006): s. 225

²¹ Agentilla ymmärretään tässä tutkielmassa sekä yritysjohdo (vertikaalinen suhde) että dominoiva osakkeenomistaja (horisontaalinen suhde). Määritelmästä enemmän kappaleessa 2.5.

²² Tutkielmassa opportunisti ymmärretään yhteistoiminnassa sellaisena suhtautumisena, mikä pyrkii käyttämään hyväksi kulloistakin tilannetta oman edun tavoittelussa moraaliset näkökulmat sivuuttaen.

- e) Voidaanko enemmistöosakkaalle perustaa fuusiotilanteessa yritysjohdon velvollisuuksien kaltaista lojaalisuusvaatimusta suhteessa vähemmistöosakkaaseen?
- f) Missä määrin yhtiön enemmistöosakas voi osakeomistuksensa perusteella äänestää yhtiökokouksessa parhaaksi katsomansa näkökannan mukaisesti?
- g) Millä tavoin sopimusoikeudelliset periaatteet ja OYL:n yhdenvertaisuusperiaate rajoittavat enemmistöosakkaan äänestysvaltaa?

1.3 Tutkimuksen rajaukset

Tutkielma käsittelee OYL 16 luvun mukaisia sulautumisia ja vain lain 1:1 §:ssä tarkoitettuja julkisia osakeyhtiöitä, joiden osakkeet noteerataan arvopaperipörssissä. Kyseessä on siten Suomen lainsäädäntöön rajattu aihealue. Tutkielma koskee lisäksi ainoastaan tavanomaisten julkisten osakeyhtiöiden fuusioita. Näin ollen aihealueen ulkopuolelle jäävät esimerkiksi osuuskuntien OKL 16 luvun mukaiset fuusiot, AOYL:n tarkoittamien asunto-osakeyhtiöiden sulautumisnormit sekä OYL 16:20 §:n mukaiset fuusiot, joissa fuusion osapuolena on rahalaitos tai vakuutusyhtiö. Tutkielmassa esiintyvällä viittauksella yhtiöön tarkoitetaan aina julkista osakeyhtiötä.

Osakeyhtiö voi rahoittaa jatkuvaa liiketoimintaansa monimuotoisesti. Vaihtoehtoina ovat lähtökohtaisesti oman pääoman ja vieraan pääoman ehtoiset rahoituskanavat sekä näiden yhdistelmä, jota kutsutaan välirahoitukseksi. Fuusio sisältää riskejä kaikille edellä mainituista sijoittajaryhmistä, minkä lisäksi järjestelyn vaikutusten kohteiksi saattavat joutua myös sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden alihankkijat, asiakkaat ja työntekijät. Tutkielma lähestyy yritysjärjestelyjä kuitenkin ainoastaan osakkeenomistajan näkökulmasta, mikä on perusteltua OYL:n keskeisten periaatteiden lähtökohtiin viitaten. Yleisestä osakeyhtiöoikeudellisesta tarkastelusta poiketen tässä tutkielmassa sivuutetaan myös kirjanpidollinen ja tilintarkastukseen liittyvä lainsäädäntö.

Yritysjärjestelyt nähdään tarkastelussa mahdollisuuksina kasvattaa yhtiön omistaja-arvoa, jonka tulisi jakautua osakeomistuksen suhteessa kaikkien osakkeenomistajien kesken. Tutkielman huomio kiinnittyy vain sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden osakkeenomistajiin, jolloin esimerkiksi yhtiöiden velkojat ja työntekijät rajataan tarkastelun ulkopuolelle, vaikka edeltävällä ryhmällä on OYL:n perusteella mahdollisuus vastustaa sellaisia sulautumisia, jotka ovat omiaan heikentämään yhtiön maksukykyä.

Tutkielmassa sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden määritelmä vastaa OYL 16:2 §:n määritelmää. Näin ollen vähemmistöosakkaan aseman tarkastelu suoritetaan sekä sulautuvan että vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajan näkökulmasta. Tältä osin on huomattava, että sulautumisessa ovat aina osallisina vähintään kaksi osakeyhtiötä. Fokusoituminen ainoastaan osakkeenomistajiin tarkoittaa samalla sitä, että tarkastelusta rajataan pois myös mahdolliset optio-oikeuksien haltijat ja muiden erityisten oman pääoman ehtoisten oikeuksien omistajat.

Myös verotuksella on oma itsenäinen merkityksensä, kun sulautumista arvioidaan liiketaloudellisen kannattavuuden näkökulmasta. Yhtiö- ja vero-oikeudellisen sulautumisen määritelmät poikkeavat toisistaan, mihin ei kuitenkaan tässä tutkielmassa syvennytä laajemmin. Erilaisen tunnusmerkistön vuoksi kaikki OYL:n mukaiset sulautumiset eivät täytä EVL 52 a §:n edellytyksiä. Toisaalta verotuksessa voidaan hyväksyä vain OYL 16 luvun mukaisia sulautumisia.²³ Sulautumisen verokannustin liittyy EVL 52 b §:stä ilmenevään sulautumisen verokohteluun. Sulautuvan yhtiön ei katsota verotuksessa purkautuvan (*jatkuvuusperiaate*), jos sulautuminen tapahtuu EVL 52 a §:n mukaisesti. Sulautumisen toteutuessa EVL:n normien mukaisesti sulautuvan yhtiön verotuksessa vähentämättä olevat hankintamenot ja muut vähennyskelpoiset menot vähennetään vastaanottavan yhtiön verotuksessa samalla tavalla kuin ne vähennettäisiin sulautuvan yhtiön verotuksessa, mikäli toiminta jatkuisi itsenäisenä. Lisäksi sulautumisen yhteydessä mahdollisesti syntyvä voitto ei ole veronalaista tuloa eikä tappio vähennyskelpoinen meno. Tässä tutkielmassa verotukselliset näkökulmat sivuutetaan. Käytännössä päämiehen ja agentin verotuksellinen ristiriita voisi liittyä esimerkiksi kolmikantasulautumiseen, jossa sulautuvan yhtiön enemmistöosakkaan osakkeiden keskimääräinen hankintahinta olisi selvästi korkeampi kuin fuusioprosessissa määriteltävä sulautuvan yhtiön käypä arvo ja vähemmistöosakkaiden hankintahinta keskimäärin. Tällöin veroneutraalisuussäännösten toteutumattomuus johtaisi siihen, että fuusio aiheuttaisi verorasitteita vain osakkeenomistajien vähemmistölle mahdollisten luovutusvoittojen muodossa.

Arvopaperimarkkinoilla noteerattu yhtiö voi odottaa varmuudella muutoksia dynamisessa kilpailuympäristössä. Globaali talous edellyttää yhtiöltä kilpailuedun rakentamista ja sen jatkuvaa vahvistamista. Kilpailun seurauksena yritystoiminnot yhdistyvät usein myös kansalliset rajat ylittäen.

²³ Mähönen J. Villa S. (2009): s. 576

Yhtiöt pyrkivät siis kasvamaan kokoluokassa saavuttaakseen suuruuden mittakaavaetuja (*economies of scale*).²⁴ Näin ollen sulautumisella on myös kilpailuoikeudellinen ulottuvuus, mikä ilmenee esimerkiksi monopolien ja kartellivalvonnan yhteydessä. Tutkielmassa kilpailuoikeus rajautuu kuitenkin pois, sillä kyseisen sääntelyn suojakohde liittyy pääasiassa muihin sidosryhmiin kuin osakkaisiin. Aihealuetta kuitenkin sivuaa KilpL 4:23 §:n sääntely johdon raportointivelvollisuudesta.

Julkisuus tekee yhtiöiden toiminnasta läpinäkyvää. Arvopaperimarkkinoilla noteeratut julkiset osakeyhtiöt ovat AML:n tiedonantovelvollisuuksien kohteina. Julkiset osakeyhtiöt tarjoavat mahdollisuuden tarkastella kansantaloudellisesti merkittäviä yhtiöitä sekä havaita esimerkiksi institutionaalisten sijoittajien ja valtio-omistajan roolien merkitykset yritysjärjestelytilanteissa. Sulautumista käsittelevässä oikeuskirjallisuudessa on myös esitetty, että erityisesti julkinen osakeyhtiö hyötyy mahdollisuudesta muokata pääomarakennetta ja taseen kokoa vapaasti.²⁵

1.4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkimusaineistona käytetään seuraavia lähteitä.

- a) Oikeustapauksia (1993 - 2010)
- b) Oikeuskirjallisuutta (1993 – 2010)
- c) Suomalaista ja EU-tason lainsäädäntöä
- d) Oikeustieteen ja rahoituksen tieteellisiä artikkeleita
- e) Lain valmistelemiseen liittyviä asiakirjoja ja
- f) Oikeusministeriön julkaisemia asiantuntijalausuntoja

Vuonna 2006 voimaan astuneen OYL:n ja myös sitä edeltäneen lain pohjalta on kirjoitettu lukuisia artikkeleita ja kommentaareja kotimaisten asiantuntijoiden toimesta. Tutkielmassa huomioidaan sulautumiseen liittyvä lainsäädäntö, itsesääntely ja kansainvälinen viitekehys vuosien saatossa kehittyneen oikeuskäytännön ohella. Aineistoa on systematisoitu vastaamaan julkisen osakeyhtiön sulautumisprosessia koskeviin tutkimuskysymyksiin.

²⁴ Mittakaavaetujen määritelmästä tarkemmin Tholkes & Sederberg (1990): s. 2

²⁵ Puttonen, V. (2004): s. 47

Tutkielma muodostaa oikeus-taloustieteellisestä näkökulmasta laaditun lainopillisen tutkimuksen, jossa analysoidaan olemassa olevaa oikeutta.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkielma rakentuu seuraavasti.

Johdannon jälkeen esitellään tutkielman keskeisimmät käsitteet (Luku 2).

Käsitteet ovat analyysin kannalta ratkaisevassa asemassa, sillä ne määrittävät paitsi tutkielman aihepiiriin sisältyvät sulautumistavat, myös erilaisten enemmistöosakkaiden ja vähemmistöosakkaiden monimuotoiset intressit osakeyhtiössä. Teoriaosiossa esitellään OYL:n keskeiset periaatteet, jotka vaikuttavat kaikissa yhtiön päätöksentekoprosesseissa (Luku 3). Tämän jälkeen käsitellään OYL:n mukaista sulautumisprosessia ja päämies-agentti -suhteen problematiikkaan liittyvää lainsäädäntö- ja normitaustaa (Luku 4).

Osakeyhtiön orgaanien keskeiset vastuut ja tehtävät kuvataan yhtiökokouksen, yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan roolien kautta (Luku 5). Myös sulautumisprosessissa ilmenevät vähemmistöosakkaan riskit käsitellään tapauskohtaisesti aloittaen dominoivan osakkeenomistajan aiheuttamista uhkakuvista (Luku 6). Lisäksi yritysjohdon opportunistisen toiminnan riskitekijät kuvataan yksityiskohtaisesti (Luku 7). Lopuksi summataan tutkielman keskeiset johtopäätökset (Luku 8).

2 Keskeiset käsitteet

Merkittävä osa tutkielmassa esiintyvistä käsitteistä on vakiinnuttanut merkityksensä joko lainsäädännöllisessä tai tieteellisessä viitekehyksessä. Luvussa kuitenkin täsmennetään käsitteiden merkitystä fuusioprosessin ja päämies-agentti –suhteen näkökulmasta. Enemmistön intressien hahmottaminen on tärkeää opportunistisen toiminnan taustojen ymmärtämiseksi. Yritysjohdon määritelmää ja roolia tarkastellaan kattavasti Luvussa 5. Seuraavaksi esiteltävä käsitteistö muodostaa osan tutkielman teoreettisesta taustasta.

2.1 Julkinen osakeyhtiö

Osakeyhtiöt jakautuvat OYL 1:1 §:n mukaan yksityisiin ja julkisiin osakeyhtiöihin. ToimiNL 7 §:n perusteella yksityisen osakeyhtiön lyhenne on muotoa oy ja julkisen osakeyhtiön muotoa oyj. Tässä tutkielmassa käsitellään näistä vain jälkimmäisiä olettaen, että fuusion osapuolet ovat OYL 5:1 a §:n mukaisia pörssiyrityksiä tai sellaiseksi aikovia. OYL 1:1 §:n mukaan ainoastaan julkisten osakeyhtiöiden osakkeita saa tarjota yleisölle ja vaihtaa julkisella markkinapaikalla, kuten arvopaperipörssissä. Yksityisiä osakeyhtiöitä on Suomessa huomattavasti enemmän kuin julkisia. Tämä johtuu osaltaan siitä, että OYL 1:3 § asettaa julkisen yhtiön vähimmäisosakepääomaksi 80 000 euroa. Toiminnan suureen kokoluokkaan viitaten on ilmeistä, että useat kansantaloudellisesti ja globaalisti merkittävät yhtiöt ovat julkisia.

Osakkeenomistajalla on varallisuuspitoinen oikeus yhtiön tuottamaan voittoon. Julkisen osakeyhtiön toiminnan lähtökohtainen tarkoitus on OYL 1:5 §:n mukaan tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jos yhtiöjärjestyksessä ei ole toisin määrätty. Voiton tuottamista tarkastellaan lähtökohtaisesti pitkällä tähtäimellä.²⁶ Näin ollen yhtiö voi harkintavaltaa käyttäen päättää lyhyellä aikavälillä siitä, jakaako se kertyneistä voittovaroistaan valtaosan osakkeenomistajille osinkoina vai pyrkiikö se kasvattamaan yhtiön arvoa investoimalla varoja enemmän tulevaisuuden kasvuun.²⁷

²⁶ HE 109/2005: 1:5 § perustelut

²⁷ Näkökulma sisältää oletuksen siitä, että osinko on määritelmällisesti osuus yhtiön tuloksesta.

Yhtiö kykenee voitonjakopäätöksillään vaikuttamaan kuitenkin yksittäisen osakesijoittajan näkökulmasta katsottuna vain toiseen tuottotekijään.²⁸

2.2 Sulautuminen

Sulautumisen synonyyminä voidaan käyttää perustellusti termiä fuusio.

Kyseessä on OYL:n mukainen yritysjärjestelymuoto, jossa yksi tai useampi sulautuva yhtiö yhdistyy vastaanottavaan yhtiöön siten, että sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät yleisseuraantona²⁹ vastaanottavalle yhtiölle.

Järjestelyssä sulautumiseen osallistuvat yhtiöt siis sulautuvat uudeksi yhtiökokonaisuudeksi, joka jatkossa vastaa yhtiöiden kaikista velvoitteista ja omistaa yhtiöiden kaikki varat. OYL 16:1 §:n mukaan sulautuvan yhtiön osakkailla on oikeus saada fuusiovastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita, rahaa tai muuta omaisuutta. Oikeus vastikkeeseen ei kuitenkaan koske tytäryhtiöfuusiota, eikä myöskään sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden itse omistamia kohdeyhtiön osakkeita. EVL 52 a §:n sulautumista koskevien veroneutraalisuussäännösten soveltaminen edellyttää, että fuusiovastikkeena on vastaanottavan yhtiön uusia osakkeita tai lisäksi enintään 10 % niiden nimellisarvosta rahaa.

Suomalaisten osakeyhtiöiden sulautumista koskevan lainsäädännön kehitys vauhdittui Euroopan unionin neuvoston säätämän direktiivin toimesta 1990-luvun alussa.³⁰

Suomessa osakeyhtiöiden sulautuminen on ollut mahdollista elinkeinotulon verotuksesta annetun lain kohtien 52 a ja b § perusteella vuodesta 1996 alkaen. Yhtiöoikeudellisesti sulautuminen säädettiin lakiin kuitenkin vasta vuonna 1997.³¹ Yritysjärjestelydirektiivi liittyy yhtenäiseen verojärjestelmään, joka pyrkii poistamaan verotuksellisia esteitä yritystoiminnan uudelleenjärjestelyiltä EU:n talousalueella. Sääntelyn keskeisenä päämääränä on parantaa yritysten kilpailukykyä ja tuottavuutta.³² Yritysjärjestelydirektiivi koskee sellaisia fuusioita, joissa yksi tai useampi yhtiö sulautuu ennestään olemassa olevaan yhtiöön (*absorptiosulautuminen*), joka antaa vastikkeeksi omia osakkeitaan.

²⁸ Väite perustuu näkemykseen siitä, että arvopaperipörssissä noteeratun yhtiön osakkeen tuotto muodostuu 1) suoraan yhtiöltä saatavista tulovirroista, kuten osingoista ja pääomanpalautuksista, ja toisaalta 2) arvopaperimarkkinoilla tapahtuvasta osakkeen hintamuutoksesta sijoitusaikana.

²⁹ KHO 2004/59: ”Kun fuusio on yleisseuraanto, sitä ei voida pitää omistajanvaihdoksena”.

³⁰ 90/434/ETY, myöh. yritysjärjestelydirektiivi

³¹ VOYL 14 luku

³² HE 177/1995: kohdassa 1.2.1. Yleistä

Lisäksi direktiivi koskee fuusioita, joissa kaksi tai useampia yhtiöitä sulautuu tätä tarkoitusta varten perustettuun uuteen yhtiöön (*kombinaatiosulautuminen*). Kolmas sulautumistyyppi on *tytäryhtiösulautuminen*, jossa kohdeyhtiö sulautuu jo valmiiksi kaikkien osakkeet omistavaan vastaanottavaan yhtiöön.³³ Tutkielmassa käsitellään myös *kolmikantasulautumista*, jolla tarkoitetaan OYL 16:2 §:n mukaan sellaista absorptiosulautumista, jossa muu taho kuin vastaanottava yhtiö antaa sulautumisvastiketta.

Sulautumisessa muodostuu siis aina uusi taloudellinen toimintayksikkö. Liiketaloudellisesta näkökulmasta sulautumiset voidaan jakaa kolmeen kategoriaan, jotka ovat horisontaali-, vertikaali- ja monialasulautuminen. Horisontaaliseen sulautumiseen osallistuvat saman toimialan yritykset, jotka toimivat arvoketjun samalla tasolla. Vertikaalisessa sulautumisessa uuden yksikön muodostavat yritykset, jotka toimivat arvoketjun eri tuotannonvaiheissa. Sen sijaan monialafuusiossa sulautumisen osapuolten välillä ei ole aikaisempaa liiketaloudellista yhteyttä.

Liiketaloudellisina kannustimina horisontaaliselle sulautumiselle toimivat usein kustannussäästöt, hallinnon päällekkäisyydet ja markkina-osuuspotentiaalin kasvattaminen. Horisontaalisten fuusioiden osalta yleinen sulautumisperuste on siten suuruuden ekonomien (*economies of scale*³⁴) hyötyjen tavoittelu. Tämä tarkoittaa sitä, että päällekkäisiä toimintoja yhdistämällä ja karsimalla on mahdollista saavuttaa lopputulos, jossa uusi yksikkö on taloudellisesti tehokkaampi kuin useampi erillinen. Myös tutkimus- ja tuotekehityksen resurssien vahvistuminen voi parantaa yhtiön tuotetarjontaa.

Vertikaalisessa fuusiossa on kyse siitä, että vastaanottava yhtiö sulauttaa toimijan, joka on aiemmin toiminut yhtiön tuotannon alihankkijana, toimittajana tai jälleenmyyjänä. Liiketaloudellinen peruste vertikaaliselle fuusioitumiselle on usein se, että vastaanottava yhtiö tavoittelee riskien hajauttamista, itsenäisempää toiminta-asemaa ja tuotantoketjun vaiheiden tehostamista sekä parempaa arvoketjun koordinoitua. Käytännössä vertikaalisen sulautumisen hyötynäkökulma on kyseenalaistettu, sillä liike-elämässä on havaittavissa selvä fokusoitumisen ja ydinliiketoimintaan kuulumattomien toimintojen ulkoistamisen trendi.

³³ HE 177/1995: kohdassa 1.2.2. Sulautuminen

³⁴ Useilla markkinoilla ja toimialoilla voidaan tavoitella kustannussäästöjä yrityskokoa kasvattamalla. Tuotoksen volyymikasvu tarjoaa tällöin mahdollisuuden laskea yksikkökustannuksia.

Monialafuusiosta on mahdollista, että muodostuva uusi yksikkö saa mahdollisuuden innovatiiviseen tuotekehitykseen ja ristiinmyyntiin olemassa olevien asiakaskontaktien kautta. Toisaalta monialafuusion taloudellinen kannattavuus voidaan asettaa kyseenalaiseksi viittaamalla yritystoiminnan fokuoimisen logiikkaan. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että sijoittajat saattavat olla lähtökohtaisesti valmiita maksamaan korkeampia arvostuskertoimia rajatun toimintafokuksen omaavista yrityksistä, sillä he voivat itse hajauttaa sijoituksiaan rinnakkaisille toimialoille niin halutessaan.

On myös selvää, että sijoittajan osakemuotoisten omistusten hajauttaminen ja realisoiminen on usein sekä yksinkertaisempaa että kustannuksiltaan tehokkaampaa kuin muutokset yrityksen reaalisessa toiminta-alueessa. Sulautumistyyppin motiivina toimii usein yksittäiseen toimialaan, tuoteryhmään, suhdannevaiheeseen tai asiakassuhteeseen liittyvän riskin hajauttaminen. Eri aloilla toimivien yhtiöiden sulauttaminen mahdollistaa parhaimmillaan uudelle yhtiölle tasaisemman kassavirran, mikä edistää rahoituksellista itsenäisyyttä. Toisaalta monialasulautumisella ei pyritä kasvattamaan yksittäisten toimialojen markkinaosuuksia.

Markkinoilla on siis erotettavissa erilaisia fuusiostrategioita. Yrityskaupan päättämisen jälkeen emoyhtiö voi hyödyntää *sopentamisuusiota*, jossa yritysosto suoritetaan loppuun sulauttamalla ostettu kohdeyhtiö tai sen osa emoyhtiöön. Sen sijaan tilanteessa, jossa yritysostoa ei ole tapahtunut tai siitä on jo kauan aikaa, on mahdollista suorittaa *konsernifuusio*.³⁵ Tällöin itsenäisenä tai itsenäisinä tytäryhtiöinä pidetyt toiminnot sulautetaan konsernin emoyhtiöön. *Rahoitusjärjestelysulautumisessa* yrityskaupan rahoituksellinen rasitus katetaan kohdeyhtiön liiketoiminnasta. Kyseisen yritysjärjestelytyypin yhteys on usein läheinen MBO-, MBI- ja LBO-kauppoihin. Management Buy-Out on järjestely, jossa yhtiön osakekanta myydään yhtiön nykyiselle johdolle. MBO-kauppa voidaan suorittaa osakekauppana esimerkiksi siten, että ostajayhtiö sulauttaa itseensä ostamansa tytäryhtiön.³⁶ Sen sijaan Buy-In -tyyppisessä järjestelyssä osakekannan ostajat ovat yrityksen ulkopuolisia tahoja, jotka siirtyvät yrityshankinnan jälkeen itse johtamaan yrityksen liiketoimintaa. Yritystoiminnan tehostamispotentiaaliin perustuvassa LBO-kaupassa yrityshankinta rahoitetaan ensi vaiheessa velkarahalla, minkä jälkeen yritysostaja pyrkii maksimoimaan kohdeyhtiön lyhyen aikavälin kassavirran lyhentääkseen velkaansa.

³⁵ KHO 59/2004: ”Myös emoyhtiön sulautuminen tytäryhtiöön voidaan katsoa liiketaloudellisesti tarkoituksenmukaiseksi”. Kyseessä on tällöin ns. vastavirtasulautuminen.

³⁶ Immonen, R. (2000): s. 27

Toimialarationalisoinnissa on kyse samaa tuotetta tai palvelua tarjoavien toimijoiden yhdistymisestä, minkä keskeisenä motiivina toimii kilpailun ja markkinoille tuotettavan tarjonnan vähentäminen. Tavoitteena on siten supistaa tuotantoa vastaamaan paremmin kysyntää, mikä mahdollistaa lopputuotteiden myyntihintojen korotukset ja siten myös paremman liiketoiminnan kannattavuuden tulevaisuudessa. Rationalisointi on tyypillistä toimialoilla, jotka kärsivät ylikapasiteetista ja kasvavat hitaasti tai eivät lainkaan.

Liiketoimintafuusiota hyödynnetään kahden tai useamman samanlaista liiketoimintaa harjoittavan yhtiön yhdistämiseen varojen, velkojen ja hallinnon osalta. Tavoitteina ovat tällöin esimerkiksi tuotekehityksen tehostaminen, uudet kasvumahdollisuudet ja tuottavuuden lisääminen päällekkäisten kustannuserien karsimisella. *Torjuntafuusiolla* tarkoitetaan yritysvaltauksen uhanalaisen kohdeyhtiön sulautumista kolmanteen yhtiöön, joka on yleensä potentiaalista yritysvaltaajaa ystävällisempi joko yritysjohdolle tai enemmistöosakkaalle. Kyseisen fuusiotyyppin keskeisin tavoite on estää yritysvaltaajan pääsy kohdeyhtiön merkittäväksi osakkeenomistajaksi. Näin ollen torjuntafuusion motiivit liittyvät usein pitkän aikavälin kannattavien liiketoimintamahdollisuuksien luomisen sijaan sangen lyhytjänteisiin tavoitteisiin.

Yleisellä tasolla sulautumisen ja yritysjärjestelyn motiivina saattaa toimia yrityksen tarve uudentalaiselle osaamiselle, mikä voi tarkoittaa esimerkiksi hallinnon, jakelun, markkinoinnin, tuotannon ja tuotekehityksen kompetenssia. Toisaalta yritysjohton motiivina voi toimia se, että yrityksen taserakenne on muodostunut ylikapitalisoituneeksi, mikä ilmenee ”tuottamattomana kassaylijäämänä”. Yritysjohton intressissä on tällöin laittaa raha tuottamaan epäorganisten järjestelyjen kautta. Ilmiö on havaittavissa erityisesti vanhoilla ja vakiintuneilla toimialoilla, joissa organiset kasvunäkymät ovat heikot tai jopa taantuvat.

On myös mahdollista, että yritysjohto näkee potentiaalisessa ostokohteessa tehostamisvaraa, jolloin yritysoston ja sitä seuraavan sulautumisen motiivina on ostokohteen realisoimattoman tulospotentiaalin hyödyntäminen. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että ostokohteen hallintoa karsitaan tai vaihdetaan sulautumisen yhteydessä. Toiminnan fokusta saatetaan myös suunnata uudelleen.

Vakiintuneilla ja heikon kasvunäkymän toimialoilla saattaa olla lisäksi ylikapasiteettia. Tällöin sulautumisen keskeisenä tarkoituksena ovat kapasiteettiin kohdistuvat leikkaukset, joiden avulla lopputuotteiden tarjontaa pyritään vähentämään kysyntää

vastaavaksi. Kyseisessä tilanteessa taloudellinen tavoite on se, että tarjonnan supistuessa uudella yksiköllä on mahdollisuus nostaa asiakashintoja.

Sulautumisprosessi on kuvailtu OYL 16 luvussa vaiheittain. OYL 16:2 §:n mukaan sulautumiseen osallistuvilla yhtiöillä tarkoitetaan sulautuvaa yhtiötä ja vastaanottavaa yhtiötä. Vastaavasti tämän tutkielman määritelmä sulautumiseen osallistuvalla vähemmistöosakkaalle on yhtenäinen edellä mainitun säännöksen kanssa, sillä tutkielmassa tarkastellaan osakkeenomistajan näkökulmaa sekä sulautuvassa tai sulautuvissa että vastaanottavassa yhtiössä. Lain mukaan vastaanottavan yhtiön ja sulautuvan tai sulautuvien yhtiöiden hallitukset sekä laativat että allekirjoittavat OYL 16:3 §:n mukaisen sulautumissuunnitelman, josta ilmenevät sulautumisen syyt ja sulautumisvastike perusteluineen. Sulautumissuunnitelmasta on hankittava myös KHT- tai HTM-tilintarkastajan lausunto. Asiantuntijan lausunto on tärkeä siksi, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat kokevat omaisuusarvon menetyksen, jos fuusiovastike asetetaan ilman heidän suostumustaan alle sulautuvan yhtiön osakkeiden käyvän arvon. Fuusiosuunnitelma liitteineen muodostaa siten vähemmistönsuojan kannalta olennaisen sopimusoikeudellisen asiakirjan. OYL 16:11 §:n mukaan suunnitelma on pidettävä osakkeenomistajien nähtävänä, tietyin rajoituksin toimitettava viivytyksettä sitä pyytävälle osakkaalle ja asetettava nähtäville yhtiökokouksessa. Tämän jälkeen sulautumisesta päätetään koolle kutsutussa yhtiökokouksessa tai vaihtoehtoisesti sulautumiseen osallistuvan yhtiön hallituksessa.³⁷ Seuraavaksi hyväksytty sulautumissuunnitelma ja mainittu tilintarkastajan lausunto toimitetaan kaupparekisteriin, joka julkaisee kuulutuksen yhtiön velkojille.

Sulautumisen yleisenä lähtökohtana on se, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat jatkaa osakkuuttaan vastaanottavassa yhtiössä.³⁸ OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteesta seuraa, että osakkeiden vaihtosuhdetta ei saa ilman perusteltua syytä asettaa sellaiseksi, että sulautumisessa pienosakkaat vastaanottaisivat vain rahavastikkeen, kun samanaikaisesti suuromistajat saisivat osakevastikkeen.³⁹ Säännös liittyy enemmistö- ja vähemmistöosakkaan suhteeseen, jossa pyritään tasavertaisuuteen, kuitenkin aina osakeomistuksen suhteellinen määrä huomioiden.

³⁷ Kulloinkin toimivaltaisesta hallintoelimestä lisää Luvussa 5.

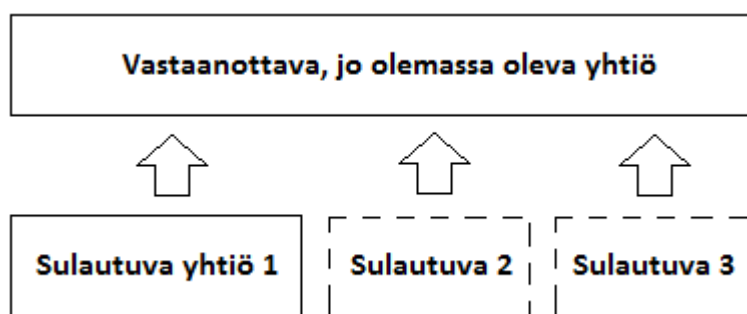
³⁸ Mähönen, J. Villa, S. (2006): s. 573

³⁹ Mähönen J. Villa S. (2006): s. 573

OYL 16:16 §:n mukaan sulautuva yhtiö lakkaa aina, eikä osittaisfuusio ole siksi mahdollinen. Lakkaavalle yhtiölle ei voi jäädä mitään varoja tai velkoja, sillä kaikki tunnetut ja tuntemattomat erät siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle sulautumisen tullessa voimaan.⁴⁰ Kaikille sulautumistyypeille on siis oikeudellisesta näkökulmasta katsottuna ominaista, että järjestelyssä lakkaa yksi tai useampia oikeussubjekteja. Puhtaasti taloudellisista lähtökohdista käsin vastaanottava yhtiö saa sulautuvalta yhtiöltä siirtyvän varallisuuden suoraan omistukseensa, mikä poikkeaa fuusioprosessia edeltävästä tilanteesta, jossa vastaanottava yhtiö on mahdollisesti omistanut sulautuvan yhtiön varallisuutta vain välillisesti osakeomistuksen muodossa.

Tutkielmassa käsiteltävien neljän sulautumistyyppin pääpiirteet ovat seuraavat.

a) *Absorptiosulautumisessa* jo olemassa oleva vastaanottava yhtiö ja yksi tai useampi sulautuva yhtiö sulautuvat yhteen. Seuraavassa kuvassa havainnollistetaan tyypillistä fuusioprosessin kulkua.



Kuva 1. Absorptiosulautuminen kulkukaaviona

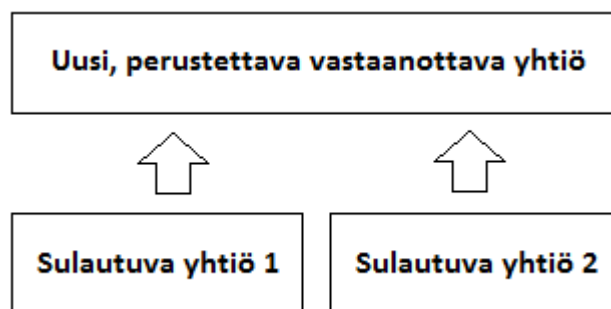
Kaikki sulautuvat yhtiöt purkautuvat ja näiden yhtiöiden osakkeenomistajista tulee lähtökohtaisesti vastaanottavan yhtiön osakkaita järjestelyssä Kuvan 1 osoittamalla tavalla. Sellaisessa absorptiosulautumisessa, jossa vastaanottava yhtiö ei lähtötilanteessa omista kaikkia sulautuvan yhtiön osakkeita, saavat sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat sulautumisvastikkeen. Vastikkeella turvataan kohdeyhtiön osakkeenomistajan taloudellista asemaa ja osakkaiden keskinäistä yhdenvertaisuutta, minkä tarkastelu on tämän tutkielman keskiössä.

⁴⁰ Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): s. 101

Sulautumisessa osakevastike asettuu pääsäännön mukaan ensisijaiseksi. Rahavastike on siis lähtökohtaisesti luonteeltaan tasauserä.⁴¹ Osakkeenomistajalla ei ole kuitenkaan oikeutta valita rahavastikkeen ja osakevastikkeen väliltä, jos siitä ei ole nimenomaisesti päätetty tai sovittu.⁴²

b) *Kombinaatiosulautumisessa* vähintään kaksi osakeyhtiötä sulautuvat yhteen perustamalla yhdessä uuden vastaanottavan yhtiön.⁴³ Tällöin sulautuvien yhtiöiden varat ja velat siirtyvät perustettavalle, uudelle yhtiökokonaisuudelle.

Uuden osakeyhtiön osakkeet jakautuvat sulautumissuunnitelman mukaisesti sulautuvien yhtiöiden osakkeenomistajien kesken. Järjestelyssä sulautuvien yhtiöiden osakkeenomistajista tulee uuden vastaanottavan yhtiön osakkaita. Kuva 2 esittää sulautuvien yhtiöiden osakkeenomistajien siirtymistä vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajiksi.



Kuva 2. *Kombinaatiosulautuminen kulkukaaviona*

Fuusiovastikkeen tulisi perustua yhtiöiden välisiin käypiin arvoihin, vaikka tästä ei ole OYL:ssa nimenomaista määräystä. Vastikkeen määrästä voidaan sopia osana fuusiosuunnitelmaa sillä edellytyksellä, että kaikkia osakkeenomistajia kohdellaan yhdenvertaisesti, tai silloin kun menettelytapa saa vaihtoehtoisesti kaikkien osakkeenomistajien hyväksynnän.⁴⁴

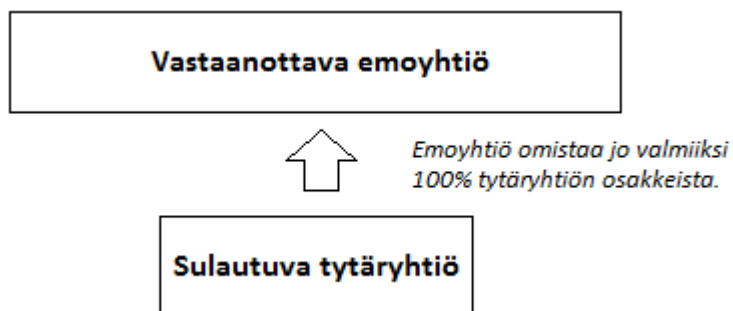
⁴¹ Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): s. 101-102 ; OYL 16 luvun 16 §:n 3. momentti

⁴² Mähönen J. Villa S. (2009): s. 573

⁴³ OYL 16 luvun 2 §

⁴⁴ Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): s. 102

c) *Tytäryhtiösulautumisessa* on kyse absorptiosulautumisesta, jossa vastaanottava yhtiö omistaa jo valmiiksi kaikki sulautuvan yhtiön osakkeet. Tällöin vastaanottava emoyhtiö saa omistamiensa tytäryhtiöosakkeiden sijaan sulautuvan yhtiön varat ja velat seuraavasti (Kuva 3).⁴⁵



Kuva 3. Tytäryhtiösulautuminen kulkukaaviona

Kuvan 3 mukaisesti sulautuvassa yhtiössä ei ole fuusiovaiheessa vähemmistöosakkaita. Menettelytavoiltaan tytäryhtiösulautuminen on yksinkertainen, minkä vuoksi emoyhtiö pyrkii usein saamaan omistukseensa koko kohdeyhtiön osakekannan, jotta fuusio voidaan toimeenpanna tytäryhtiömuodossa.⁴⁶ Vastaavasti fuusiovastike on tytäryhtiösulautumisessa tarpeeton.

Tytäryhtiösulautumisena voidaan toteuttaa myös järjestely, jossa useampi osittain toisiaan omistava tytäryhtiö sulautuu kaikkien yhteiseen emoyhtiöön. Edellytyksenä on tällöin se, että osakkeita ei omista yksikään järjestelyn ulkopuolinen taho.⁴⁷

Tytäryhtiösulautuminen suoritetaan usein välittömästi tai lyhyen aikajänteen sisällä yrityshankinnan loppuun saattamisen jälkeen. Sulautuminen tulee nähdä tällöin osana yrityskaupan toimenpideketjua.⁴⁸ Tutkielmassa huomio kiinnittyy siihen, miten vastaanottava yhtiö on saanut sulautuvan yhtiön osakekannan haltuunsa.

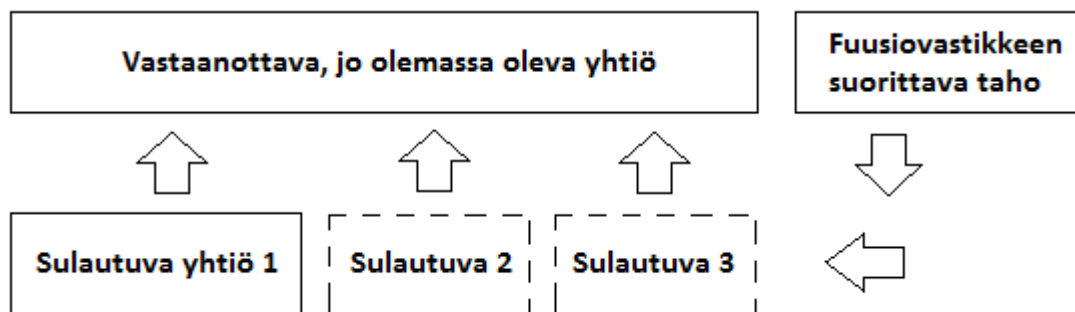
⁴⁵ Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): s. 102 ; OYL 16 luvun 2 §

⁴⁶ Immonen, R. (2000): s. 32

⁴⁷ HE 109/2005 vp. s. 147 ; Mähönen J. Villa S. (2009): s. 574-575

⁴⁸ Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): s. 105

d) *Kolmikantasulautumisella* tarkoitetaan OYL 16:2 §:n mukaan absorptiosulautumista, jossa muu taho kuin vastaanottava yhtiö antaa sulautumisvastiketta (Kuva 4).



Kuva 4. Kolmikantasulautuminen kulkukaaviona

Kolmikantasulautumisessa fuusiovastikkeen antaja on lähtökohtaisesti vastaanottavan yhtiön emoyhtiö.⁴⁹ Sulautumisvastikkeena voi siten olla esimerkiksi konsernin listatun emoyhtiön osakkeita. Sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaiden kannalta tämä olisi jopa suotavaa, sillä osakkuus vastaanottavan konsernin väliyhtiössä voisi muodostua ongelmalliseksi esimerkiksi osakkeiden siirrettävyyden eli likviditeetin näkökulmasta.

OYL ei rajoita muun kuin osakevastikkeen käyttöä.⁵⁰ Sulautumisessa vastike täytyy pääsääntöisesti antaa vain sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille. Vastaanottavan yhtiön omistamat ja sulautuvalla yhtiöllä itsellään hallussa olevat osakkeet eivät tuota oikeutta sulautumisvastikkeeseen.⁵¹ Toisaalta äärimmäisissä tapauksissa on yhtiöoikeudellisesti myös mahdollista, että sulautumisvastiketta ei anneta tai makseta lainkaan, jos kaikki sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat siihen suostuvat. Jos vastike maksetaan, on osakkeeseen liittyvän taloudellisen omistaja-arvon kehityksen kannalta lähtökohtaisesti olennaista tarkastella fuusiovastikkeen määrää ja laatua riippumatta sulautumisen muodosta. Jos sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat eivät saa vastiketta lainkaan, tai jos annettava vastike aliarvioi sulautuvan yhtiön arvoa suhteessa vastaanottavan yhtiön arvoon, kärsivät sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat omistaja-arvon menetyksen. Vastaavasti vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajat menettävät omaisuusarvoa, jos sulautumisvastikkeen määrä on liiallinen suhteessa sulautuvan yhtiön laatuun ja arvoon vastaanottavalle yhtiölle.

⁴⁹ HE 109/2005 vp. s. 145-147 ; Mähönen J. Villa S. (2009): s. 574

⁵⁰ HE 109/2005 vp. s. 146 ; Mähönen J. Villa S. (2009): s. 573

⁵¹ OYL 16:16 §

Sulautuminen vaikuttaa aina yhtiön eri sidosryhmiin. Osakkeenomistajien kannalta kyse on omistaja-arvoon vaikuttavasta epäorgaanisesta yritysjärjestelystä. Yritysjohdon kannalta fuusio kasvattaa usein johdettavaa liiketoiminta-aluetta, kohentaa uranäkymää ja laajentaa johtajan vaikutusvaltaapiiriä. Sen sijaan yhtiön työntekijöiden kannalta tilanne voidaan nähdä joko uutena työskentelymahdollisuutena entistä suuremmissa organisaatioissa tai vaihtoehtoisesti uhkana työpaikan menettämisestä liiketoimintojen integroimisen yhteydessä. Sulautuvan yhtiön velkojien näkökulmasta sulautuminen tarkoittaa pääsääntöisesti velallisen vaihtumista ja yhtiöiden asiakkaiden perspektiivistä katsottuna pintaan nousevat huolet sulautumisen vaikutuksista kilpailuympäristöön.

2.3 Enemmistöosakas

Julkisten osakeyhtiöiden omistusrakenne on viime vuosikymmenien aikana kansainvälistynyt ja kokenut rakennemuutoksen kehittyneillä markkinoilla. Tämä on vaikuttanut merkittävästi omistajaohjaukseen ja yritystoiminnan strategioihin.⁵² Kappaleessa yhdistetään enemmistöosakkaan käsitteen määrittely ja osakeyhtiön erilaisten osakasintressien sekä monimuotoisten motiivien ymmärtäminen.

Osakeyhtiön toiminnalle on tunnusomaista se, että arkisesta päätöksenteosta vastaa johto, eivätkä osakkeenomistajat. Merkittävää valtaa yrityksessä käyttävä dominoiva osakkeenomistaja pystyy kuitenkin valvomaan toimivaa johtoa usein hallitustyön kautta melko tehokkaasti ja ohjaamaan yrityksen toimintaa niin, että se hyödyttää erityisesti enemmistöosakasta.⁵³ Horisontaalisen päämies-agentti –suhteen kannalta on siis merkittävää, että enemmistöosakkaalla on vähemmistöosakasta paremmat vaikutusmahdollisuudet yritysjohdon päivittäiseen toimintaan.

OYL 18:1 §:n mukaan enemmistöosakkuus osakeyhtiössä tarkoittaa sitä, että yhdellä osakkeenomistajalla on omissa nimissään, hallussaan tai määräysvallassaan enemmän kuin 90 prosenttia yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Toisaalta on muistettava, että osakeyhtiön päätöksenteossa riittää usein joko OYL 5:26 §:n mukainen enemmistöpäätös tai OYL 5:27 §:n mukainen määränemmistö.

⁵² Ferreira, M. Massa, M. Matos, P. (2007): s. 1

⁵³ Puttonen, V. (2004): s. 44-45

Näin ollen enemmistöosakkaalla voidaan tarkoittaa osakkeenomistajaa, jolla on osakeomistukseensa perustuva mahdollisuus edustaa yhtiökokouksessa yksinkertaista äänten enemmistöä ja toisaalta sellaista osakkeenomistajaa, jonka määräysvallassa on vähintään kaksi kolmasosaa kaikista yhtiön osakkeista ja äänistä kaikki osakelajit huomioiden.

Tässä tutkielmassa enemmistöosakas nähdään kuitenkin laajemmin niin sanottuna dominoivana osakkeenomistajana, jolla on tosiasiallisesti merkittävä vaikutusmahdollisuus yhtiön päätöksenteossa.⁵⁴ Näin ollen tutkielman enemmistöosakas on määritelmältään OYL:n käsitettä kattavampi: tarkasteltava dominoiva osakkeenomistaja voi pitää hallussaan myös selvästi alle puolta yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, jos yhtiön omistusrakenne on muutoin laajalle hajautunut. Myös teoreettisessa viitekehyksessä on esitetty, että kontrolloiva asema voi syntyä jo 10 prosentin suhteellisella omistususuudella yhtiössä.⁵⁵

Enemmistöosakkuus voi ilmetä erilaisissa muodoissa. Esimerkiksi valtion toimintaan julkisen osakeyhtiön enemmistöosakkaana vaikuttaa keskeisesti järjestelmällinen kykenemättömyys sitoutua tehtyihin päätöksiin.⁵⁶ Tämä on seurausta siitä, että omistajien valtaa käyttävä taho vaihtuu yleensä neljän vuoden välein vaaleilla. Poliitikoilla ei siten ole välttämättä halua sitoa seuraajiensa käsiä tai noudattaa edeltäjiensä linjauksia. Valtion mahdollisesti poukkoileva rooli enemmistöosakkaana kytkeytyy myös siihen, että poliittisilla päätöksentekijöillä on yleensä muitakin tavoitteita kuin yrityksen kannattavuus.⁵⁷ Valtio-omistajan käytännön mahdollisuus osallistua joustavasti yritysjärjestelyihin on lisäksi rajoitettu, sillä valtion omistamassa julkisessa osakeyhtiössä määräysvallan hankkimiseen tai määräysvallasta luopumiseen tarvitaan eduskunnan suostumus.⁵⁸ Toisaalta myös valtion halukkuus rakennemuutoksiin on rajallinen, sillä valtion enemmistöomistuksen yhtenä päämääränä on väestön toimeentulon, maan talouselämän ja maanpuolustuksen kannalta välttämättömien toimintojen sekä yhteiskunnan järjestelmien turvaaminen.⁵⁹

⁵⁴ Esimerkiksi islantilainen sijoitusyhtiö Novator omisti Elisa Oyj:n osakkeista 11,47% marraskuussa 2007, jolloin se vaati ylimääräisen yhtiökokouksen järjestämistä. Kyseisessä yhtiökokouksessa Novator sai ehdotuksensa taakse ääntenlaskussa jopa 47 prosenttia kokouksessa edustetusta äänimäärästä.

⁵⁵ Li, D. Moshirian, F. Kien Pham, P. Zein, J. (2004): s. 9

⁵⁶ Leppämäki, M. (2003)

⁵⁷ Puttonen, V. (2004): s. 49

⁵⁸ Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta 3 §

⁵⁹ Laki huoltovarmuuden turvaamisesta 1 §

Instituutioiden katsotaan olevan yritysjärjestelyiden merkittäviä edistäjiä vapailla markkinoilla.⁶⁰ Lakisääteisiä työeläkkeitä hallinnoivat kotimaiset instituutiosijoittajat ovat Suomessa merkittävin yksittäinen sijoittajaryhmä noin 85 miljardin euron sijoitusomaisuudellaan.⁶¹ Tässä valossa on vähemmistöosakkaan näkökulmasta merkittävää, että suomalaisilla työeläkevaroilla voidaan taloudellisten päämäärien lisäksi teoriassa myös fuusoida suomalaisia yrityksiä vain siksi, että työpaikat pysyisivät Suomessa.⁶² Institutionaalisiin omistajiin voidaan lukea myös perinteiset sijoitusrahastot. Rahastoyhtiöiden palkkiorakenne on pääosin kiinteä. Tästä johtuen rahastonhoitaja jää usein passiiviseksi kohdeyhtiön strategisten linjanvetojen suhteen. Kiinteäluontoisesta palkkiorakenteesta johtuen rahastonhoitajalla on siten heikot kannustimet aktiiviseen vaikuttamiseen kohdeyhtiössä.

Varainhoitajat eivät siis lähtökohtaisesti pyri vaikuttamaan yksittäisen yrityksen strategisiin valintoihin, sillä rahasto hajauttaa sijoituksiaan hyvin laajalle ja rahastosta vastaavan henkilön liikkeenjohdollinen osaaminen on vaihteleva. Rahastonhoitajalta puuttuvat insenttiivit merkitsevät sitä, että vähemmistöosakkaan asema ei muodostu säännönmukaisesti enemmistövallan väärinkäytön uhan alaiseksi sellaisissa yhtiöissä, joissa sijoitusrahasto käyttää dominoivaa äänivaltaa. Lopulta rahaston suuri osakeomistus voi tuoda myös tietynlaista turvaa vähemmistölle, koska sijoitusrahaston ja vähemmistöosakkaan intressit käyvät usein varsin hyvin yhteen kohdeyhtiössä: tarkoituksena on tehdä valitun riskitason sijoituksella mahdollisimman paljon rahaa.

On myös mahdollista, että sulautuvan yhtiön enemmistöosakas on oikeushenkilö. Jo sulautumisprosessin alkua edeltävänä aikana dominoivan omistajan valtaa saattaa käyttää esimerkiksi vastaanottava yhtiö. Erityisesti silloin, kun vastaanottava yhtiö on sulautuvan yhtiön suurin osakkeenomistaja jo yritysjärjestelyketjun alkutilanteessa, on havaittavissa merkittävä riski yhtiön vähemmistöomistajien savustamiseksi ulos yhtiön omistajakunnasta mahdollisimman edulliseen hintaan. Lisäksi eräissä tapauksissa sulautuvan yhtiön operatiivinen johto, toimitusjohtaja mukaan lukien, saattaa kuulua yhtiön merkittäviin osakkeenomistajiin.

⁶⁰ Ferreira, M. Massa, M. Matos, P. (2007): s. 6

⁶¹ Puttonen, V. (2004): s. 52

⁶² Puttonen, V. (2004): s. 54

Kovin harvinaista ei ole myöskään se, että yhtiön hallituksesta löytyy dominoivan omistajan valtaa käyttäviä henkilöitä.⁶³ Yritysjohdon henkilökohtaisen osakeomistuksen katsotaan lähentävän yhtiön jatkuvan liiketoiminnan johtamista ja osakasintressien toteutumista corporate governancen⁶⁴ tavoitteiden mukaisesti. Näin ollen yhtiön toimivan johdon tuntuva osakeomistus kohdeyhtiössä pitää usein huolta siitä, että yritystoiminnan rakennejärjestelyissä huomioidaan myös osakkeenomistajan taloudellinen intressi.

On esitetty, että työntekijöiden sekaantuminen yritysjärjestelypäätöksiin voi johtaa tilanteeseen, jossa lyhyellä aikavälillä turvataan työpaikkojen pysyminen mutta pidemmällä aikavälillä saatetaan yritys kilpailukyvyttömäksi.⁶⁵ Toisaalta myös niin sanotuissa perheyhtiöissä, joissa määräysvalta keskittyy voimakkaasti yhdelle suvulle, on vaarana alueellisen toiminnan säilyttäminen taloudellisten lähtökohtien kustannuksella.

Vastaavasti perheen dominoimissa yhtiöissä on usein havaittavissa selvä pyrkimys säilyttää yhtiön määräysvalta merkittävässä määrin suvun seuraavien sukupolvien hallinnassa myös pitkällä aikavälillä, mikä voi vaikeuttaa erilaisiin järjestelyihin osallistumista.⁶⁶

Ulkomainen omistaja tuo osakeyhtiön toimintaan kontakteja ja kansainvälisyyttä. Yritystoiminnan uudelleenjärjestelyjen kannalta ulkomainen sijoittaja on muutosta tukeva voima, sillä omistukseen ei ole yhdistettävissä patrioottisia pyrkimyksiä.⁶⁷ Kansainvälinen sijoittaja voi pyrkiä aktiivisella toiminnallaan yritysrakenteiden muutoksiin ja omistaja-arvon luomiseen, mikä osoittautuu onnistuessaan myös vähemmistön eduksi. Tietyissä tapauksissa on mahdollista, että sulautuvan yhtiön omistajakunnassa on myös voittoa tavoittelemattomia yhteisöjä. Kyseiset organisaatiot voivat sijoittaa esimerkiksi eettisten arvojen tai kestäväen kehityksen perusteella.

Tällöin yritysjärjestelyissä on non-profit –organisaation kannalta tärkeää, että fuusiosta tavoiteltavat hyödyt eivät loukkaa esimerkiksi ympäristöä tai muita omistajalle tärkeitä

⁶³ Esimerkiksi Konecranes Oyj:n hallituksen pj. Stig Gustavson omistaa 3,27% yhtiöstä, Sampo Oyj:n hallituksen pj. Björn Wahlroos 2,10% yhtiöstä ja Talvivaara Oyj:n hallituksen pj. Pekka Perä 20,66% yhtiöstä. (31.7.2012)

⁶⁴ Käsitteen määritelmästä enemmän kappaleessa 4.4.

⁶⁵ Puttonen, V. (2004): s. 54

⁶⁶ Esimerkiksi pörssilistatussa Ponsse Oyj:ssä dominoivaa valtaa käyttää Vidgrenin suku omistamalla noin kaksi kolmasosaa koko yhtiön äänivallasta (30.6.2012). Vidgrenin suku myös työllistää yhtiön kautta merkittävän osan Vieremän asukkaista.

⁶⁷ Ferreira, M. Massa, M. Matos, P. (2007): s. 8

arvoja. Voittoa tavoittelemattoman yhteisön sijoituksen aikajänne on usein pitkä, mikä kuvastaa sitoutumista tavoitteisiin. Näin ollen non-profit –organisaation intressissä on säilyttää yhtiö maksukykyisenä mutta ei välttämättä maksimoida joka tilanteessa osakkeenomistajille kuuluvaa residuaaliosaa⁶⁸ yhtiössä.⁶⁹ Yritysjärjestelykentällä toimivat myös nurkanvaltaajat. Esimerkiksi samalla toimialalla kilpaileva teollinen toimija voi pyrkiä kohdeyhtiön merkittäväksi osakkeenomistajaksi. Tällöin nurkanvaltaajan intressissä on korvamerkitä kohdeyhtiö oman valtapiirinsä alaisuuteen toimialan tulevaa konsolidaatiota silmällä pitäen, tai saavuttaa jopa AML 6:10 §:n mukaisen pakollisen ostotarjouksen raja, minkä jälkeen kohdeyhtiö voisi siirtyä täysin kilpailijayritykselle.

Nurkanvaltaajan asemaan liittyen on huomattava, että vastaanottavalla yhtiöllä ei ole velvoitetta jatkaa sulautuvan yhtiön liiketoimintaa sulautumismenettelyn jälkeen. Siten esimerkiksi samalla toimialalla toimiva kilpailija voi ostaa kohdeyhtiön ja käyttää fuusiomenettelyä kilpailevan liikkeen lopettamiseen yhtiön purkamisen vaihtoehtona.

Teollisen toimijan intressit kohdeyhtiön kehittämistä kohtaan ovat kaksijakoiset: mikäli nurkanvaltaaja on päättänyt ostaa koko kohdeyhtiön osakekannan itselleen, on sen etujen mukaista pyrkiä lyhyellä aikavälillä minimoimaan kohdeyhtiön osakekannan arvoa, jolloin vähemmistöosakkaille maksettava kauppasumma jäisi mahdollisimman alhaiseksi. Toisaalta silloin, kun nurkanvaltaaja haluaa kohdeyhtiön osallistuvan toimialan yritysjärjestelyihin, on intressinä yleensä maksimoida kohdeyhtiön yritysarvoa, jolloin osakkeista olisi mahdollista saada optimivastike tai vaihtosuhde rakennejärjestelyissä.

2.4 Vähemmistöosakas

Suomessa kotitaloudet edustavat merkittävintä yksittäistä sijoittajaryhmää rahoitusmarkkinoilla.⁷⁰ Kotitaloudet toimivat usein piensijoittajina, jotka odottavat sijoituskohteeltaan lähtökohtaisesti taloudellista arvonnousua ja sijoitusportfolioon liittyviä hajautushyötyjä.⁷¹

⁶⁸ Tarkoittaa yhtiön tuotoista jäljelle jäävää jakokelpoista osaa kustannusten, korkomaksujen ja verojen jälkeen.

⁶⁹ Esimerkiksi pörssilistatun Olvi Oyj:n äänivaltaisin osakkeenomistaja on säätiö (52% 30.6.2012). ”Säätiön perustajien ajatuksena oli, paitsi turvata yhtiön jatkuvuus, myös mahdollistaa sellaisten pyrkimysten tukeminen, jotka he kokivat tärkeiksi ja arvokkaiksi.”

⁷⁰ Lehtinen, R. (2007): s. 1

⁷¹ Böckerman, P. (2004): s. 3 ; Lehtinen, R. (2007): s. 1

Usein kotitalouden rooli yhtiön omistajana on passiivinen, mikä perustuu luottamukseen siitä, että kokeneemmat sijoittajat ja yritysjohto luovat omistaja-arvoa yhtiössä.⁷²

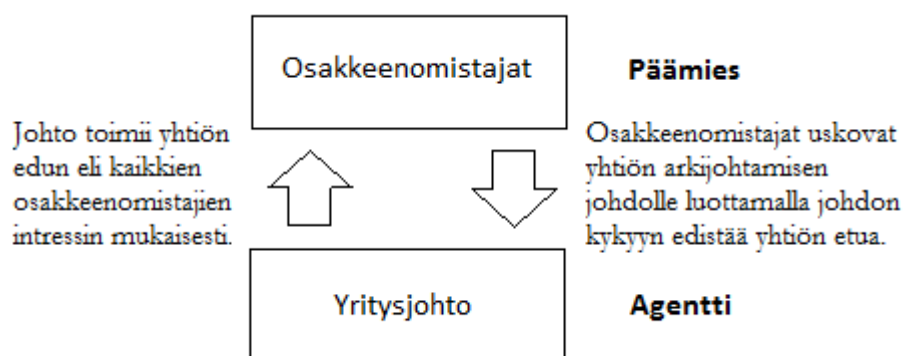
Kotitalous on siis tyypillinen vähemmistöosakas julkisessa osakeyhtiössä.

Tässä tutkielmassa vähemmistöosakas nähdään ei-ammattimaisena piensijoittajana julkisessa osakeyhtiössä ilman merkittävää asiantuntemusta tai tietämystä yritystoiminnasta. Tutkielman vähemmistöosakas omistaa vain prosentin murto-osia kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä. Lisäksi hänen sijoitustavoitteensa yhtiössä liittyvät vain taloudellisen arvonnousun tavoitteluun. Tarkastelussa termit piensijoittaja, vähemmistöön kuuluva osakkeenomistaja ja vähemmistöosakas tarkoittavaa samaa.

2.5 Päämies-agentti –ongelma

Osakeyhtiö todettiin edellä eräänlaiseksi sopimussuhteiden verkoksi. Ilmiön taustalla on osakeyhtiön jatkuvan toiminnan rakenne, jossa omistus ja päätöksenteko ovat eriytyneet. Osakeyhtiössä on mahdollista nähdä johto osakkeenomistajien agenttina ja kaikki osakkeenomistajat päämiehinä, joita kohtaan yritysjohtolla on korostunut fidusiaarinen velvollisuus (*vertikaalinen subde*). Agenttiongelmia voidaan tarkastella toisaalta myös vähemmistöosakkaiden näkökulmasta, sillä he ovat haavoittuvaisia dominoivan osakkaan toiminnalle (*horisontaalinen subde*).⁷³

Kuva 5 ilmentää päämiehen ja agentin vertikaalisesta suhdetta osakeyhtiössä.

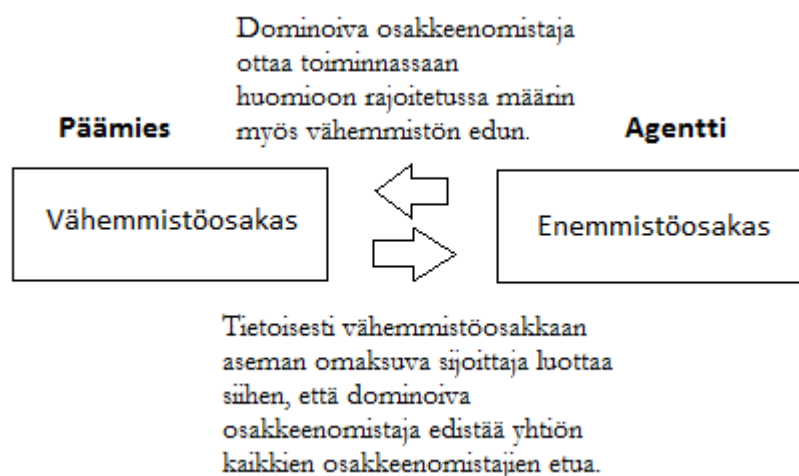


Kuva 5. Vertikaalinen päämies-agentti -suhde osakeyhtiössä

⁷² Lehtinen, R. (2007): s. 3

⁷³ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 75

Kuva 6 esittää vastaavasti päämiehen ja agentin horisontaalista suhdetta osakeyhtiössä.



Kuva 6. Horisontaalinen päämies-agentti -suhde osakeyhtiössä

Tämä tutkielma koskee molemmissa suhteissa ilmeneviä intressiristiriitoja. Kolmantena osakeyhtiölle ominaisena agenttuuridilemmana on nähty ristiriita oman pääoman ehtoisten rahoittajien ja vieraan pääoman ehtoisten rahoittajien välillä.⁷⁴ Kyseinen ulottuvuus jää kuitenkin tutkielman fokuksen ulkopuolelle.

Päämiehen ja agentin välistä suhdetta osakeyhtiössä on kuvattu siten, että yksi tai useampi päämies tekee sopimuksen agentin kanssa etujensa vaalimisesta, minkä yhteydessä hän delegoi agentille määräysvaltaansa. Osapuolten erilaisista intresseistä ja lähtökohtaisesta oman hyödyn maksimoimisesta⁷⁵ johtuen päämiehelle syntyy tarve kohdentaa agentille kannustimia ja valvontaa. Päämiehelle koituvat agenttuurikustannukset voidaan siten laskea agentin sitouttamisen, valvonnan ja residuaalisen tappion summana.⁷⁶ Päämies-agentti –relaatiolle on lisäksi ominaista epäsymmetrinen informaatio.⁷⁷ Tästä johtuen agentti voi päätyä ajamaan vain omia intressejään ilman, että päämiehellä on mahdollisuutta havaita, tekikö agentti parhaansa juuri hänen hyväkseen. Osakeyhtiössä on yleistä, että toiminnan lopputulokset päätyvät näkyviksi mutta noudatetut menettelytavat jäävät toisinaan vaikeasti havaittaviksi.

⁷⁴ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 78

⁷⁵ Wahlroos, B. (2012): Oman edun maksimointi on jopa luonnonvalinta.

⁷⁶ Jensen, C. & Meckling, W. (1976): s. 5 ; Puttonen, V. (2004): s. 45

⁷⁷ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 87

Kun yhtiön johto nähdään ensisijaisesti osakkeenomistajien agenttina, uhka siitä, että johto ei jostain syystä työskentele yrityksen ja kaikkien osakkeenomistajien parhaaksi näyttäytyy vähemmistöosakkaalle riskinä siitä, että johto ei onnistu maksimoimaan osakkeenomistajan taloudellisia etuja. Agenttiongelmien näkökulmasta on merkittävää, että yrityksen reaali toiminnan hajauttaminen tarjoaa yritysjohdolle lisää alaisia, parempia uramahdollisuuksia ja suurempaa vastuualuetta – tekijöitä, joiden voidaan katsoa turvaavan yritysjohdon asemaa ja urakehitystä. Vastaavasti enemmistöosakkaan motiivi ajaa yksipuolisesti vain omaa agendaansa voi koitua vähemmistöosakkaan taloudellisten etujen kohtaloksi. On esitetty, että osakeyhtiön omistajien keskuudessa voi muodostua useista osakkeenomistajista koostuva koalitio, joka pystyy saavuttamaan dominoivan kontrollivallan ja toimimaan päätöksentekoprosessia dominoivana omistajatahona, mikä voi vaarantaa vähemmistöosakkaiden puhtaasti taloudellisten intressien toteutumisen.⁷⁸

Kyseisessä tilanteessa on siis käsillä vähemmistöosakkaiden ja enemmistöosakkaiden välinen intressiristiriita, sillä päämiehen roolissa toimiva vähemmistöosakas voi lähtökohtaisesti odottaa agentin roolin omaksuneen osakkaan tekevän päätöksiä yhtäläisesti kaikkien osakkeenomistajien intressissä.

OYL:n enemmistöperiaate (1:6 §) ja yhdenvertaisuusperiaate (1:7 §) sääntelevät osaltaan osakkeenomistajien välistä relaatiota lain keskeisten periaatteiden tasolla. Jälkimmäisen periaatteen tavoitteena on suojata vähemmistöosakkaita enemmistöosakkaan opportunistilta estämättä kuitenkin päätöksentekoa edeltävän periaatteen mukaisesti.

Myös OYL:n voitontuottamistarkoitus (1:5 §) ja johdon tehtävä (1:8 §) sivuavat päämiehen ja agentin relaatiota. Lopulta päämies-agentti –suhteesta aiheutuvat agentuurikustannukset voidaan jakaa taloudellisin perustein kolmeen luokkaan seuraavasti.⁷⁹

- a) Kustannuksiin, jotka syntyvät osakkeenomistuksen aikana, jolloin jaettavat varat ovat vähäisemmät kuin tilanteessa, jossa johto olisi toiminut tehokkaammin
- b) Osakkeiden myyntihetkeen, jolloin ostaja maksaa osakkeista vähemmän ja
- c) Yhtiön likvidointiarvoon, jolloin jako-osa muodostuu pienemmäksi.

⁷⁸ Cheffins, B. (1997): s. 64-65

⁷⁹ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 87

3 Osakeyhtiölain periaatteet

Osakeyhtiön toiminnan keskeiset periaatteet on kirjattu OYL 1 lukuun ja siten ne saavat korostuneemman merkityksen suhteessa VOYL:iin. Osakeyhtiön toiminnan keskeisten periaatteiden kirjaaminen lakiin korostaa niiden merkitystä osakeyhtiöoikeudessa ja helpottaa lain kokonaisuuden ymmärtämistä. Koska lain yksityiskohtaiset säännökset perustuvat lähtökohtaisesti näihin periaatteisiin, on niiden perusteella mahdollista arvioida myös yksittäisen säännöksen merkitystä. Näin ollen keskeisillä periaatteilla on merkitystä yritysjärjestelytilanteissa, sillä periaatteiden listaaminen lakiin ilmentää myös säännösten suojakohteina olevia oikeushyviä. On kuitenkin huomattava, että lakiin kirjattujen periaatteiden lista ei ole tyhjentävä: osakeyhtiöoikeudessa ilmenee esimerkiksi osakkeen jakamattomuuden periaate, joka kieltää osakkeen jakamisen yhtiöoikeudellisesti useampaan osaan ja toisaalta osakkeeseen yhdistettävien hallinnoimis- ja varallisuuspitoisten oikeuksien erottamisen yhtiöoikeudellisesti. Tässä luvussa korostetaan OYL:n keskeisten periaatteiden tulkintaa erityisesti sulautumisen osalta.

3.1 Oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajan rajoitettu vastuu

Osakeyhtiön merkitys yhtiömuotona liittyy mahdollisuuteen hankkia pääomaa tehokkaasti rahoitusmarkkinoilta. Tehokkuuden takaa OYL 2 §:n mukainen osakkeenomistajien rajoitettu vastuu. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeenomistajalla ei ole OYL:n perusteella velvollisuutta sijoittaa yhtiöön uusia pääomia, vaikka yhtiön taloudellinen tilanne sitä vaatisi. Mikäli osakkeenomistaja noudattaa OYL:a ja yhtiöjärjestystä, rajoittuu hänen vastuunsa sijoitetun pääomapanoksen määrään. Sen sijaan sellainen osakkeenomistajan toiminta, joka myötävaikuttaa OYL:n tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen, perustaa sijoitetusta pääomapanoksesta riippumattoman vastuun sekä itse yhtiötä että muita osakkeenomistajia kohtaan.⁸⁰ Yritysjärjestelyt voivat astua kuvaan esimerkiksi silloin, kun omistajat eivät ole halukkaita tai kykeneviä sijoittamaan lisäpääomaa, jota yhtiö tarvitsisi.⁸¹

⁸⁰ Savela, A. (2006): s. 184

⁸¹ Tästä enemmän tutkielman kappaleessa 6.7.

Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle. OYL:n mukaan yhtiön osakkeenomistaja ei ole kuitenkaan vastuussa yhtiön veloista henkilökohtaisesti. Osakkeenomistajaa ei voida siis edes yhtiökokouksessa tehdyllä päätöksellä tai yhtiöjärjestykseen otetun määräyksen nojalla saattaa henkilökohtaiseen vastuuseen yhtiön velvoitteista.⁸²

Yhtiön osakkaan vastuun rajoittuminen yhtiöön sijoitettuun pääomaan mahdollistaa yrityksen johtamisen, omistuksen ja rahoituksen eriytymisen.⁸³ On kuitenkin huomattava, että vaikka osakkeenomistajalla ei ole lakisääteistä velvollisuutta sijoittaa yhtiöön lisäpääomaa, on usein hänen intressinsä mukaista kuitenkin turvata yhtiön maksuvalmius esimerkiksi tilapäisesti heikon kannattavuusjakson yli.

OYL:n mukaan osakeyhtiö on osakkeenomistajastaan erillinen oikeushenkilö, joka hallinnoi itse omaa varallisuuspäiriään. Näin ollen osakkeenomistajan ja yhtiön varallisuus ovat juridisesti erillään. Tämä vaikuttaa fuusiossa esimerkiksi käyvän arvon määrittämiseen vain yhtiön nimissä olevien omaisuuserien perusteella.

Oikeushenkilöllisyys sisältää sekä oikeuskelpoisuuden eli mahdollisuuden saada oikeuksia ja velvollisuuksia että oikeustoimikelpoisuuden eli yhtiön kelpoisuuden määrätä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan. Tämän vuoksi esimerkiksi lainanantaja ei voi peritä yhtiön velkoja suoraan osakkeenomistajilta. Myöskään yhtiön nimellä tehdyt oikeustoimet eivät sido osakkeenomistajia henkilökohtaisella tasolla.⁸⁴

OYL 1:2 §:n mukaan yhtiön oikeushenkilöllisyys syntyy rekisteröimisellä.

3.2 Pääoma ja sen pysyvyys

Uuden OYL 1:1 §:n ja myös VOYL:n mukaan osakeyhtiöllä tulee olla osakepääoma. Osakeyhtiön pääomaa ja sen pysyvyyttä rajoittaa OYL 1:3 §. Säännöksen mukaan osakkeenomistajat eivät pysty yhtiön toiminnan aikana palauttamaan sidottua pääomaa itselleen - esimerkiksi osana voitonjakoa - ilman velkojien suostumusta velkojainsuojamenettelyn kautta. Näin ollen yhtiön sidottu pääoma on eräänlainen osakkeenomistajan rajoitetun vastuun vastinpari.

⁸² af Schultén (2003): s. 10

⁸³ Villa, S. (2003): s. 7

⁸⁴ HE 109/2005: s. 38

Julkisen osakeyhtiön osakepääoman on OYL 1:3 §:n perusteella oltava vähintään 80 000 euroa. On kuitenkin mahdollista, että yhtiöjärjestyksessä on sovittu mittavasta osakepääomasta ilman velvollisuutta toimia julkisena osakeyhtiönä.

3.3 Osakkeen luovutettavuus

OYL 1:4 § sisältää yleisen säännöksen osakkeiden vapaasta luovutettavuudesta. Edellä esitetysti osakepääoman palauttaminen on säädetty velkojien suojaan liittyvistä syistä vaikeaksi, joten osakkeenomistajan on voitava realisoida sijoituksensa myymällä osakkeensa markkinoilla kysynnän ja tarjonnan määräämän hintatason mukaan. Käytännössä vapaus luopua yhtiön omistuksesta mahdollistaa sijoittajalle omistusosuuden muuttamisen rahaksi esimerkiksi tilanteessa, jossa pääomapanosta ei voida velkojainsuojaan liittyvistä syistä palauttaa yhtiöstä muutoin. Vapaus luopua yhtiön omistuksesta on lähtökohtaisesti voimassa myös fuusioprosessin aikana. Markkinamekanismin onkin katsottu olevan jopa eräs keskeisimmistä tasa-arvoa ja yksilön toiminnanvapautta edistävästä mekanismeista.⁸⁵ Niin sanottu jaloilla äänestäminen siis mahdollistaa vähemmistöosakkaalle tehokkaan tavan irtautua osakkuudestaan yhtiössä, jos esimerkiksi fuusiossa vastaanottavan yhtiön osakkeet eivät ole sulautuvan yhtiön osakkeenomistajan mielestä jatkoa ajatellen miellyttävin vaihtoehto. Osakkeiden vapaa luovutettavuus koskee kuitenkin lähtökohtaisesti vain julkisia osakeyhtiöitä ja yksityisissä osakeyhtiöissä oikeuden rajoittaminen on hyvin yleistä.⁸⁶ Osakkeen vapaan luovutettavuuden on katsottu myös sisältävän oikeuden hankkia osakkeita.⁸⁷

Osakkeen vapaa luovutettavuus sisältää siis oikeuden luovutustoimeen. Näitä ovat esimerkiksi kauppa, vaihto ja lahja. Säännöksen perusteella omistusoikeus voi siirtyä myös perinnön tai testamentin nojalla. Vapaa luovutettavuus sisältää lisäksi oikeuden määrätä tahdonvaltaisesti esimerkiksi omissa nimissä olevan osakkeen panttaamisesta.⁸⁸ OYL:n nojalla luovutettavuutta voidaan kuitenkin rajoittaa pätevästi yhtiöjärjestykseen otettavilla lunastus- ja suostumuslausekkeilla.⁸⁹

⁸⁵ Wahlroos, B. (2012): s. 150

⁸⁶ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 22

⁸⁷ HE 109/2005: s. 38

⁸⁸ HE 27/1977

⁸⁹ HE 109/2005: s. 38

Sen sijaan yhtiöjärjestykseen ei ole mahdollista ottaa sellaista määräystä, joka tosiasiallisesti rajoittaa osakkeen siirrettävyyttä velkojen vahingoksi.

3.4 Toiminnan tarkoitus

Osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on OYL 1:5 §:n mukaan tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Voiton tuottaminen on myös yleinen päämäärä fuusiojärjestelyssä. Mainitusta olettamasäännöksestä voidaan kuitenkin poiketa osakkeenomistajien tahdon mukaan yhtiöjärjestykseen otettavalla erillisellä määräyksellä. Toisaalta olettamasäännöksen mukaista yritystoiminnan tarkoitusta ei tarvitse mainita erikseen yhtiöjärjestyksessä. Voitontuottamistarkoitusta voidaan perustella sillä, että ylivoimainen enemmistö osakeyhtiöistä on perustettu nimenomaisesti voiton tavoittelun vuoksi. Tämä pätee erityisesti julkisten ja pörssinoteerattujen osakeyhtiöiden kohdalla. Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus on kuitenkin erotettava yhtiön toimialasta, joka määrittelee sen liiketoiminnan alueen, jolla voittoa ja omistaja-arvoa pyritään luomaan.⁹⁰

Yhtiön voitollisuutta tarkastellaan pääsääntöisesti pitkällä aikavälillä *going concern* –periaatteen mukaisesti.⁹¹ Tarkoituksena on siis maksimoida yhtiön osakekannan markkina-arvoa parantamalla yhtiön pitkän aikavälin tulospotentiaalia ja yleisiä toimintaedellytyksiä. Laki ei siis edellytä voiton maksimoimista lyhyellä aikavälillä ja kaikissa markkinaolosuhteissa. Osakkeiden arvon maksimointi on kuitenkin pyrkimyksenä hyvin olennainen erityisesti julkisissa osakeyhtiöissä, jotka ovat lähtökohtaisesti aina ostettavissa ja myytävissä pääomamarkkinoilla.

OYL:n esitöiden mukaan esimerkiksi investoinnit, tuotteiden ja palveluiden kehittäminen sekä henkilöstön kouluttaminen liittyvät voiton tuottamiseen, jos kyseiset toimet ovat pitkällä aikavälillä yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisia toimenpiteitä.⁹²

⁹⁰ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 26

⁹¹ HE 109/2005: s. 38-39 ; tässä yhteydessä *going concern* –periaatteella tarkoitetaan sitä, että yritystoiminnan katsotaan lähtökohtaisesti jatkuvan toistaiseksi. Olennaista on siten voiton lyhytjänteisen tavoittelun ohella pitkän aikavälin voitontuottamiskyvyn maksimointi.

⁹² HE109/2005 s. 39

Toisaalta lyhyen aikavälin voiton maksimointi saattaa olla tulkittavissa jopa voiton tuottamista koskevan säännöksen vastaiseksi, jos yritysjohto pyrkii tietoisesti edistämään lyhytjänteistä tuloksentekeä (*earnings management*⁹³), mikä on omiaan tuhoamaan yhtiön tulevaisuuden kannattavia liiketoimintamahdollisuuksia ja edellytyksiä säilyttää markkina-asema. Earnings managementissa on tiivistetysti kyse siitä, että yhtiön jatkuvan liiketoiminnan nettokassavirta – eli yhtiön tileillä tapahtuva tosiasiallinen rahavirtojen liike - voi poiketa tuloslaskelmassa ilmoitettavasta laskennallisesta nettotuloksesta. Tämä on mahdollista harkinnanvaraisesti tilinpäätöksen laatimiseen liittyvillä jaksotuserillä. Käytännössä motiivi lyhyen aikavälin tuottojen maksimointiin liittyy läheisesti yritysjohtoon palkitsemista koskevaan hyvän hallintotavan alaan. Yritysjärjestelyiden ja erityisesti sulautumisen osalta onkin tärkeää tarkastella sitä, ovatko sulautumiseen osallistuvien yritysjohtajien palkitsemisperusteet yhteneväisiä omistaja-arvon kasvun vai ainoastaan yritystoiminnan kasvun kanssa.

Yhtiön toiminnan tarkoituksesta riippumatta tuottoa tavoitellaan ensisijaisesti itse yhtiölle, minkä jälkeen osakkeenomistajilla on mahdollisuus jakaa jakokelpoisia voittovaroja itselleen OYL 13:1.1 §:n mukaisilla tavoilla. On esitetty, että voiton tuottaminen ei kuitenkaan ole sama asia kuin jakokelpoisten varojen tai jaetun osingon maksimoiminen.⁹⁴ Toiminnan tarkoitus voi siten ilmentyä esimerkiksi pyrkimyksenä mahdollisimman korkeaan osakkeen arvoon ja toisaalta heikossa liiketoimintaympäristössä jatkuvan yritystoiminnan tappioiden sekä osakkeen kurssilaskun minimoimiseen.

Voiton tuottamisen tarkoituksella on periaatteellista merkitystä arvioitaessa yritysjohtoon toimintaa, sillä erilaisten rakennejärjestelyiden edellytetään ja oletetaan tapahtuvan yhtiön koko osakaskunnan hyödyttämiseksi (*corporate benefit*⁹⁵), eikä esimerkiksi tietyn määräsvaltaa käyttävän enemmistöosakkaan hyväksi.

⁹³ Tässä yhteydessä käsitteellä tarkoitetaan yritysjohtoon tietoista pyrkimystä johtaa yritystoimintaa siten, että liiketoiminnan tulokset saavuttavat lyhytjänteiset ja ennalta määritellyt tavoitetasot sovitussa aikaikkunassa. Käsitteellä on intressin osalta yhteys johdon palkitsemiseen.

⁹⁴ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 27

⁹⁵ Käsitteen määritelmästä tarkemmin: Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): s. 30-31

3.5 Enemmistöperiaate

Osakeyhtiössä osakkeenomistajien enemmistöllä on mahdollisuus käyttää valtaa yhdenvertaisuusperiaatteen, voitontuottamistarkoituksen ja yhtiöjärjestyksen määräysten asettamissa rajoissa. Osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa OYL 5:1 §:n perusteella. Osakeyhtiön varsinainen yhtiökokous on pidettävä kuuden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä, ja tarvittaessa koolle voidaan kutsua myös ylimääräinen yhtiökokous. OYL 1:6 §:n enemmistöperiaate tarkoittaa käytännössä sitä, että yhtiökokouksen päätökset syntyvät annettujen äänten enemmistöllä, jos laissa tai yhtiöjärjestyksessä ei toisin määrätä. Tietyissä tapauksissa päätökset syntyvät kuitenkin vain OYL 5:27 §:n määräenemmistöllä tai vielä korkeammalla äänten enemmistöllä. Yhtiöjärjestyksen määräyksellä enemmistövaatimusta voidaan lieventää mutta vain vaalien osalta.⁹⁶ Toisaalta määräenemmistövaatimusta voidaan tiukentaa vähemmistön hyväksi.

OYL:n mukainen lähtökohta yhtiökokouksen päätöksenteossa on yksi ääni osaketta kohden. Näin ollen enemmistöperiaate sisältää oletettaman, että osakkeenomistajan äänivalta kasvaa osakeomistuksen suhteessa. Säännös on olennainen arvioitaessa enemmistöosakkaan äänestysmahdollisuuksia sulautumisesta päätettäessä. Äänioikeuteen liittyvät mahdolliset poikkeukset perustuvat OYL:iin, yhtiöjärjestyksen määräykseen tai osakassopimukseen. Osakkeenomistajien yhtäläisyyttä korostaa OYL 5:12 §, jonka perusteella kaikki osakkeet tuottavat yhtiökokouksessa yhtäläiset oikeudet, jos yhtiöjärjestyksessä ei toisin määrätä. Yhtiökokouksen päätettäväksi tuodun sulautumisen kannalta on olennaista, että yhtiökokouksessa ei saa tehdä OYL 1:7 §:ssä tarkoitettua yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä.

Enemmistöperiaate muodostaa kuitenkin ongelman horisontaalisessa päämies-agentti – suhteessa. Päätöksenteko enemmistöllä merkitsee väistämättä sitä, että yhtiössä ei varsinaisesti noudateta yhdenvertaisuutta kaikkien osakkeenomistajien yksilöllisyyden perusteella. Yhtiökokouksessa esimerkiksi sulautumista koskevat päätökset voivat syntyä yksin enemmistöosakkaiden äänillä, jolloin vähemmistöosakkaiden kantaa ei tarvitse ottaa huomioon sikäli kun lain yleiset periaatteet säilyvät loukkaamattomina.

⁹⁶ OYL 5:26 §

Tämä perustaa OYL:iin vaatimuksen erityisestä suojasta osakkeenomistajien vähemmistölle. Esimerkiksi OYL 1:5 §, 1:7 § ja 1:8 § vaikuttavat objektiiviseen arvioon siitä, miten hyvin liiketoiminnan tulokset jakautuvat kaikille osakkeenomistajille lain ja yhtiöjärjestyksen perusteella. Osakkaiden enemmistö voi siis osake- ja ääniosuutensa perusteella päättää toimialamääräyksen rajoissa harjoitettavista liiketoimintaratkaisuksista mutta ei yhtä dominoivasti voitonjaosta yhtiössä.⁹⁷

Kokonaisuutena enemmistöperiaate kuvastaa OYL:n tavoitetta turvata vähemmistöosakkaan suoja dominoivan osakkaan ja yritysjohdon opportunisteilta.⁹⁸ Enemmistöperiaate merkitsee yhtiökokouksessa sitä, että päätökset syntyvät OYL 5:26 §:n mukaisen yksinkertaisen äänten enemmistön perusteella⁹⁹, jollei laissa säädetä tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Esimerkiksi sulautumisesta päätetään kuitenkin OYL 5:27 §:n määräenemmistöllä¹⁰⁰. Yksittäiset vähemmistöosakkaat eivät kuitenkaan pysty estämään esimerkiksi sulautumissuunnitelman hyväksymistä.

Enemmistöperiaatteen mukaan osakkeenomistajien äänivalta ja osuus yhtiön varoista kasvavat pääsääntöisesti osakeomistuksen suhteessa, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Vähemmistösuojan kannalta enemmistöperiaatteen merkitys liittyy siihen, että korkeaksi asetetut määräenemmistövaatimukset johtavat vähemmistön mahdollisuuteen estää päätöksenteko yhtiössä. Toisaalta tilanne mahdollistaa vähemmistölle paremman neuvotteluaseman esimerkiksi niistä oikeuksista ja hyödyistä, joita suunnitellun fuusiopäätöksen on tarkoitus tuottaa kaikille osakkeenomistajille.

3.6 Yhdenvertaisuus

OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaate tulee osakeyhtiössä sovellettavaksi aina, kun yhtiössä tehdään päätöksiä.¹⁰¹ Toisaalta käsillä voi olla myös passiivinen tilanne, jossa yritysjohdolla olisi huolellisuusvelvollisuus toimia aktiivisesti vaaliakseen yhtiön etua.

⁹⁷ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 35

⁹⁸ Opportunismien käsitteestä enemmän kappaleessa 1.2.

⁹⁹ Yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä.

¹⁰⁰ Yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, jota on kannattanut vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.

¹⁰¹ HE 109/2005: s. 18 ; Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): s. 96-97

Vaatimuksella yhdenvertaisuudesta suojataan osakkeenomistajaa esimerkiksi sellaisilta toimilta, joissa toinen osakas saavuttaa parempia hyötyjä itse yhtiön tai muun osakkaan kustannuksella. Pyrkimyksenä on siis estää enemmistöosakkaan mielivaltainen toiminta vähemmistöosakkaan kustannuksella esimerkiksi fuusiossa. Yhdenvertaisuusperiaatteen asettamista vaatimuksista johtuu, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajilla tulee olla lähtökohtaisesti mahdollisuus halutessaan jatkaa vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina.¹⁰²

Dominoivaa valtaa yhtiökokouksessa käyttävä osakkeenomistaja voi teoriassa kannattaa täysin oman mielensä mukaista äänestyspäätöstä. Käytännössä kuitenkin päätös, joka hyödyttäisi vain häntä itseään tai rajattua osakkeenomistajien ryhmää mutta olisi haitaksi itse yhtiölle ja siten myös kaikille vähemmistöosakkaille, on OYL:n periaatteiden vastaista. Vähemmistöosakkaalle tarjoutuvan suojan lisäksi yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottu antavan suojaa myös sulautuvan yhtiön tulevaa osakasta, osakkeen merkitsijää sekä optio-oikeuden haltijaa kohtaan.¹⁰³ Lisäksi yhdenvertaisuusperiaatteesta seuraa rajoitteita osakkeiden vaihtosuhteelle. Kyseistä suhdetta ei saa ilman perusteltua syytä asettaa sellaiseksi, että sulautumisessa vähemmistöosakkaat saisivat vain rahavastikkeen, kun samanaikaisesti enemmistöomistajat vastaanottaisivat osakevastikkeen.¹⁰⁴ OYL 1:7 §:n ensimmäisen virkkeen perusteella kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Yhtiökokous, hallitus, mahdollinen toimitusjohtaja tai mahdollinen hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä taikka ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai kolmannelle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Säännös on merkittävä yritysjärjestelytilanteiden arvioimisessa.

Yhdenvertaisuuden vuoksi opportunistiset enemmistöosakkaat ja yritysjohto eivät voi käyttää määräysvaltaansa yhtiössä väärin tai vähemmistön haitaksi.¹⁰⁵ Käytännössä intressiristiriita voisi ilmetä räikeimmillään esimerkiksi siten, että yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteiset edut syrjäytyisivät enemmistöosakkaan tai yritysjohton itsensä hyväksi. Toisaalta säännöksen tulkinta voidaan laajentaa kattamaan myös tilanteita, joissa yhtiön osakkeenomistajia kohdellaan perusteettomasti täysin eri tavoilla.

¹⁰² Mähönen, J. Villa, S. (2006): s. 573

¹⁰³ Siikarla (2006): s. 22

¹⁰⁴ HE 109/2005: s. 146 ; Mähönen, J. Villa, S. (2006): s. 573

¹⁰⁵ KKO 19/2009: ”...yhdenvertaisuusperiaate edellyttää, että osakkeenomistajat ovat keskenään samassa asemassa”.

On katsottu, että OYL 1:7 § soveltuu tietoisesti toimeenpantujen yhdenvertaisuusrikkomusten lisäksi myös sellaisiin tilanteisiin, joissa päätöksentekijä ei ole tarkoittanut hyödyttää vain tiettyä osakkeenomistajien ryhmää itse yhtiön tai sen vähemmistöosakkaiden kustannuksella.¹⁰⁶ Tulkinnan kannalta ratkaisevaa on se, millaisia seurauksia päätöksestä on aiheutunut tai voi mahdollisesti jatkossa aiheutua.

Yhdenvertaisuuteen vetoaminen ei siis edellytä sitä, että osakkeenomistajalle tai yhtiölle olisi tosiasiallisesti aiheutunut konkreettista vahinkoa. Tulkinta mahdollistaa siten periaatteeseen vetoamisen jo ennen mahdollisen vahingon syntymistä. Esitetyn perusteella yhdenvertaisuusperiaate ulottuu yleisesti kaikkeen OYL:n mukaiseen päätöksentekoon. Periaate on nähty erityisesti enemmistöperiaatteen vastinparina.¹⁰⁷

3.7 Johdon tehtävä

Osakeyhtiössä vähemmistöosakkaan vaikutusmahdollisuudet keskittyvät OYL 5 luvun mukaiseen yhtiökokoukseen. Tämä tarkoittaa sitä, että vähemmistöön kuuluva osakas ei välttämättä pääse osallistumaan yrityksen jatkuvan liiketoiminnan strategiatyöhön, mihin saattaa kuulua myös sulautumisen valmistelu. On siten tärkeää, että OYL 1:8 §:n huolellisuusvelvoite asettaa yrityksen johdolle velvoitteen toimia sekä huolellisesti että yhtiön parhaaksi.¹⁰⁸

Yritysjohdon on siis huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Säännöksen mukaan johtajalta edellytetään ensinnäkin huolellisuutta ja toisaalta myös lojaalisuutta eli sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista toimintaa.¹⁰⁹ Johdolla tarkoitetaan laissa hallituksen jäseniä, mahdollista toimitusjohtajaa ja mahdollisen hallintoneuvoston jäseniä. Huolellisuutta arvioidaan objektiivisista lähtökohdista siten kuin huolellinen henkilö kussakin tilanteessa toimisi. Samalla huomioidaan kuitenkin se, että yritystoiminnalle on ominaista liiketoimintaan kohdistuva alituinen riski ja pakko tehdä päätöksiä myös epävarmojen olosuhteiden liiketoimintaympäristössä.¹¹⁰

¹⁰⁶ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 37

¹⁰⁷ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 36

¹⁰⁸ HE 109/2005: s. 40

¹⁰⁹ Savela (2001) s. 19 katsoo kuitenkin yhtiön edun sisältyvän huolellisuusvelvollisuuteen, jolloin keinotekoinen kahtiajako olisi tarpeeton. ”Yhtiön etu ja osakkaiden voiton maksimointi on se mittapuu, jonka suhteen huolellisuutta arvioidaan”.

¹¹⁰ HE 109/2005: s. 40

Huolellisuuden laiminlyönti ei edellytä aktiivista toimintaa, minkä perusteella myös jonkin yhtiön edun kannalta olennaisen toimen tekemättä jättäminen voidaan tulkita velvoitteen vastaiseksi.¹¹¹ Tämä tarkoittaa sitä, että yritysjohdolta edellytetään yhtiön edun vaalimista aktiivisella toimintaotteella. Tarvittaessa johdon tehtävä on siis ryhtyä esimerkiksi fuusiovalmisteluihin kannattavan liiketoiminnan jatkon turvaamiseksi. Huolellisuusvelvollisuus voi täytyä esimerkiksi siten, että yritysjohto on kerännyt riittävästi taustatietoa päätöksenteon tueksi hyvän liiketavan mukaisesti.¹¹² Kyseinen tulkinta mahdollistaa harkitun riskinoton luonnollisena osana yritystoimintaa. Huolellisuudelle läheisellä lojaliteetilla viitataan yhtiön kaikkien osakkeenomistajien edun mukaiseen toimintaan.¹¹³ Yritysjohto ei saa pyrkiä lojaliteettivelvollisuuden vastaisesti edistämään perusteettomasti vain tietyn osakkeenomistajaryhmän etua muiden omistajien tai itse yhtiön kustannuksella. Lojaliteetin erityisiin ilmenemismuotoihin voidaan myös katsoa kuuluvan johdon esteellisyyteen, sisäpiiristatukseen, tietojen salassapitoon ja kilpailukielttoon liittyvät säännökset.

3.8 Tahdonvaltaisuus

OYL 1:9 § mahdollistaa sen, että osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta sopimalla asioista tahdonvaltaisesti ja sopimuksenvaraisesti. Osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä ja mahdollisessa osakassopimuksessa määrätä yhtiön toiminnasta hyvän tavan, pakottavan lainsäädännön ja OYL:n asettamissa raameissa. Osakeyhtiömuodolle on siten ominaista osakkeenomistajien laaja sopimusvapaus.¹¹⁴ Tämä tukee edellä esitettyä näkemystä osakeyhtiöstä sopimussuhteiden verkkona. Yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa kuitenkaan määräystä, joka on OYL:n tai muun lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen.

¹¹¹ HE 109/2005, s. 40

¹¹² Niin sanotusta business judgement –säännöstä enemmän kappaleessa 4.1.4.

¹¹³ Lojaliteettivelvoitteesta tarkemmin sopimusoikeutta käsittelevässä kappaleessa 4.3.

¹¹⁴ HE 109/2005: s. 41

4 Lainsäädäntö, normit ja EU-säätely

4.1 Osakeyhtiölaki

Uusi osakeyhtiölaki (624/2006) kumosi vanhan osakeyhtiölain (734/1978) ja astui voimaan syyskuussa 2006. Tämän jälkeen lakiin on tehty useita muutoksia, joista voidaan mainita esimerkiksi yhtiöoikeudellisen sulautumisen säätely vuonna 1997.

Eräänä nykyisen OYL:n keskeisenä päämääränä toimii pyrkimys lisätä yrityksen mahdollisuuksia järjestellä liiketoimintaansa. Tämän seurauksena kotimaisten yhtiöiden toimintaedellytysten tulisi vahvistua sekä yleisesti että suhteessa kansainvälisiin kilpailijoihin.¹¹⁵ Voimassa oleva OYL asettaa erityisiä vaatimuksia yhtiön operatiiviselle johdolle, hallitukselle, mahdolliselle hallintoneuvostolle, tilintarkastajille ja vahingonkorvausvastuun osalta myös osakkeenomistajille. OYL ei kuitenkaan sisällä tyhjentävää säätelyä osakkeenomistajien välisestä horisontaalisesta suhteesta.

Yleisellä tasolla osakeyhtiö voi muokata yritysraakennettaan ja kokoaan sekä orgaanisesti¹¹⁶ että epäorgaanisesti¹¹⁷. Edeltävällä ymmärretään yhtiön mahdollisuutta laajentaa toimintaansa, lisätä markkinaosuuttaan ja kasvattaa tulospotentiaaliaan pääasiassa suorien investointien kautta. Sen sijaan jälkimmäinen tarkoittaa muutosta yritysostojen ja rakennejärjestelyiden kautta. OYL:n luvut 16-20 käsittelevät erilaisia yritysjärjestelytilanteita, joiden kautta yritystoimintaa voidaan järjestellä epäorgaanisesti joko kasvattamalla tai supistamalla liiketoiminnan kokoa. Sulautumisen osakeyhtiöoikeudellinen säätely on lain 16 luvussa. Kaikissa yritysjärjestelytilanteissa on OYL:n hengen mukaista pyrkiä turvaamaan osakkeenomistajien tuottovaatimuksen toteutuminen. Luonnollisesti tärkeää on myös yhtiön toiminnan jatkuvuus, mikä puolestaan turvaa osaltaan velkojien intressin.

Tämän tutkielman kohteina ovat sulautumiset nimenomaisesti OYL:n perusteella. On ilmeistä, että tarkastelussa on huomioitava laissa ilmenevän säätelyn lisäksi myös yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen merkitys, mikä konkretisoituu esimerkiksi yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden¹¹⁸ vaikutuksena.

¹¹⁵ OMTR 2003:4, s. 11-12

¹¹⁶ Inflaatio, reaalityalouden kasvu toiminta-alueella, markkinaosuuden ja tuottavuuden muutokset.

¹¹⁷ Yritysjärjestelyt ja yhteistyö.

¹¹⁸ Sopimusoikeudesta enemmän kappaleessa 4.3.

Yhtiön omistajat ja johto saattavat joutua arvioimaan harjoitetun yhtiömuodon tarkoituksenmukaisuutta yhtiön liiketoiminnan elinkaaren aikana useasti.

OYL antaa yhtiön osakkeenomistajille mahdollisuuden päättää dispositiivisesti¹¹⁹ useista yhtiön pääomarakenteeseen ja varojen jakamiseen liittyvistä yksityiskohdista.

Huomionarvoista on kuitenkin se, että käytännössä verolainsäädäntö rajoittaa kannattavien yritysjärjestelyjen toteutusala omistaja-arvon näkökulmasta.

OYL:n fuusiota koskevat säännökset perustuvat osin eurooppalaiseen viitekehykseen ja EY:n yhteisöoikeudellisiin direktiiveihin.¹²⁰ Nykyisissä yhtiöoikeudellisissa säännöksissä on myös näkyvissä käytännön kokemuksia osakeyhtiön käyttämisestä monimuotoisissa taloudellisissa hankkeissa.¹²¹

4.1.1 Julkinen osakeyhtiö

OYL 1:1 §:n mukaan osakeyhtiö voi olla joko yksityinen (*yksityinen osakeyhtiö*) tai julkinen (*julkinen osakeyhtiö*). Osa lain säännöksistä koskee vain julkisia osakeyhtiöitä ja osa vain yksityisiä osakeyhtiöitä. Julkisten osakeyhtiöiden sääntelyä sovelletaan kaikkiin suomalaisiin osakeyhtiöihin riippumatta siitä, ovatko yhtiön omistajat suomalaisia vai ulkomaalaisia. Tämä on fuusiotarkastelussa olennaista, sillä julkisten osakeyhtiöiden omistajarakenne on kansainvälistynyt Suomessa 1990-luvulta alkaen.

Osakeyhtiöiden jakaminen julkisiin ja yksityisiin ilmenee siten, että yhtiötä pidetään yksityisenä, jos sen toiminimestä ei ilmene, että yhtiö on julkinen. Yhtiöjärjestyksen mukainen toiminimi siis ilmaisee yksittäisen yhtiön muodon. AML 1:3 §:ssä tarkoitetun julkisen kaupankäynnin kohteeksi saa ottaa vain julkisia osakeyhtiöitä. Säännös on fuusion kannalta tärkeä, sillä se tarjoaa vähemmistölle mahdollisuuden irtautua sijoituksestaan myymällä osakkeensa arvopaperipörssin kautta. Toisaalta pörssilistaus mahdollistaa myös fuusiovastikkeen ja osakkeiden vaihtosuhteen arvioimisen kohdeyhtiön osakkeen yritysjärjestelyä edeltävän ajanjakson kaupankäyntivolyyymilla painotetusta keskikurssihistoriasta.

¹¹⁹ Osakkeenomistajilla on tahdonvaltaa sopia asioista tietyin edellytyksin.

¹²⁰ Esimerkiksi yritysjärjestelydirektiivi 90/434/ETY.

¹²¹ Immonen, R. (2000): s. 5

4.1.2 Vähemmistönsuoja

Sulautuvassa yhtiössä fuusiopäätös tehdään osakkeenomistajien etujen turvaamiseksi yhtiökokouksessa. Poikkeuksen sääntöön muodostaa tytäryhtiöfuusio, jossa sulautumisesta voi päättää sulautuvan yhtiön hallitus. Vähemmistöosakasta suojataan OYL:ssa myös fuusion aiheuttamalta osakeomistuksen suhteellisen aseman heikkenemiseltä. Tämä toteutuu siten, että sulautuvan yhtiön osakkaalle, joka omistaa yhtiön äänioikeutetun osakkeen, on aina tarjottava vaihtoehtona rahaa, jos vastikkeeksi tarjotaan muuta kuin vastaanottavan yhtiön äänioikeutettuja osakkeita.

Vaihtoehtoisen rahavastikkeen on vastattava muun tarjotun vastikkeen käypää hintaa. Toisaalta sulautuvan yhtiön osakkeenomistaja voi fuusiota vastustettuaan vaatia OYL 16:13 §:n perusteella osakkeidensa lunastusta. Onkin huomattava, että OYL ei toisaalta velvoita sulautuvan yhtiön osakasta millään tavoin jatkamaan osakkuutta vastaanottavassa yhtiössä vastentahtoisesti.¹²² Yhdenvertaisuuden osalta on tarkasteltava lisäksi sitä, että fuusiovastiketta voidaan myös käytännössä antaa sulautuvan yhtiön osakkaille heidän omistustaan vastaavassa suhteessa. Näkökulma korostuu erityisesti silloin, kun sulautumisvastikkeena on osakkeiden sijaan muuta omaisuutta tai sitoumuksia.

Vähemmistönsuojan ydinalueeseen kuuluvat myös määränemmistösäännökset. Säännökset täydentävät yhdenvertaisuusperiaatteen suojaa siten, että osakeyhtiössä sulautumispäätös tehdään enemmistöpäätöksen sijaan OYL 5:27 §:n määränemmistövaatimuksella. Vaatimusta ei ole mahdollista lieventää yhtiöjärjestykseen otettavalla maininnalla. Säännöstä on kuitenkin mahdollista tiukentaa vähemmistönsuojan kannalta suotuisasti. Sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaat voivat siis estää fuusioesityksen läpimenon, jos esitys ei saa sulautumisesta päättävässä yhtiökokouksessa määränemmistön tukea. Yhtiökokouksessa vähemmistöosakkaat voivat käyttää myös kyselyoikeuttaan fuusioprosessin käsittelyvaiheessa.

OYL:ssa säädetään lisäksi osakkeenomistajan suostumuksesta. Tämä tarkoittaa vähemmistön näkökulmasta sitä, että tietyissä vähemmistönsuojan kannalta merkittävissä yhtiöjärjestyksen muutostilanteissa vaaditaan jokaisen osakkaan suostumus.

¹²² HE 89/1996, s. 140

Suostumus on merkittävä vähemmistöosakkaan kannalta, sillä hän voi pitää halutessaan kiinni osakasoikeuksistaan muista osakkeenomistajista riippumatta.¹²³

Yhtiöoikeudellisesti on myös mahdollista ottaa yhtiöjärjestykseen erillinen suostumuslauseke, jonka rinnalla OYL 3:7 §:ssä säädetään myös lunastuslausekkeesta. Vähemmistöosakkaan suojaamisen kannalta on merkittävää, että lunastuslauseke voidaan poistaa kokonaan yhtiökokouksen määränemmistö päätöksellä. Sen sijaan uuden lunastuslausekkeen ottaminen jo olemassa olevan yhtiön yhtiöjärjestykseen ja vastaavasti jo yhtiöjärjestyksessä olevan lausekkeen muuttaminen vaativat kaikkien osakkaiden yhtäaikaista yksimielisyyttä.

Sääntely vähemmistön aseman turvaamiseksi osakeyhtiössä sisältää myös johdon esteellisyysäännöksiä. OYL 6:4 §:n mukaan yhtiön hallituksen jäsen ei saa käsitellä sellaista asiakokonaisuutta, joka koskee hänen itsensä ja yhtiön välistä oikeustoimea, mistä hänelle on odotettavissa olennaista etua, ja joka voi olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa. Esteellisyysäännökset koskevat hallituksen jäsentä, hallituksen varajäsentä, mahdollista toimitusjohtajaa, mahdollisia hallintoneuvoston jäseniä, toiminimen kirjoittajaa ja selvitysmiestä. Vähemmistönsuojan kannalta on havaittava, että esteellisyttä koskevaa sääntelyä on noudatettava pääsääntöisesti aina, kun on olemassa edes epäily johtoon kuuluvan henkilön esteellisyydestä käsiteltävässä asiassa.

Yrityksen johdon, enemmistöosakkaan ja vähemmistöosakkaan välillä vallitsee lähtökohtaisesti informaation asymmetria.¹²⁴ Yrityksen johdolla ja usein myös enemmistöosakkaalla on enemmän tietoa yrityksen tilasta kuin etäisemmäksi jäävällä vähemmistöosakkaalla. AML pyrkii informaatiovajeen pienentämiseen tiedottamista koskevalla pakottavalla sääntelyllä. Tämän lisäksi OYL mahdollistaa vaatimuksen vähemmistötilintarkastajasta ja erityisestä tarkastuksesta. Osakkeenomistajalla on myös OYL:iin perustuva kysely- ja tiedonsaantioikeus. Lain mukaan osakkaalla tulee olla käytettävissään sellaiset tiedot, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa käsiteltävänä olevan päätöksenteon etenemisessä. Osakkeenomistajan tarve saada lisätietoa voi korostua esimerkiksi sulautumisesta päättävässä yhtiökokouksessa. Yhtiön hallituksen jäsenellä ja mahdollisella toimitusjohtajalla on tällöin velvollisuus vastata osakkeenomistajalle, kun hän käyttää kyselyoikeuttaan.

¹²³ Mähönen, J. & Villa, S. (2006): s. 127

¹²⁴ Tässä yhteydessä tarkoitetaan sitä, että tieto ei jakaudu tasaisesti sopimusosapuolten kesken.

Edellä mainituilla vastaajilla on kuitenkin oikeus rajata vastaustaan OYL 5:5 §:n mukaan siltä osin, kun vastauksen antaminen aiheuttaisi yhtiölle olennaista haittaa.

OYL sisältää myös vähemmistöosakasta suojaavia säännöksiä, jotka edellyttävät osakkeenomistajan erityistä aktiivisuutta. Näihin lukeutuvat esimerkiksi oikeus vaatia kirjallisesti yhtiökokouksen järjestämisen yksilöiden asian käsittelyä varten (OYL 5:4§), oikeus vaatia tilintarkastajaa (OYL 7:5§), oikeus vaatia erityistä tarkastusta (OYL 7:7§) ja oikeus vaatia, että sulautumisesta päätetään yhtiökokouksessa (OYL 16:9.2 §).

Osakkeenomistajalla on myös OYL:iin perustuvaa jälkikäteistä oikeussuojaa.

Jos sulautumisesta päättävässä yhtiökokouksessa ei ole noudatettu lakia, yhtiöjärjestyksen määräyksiä tai muita muotovaatimuksia, on osakkaalla tietyin rajoituksin oikeus moittia syntynyttä päätöstä tai sovellettua menettelytapaa.

Päätöksen julistaminen pätemättömäksi tarkoittaa käytännössä sitä, että jo syntynyt päätös mitätöidään ja sen sisältö ei ole enää velvoittava yhtiötä kohtaan.¹²⁵ Mahdollista on myös esittää vahingonkorvausvaatimus yhtiön johtoa tai toista osakkeenomistajaa vastaan. Enemmistöosakkaan ja vähemmistöosakkaan ristiriidan kannalta olennaiseksi muodostuu mahdollisuus tehdä vaatimus toista osakasta vastaan, mikäli tämä tahallaan tai huolimattomuudesta rikkoo joko OYL:n säännöksiä tai yhtiöjärjestyksen määräyksiä. Perusteeksi vaaditaan se, että osakkeenomistajan toiminnasta on aiheutunut vahinkoa yhtiölle, osakkaalle tai kolmannelle henkilölle. Käytännössä osakkaan korvausvastuu voi siis perustua lähinnä yhtiökokouksen tapahtumiin, sillä se on ainoa toimielin, jossa osakkeenomistaja pystyy käyttämään osakkeeseen perustuvia oikeuksiaan. Vahingonkorvausperuste voi syntyä osakkaan myötävaikuttavan toiminnan perusteella ilman erityistä aktiivista päätöksentekoon vaikuttamista.

Sulautumisen kannalta OYL:n vähemmistösuojoilla on merkitystä erityisesti absorptio- ja kombinaatiofuusioissa, sillä tytäryhtiösulautumisessa ei ole lainkaan sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaita. Vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajan perspektiivistä katsottuna OYL ei sisällä erityisiä vähemmistösuojanormeja. Kombinaatiosulautumisen osalta vähemmistöosakas saa suojan sulautuvan yhtiön osakkeenomistajana.

¹²⁵ HE 109/2005, s. 191

4.1.3 Osakkeenomistajan vastuut ja velvollisuudet

Luvussa 2 kuvattiin erilaisia osakasryhmiä, joiden asiantuntemus ja tosiasialliset mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon ovat erilaiset. Myös eri osakkeenomistajien intressit yksittäisessä yhtiössä poikkeavat toisistaan, mikä korostuu sekä enemmistö- ja vähemmistöosakkaan välisessä horisontaalisessa että yritysjohton ja kaikkien osakkeenomistajien välisessä vertikaalisessa suhteessa.

Osakeyhtiömuodossa osakkaan passiivisuus on yleensä sallittua. Osakkeenomistajalle ei siis voida lähtökohtaisesti katsoa kuuluvan velvollisuutta toimia aktiivisesti yhtiön intressien edistämiseksi. Toisaalta voisi olla hyvin ongelmallista, jos aktiivisia osakkeenomistajia voitaisiin saattaa vastuuseen yhtiön toiminnan edistämisestä kevyin perustein. Matala rangaistuskynnys toimisi tehokkaana kannustimena passiivisuuteen vastuun välttämiseksi ja johtaisi lopulta yritysjohton valtapiirin kasvamiseen. Osakkeenomistajan vastuu on siis lähtökohtaisesti suppeampaa kuin yritysjohton vastuu, joka perustuu alan ammatti-ihmisen osaamisen standardiin ja yleiseen huolellisuuteen. Julkisen osakeyhtiön osakaskuntaan tulee voida kuulua myös piensijoittajia, minkä vuoksi kyseistä ammattimaisuuden vaatimusta ei voida olettaa kaikilta osakkeenomistajilta. Yleisiin oikeusperiaatteisiin viitaten tietämättömyys lain sisällöstä ei kuitenkaan vapauta osakkeenomistajaa lain noudattamisen velvollisuudesta tai vahingonkorvausvastuusta. Näin ollen julkisen osakeyhtiön osakkeenomistajan vastuiden ja velvollisuuksien osalta on harkinnanvaraista, missä määrin osakkaalta voidaan edellyttää esimerkiksi OYL:n ja yhtiöjärjestyksen normien tuntemusta. Puhtaasti taloudellisten intressien suuruuden lähtökohdasta voidaan katsoa, että enemmistöosakkaalta olisi mahdollista odottaa melko yksityiskohtaista tietämystä osakeyhtiön toiminnan järjestämiseen liittyvistä seikoista.¹²⁶

On esitetty, että osakeyhtiössä tosiasiallista määräysvaltaa hallituksen sijaan tai hallituksen takana kulisseissa käyttävä taho voitaisiin saattaa vastuuseen hallituksen velvollisuuksia koskevien säännösten mukaisesti.¹²⁷ Ilmeisesti tämä kohdistuisi käytännössä vain enemmistöosakkaaseen tai osakkeenomistajien rajattuun ryhmään, joka käyttäytyisi yhtiössä dominoivan osakkaan tavoin.

¹²⁶ Savela, A. (2001): s. 53 "...ehkä suurimpia osakkaita lukuun ottamatta, ei osakkailta voida edellyttää yhtiön asioiden osaamista."

¹²⁷ Savela, A. (2001): s. 50

Näin ollen jokaisen osakkeenomistajan tulisi keskittää vaikuttamisensa vain yhtiökokoukseen ja huomioida myös tällöin OYL:n keskeisten periaatteiden asettamat rajoitteet. Lähtökohtaisesti yhtiön hallitukselle jää kuitenkin valvontatehtävä varmistua yhtiökokouksen päätösten laillisuudesta, jolloin osakkeenomistajan vastuut ja velvollisuudet jäävät lieviksi.¹²⁸

Tappiollisessa osakeyhtiössä osakkeenomistajan menetys rajautuu yhtiöön sijoitetun pääoman määrään. Rahoitusteoriassa on esitetty, että velkaisen osakeyhtiön osakkailta on yhtiön omaisuuteen eräänlainen osto-optio, jonka merkintähinta vastaa yhtiön velan nimellisarvoa.¹²⁹ Vastaavasti yhtiön velkojat ovat lainaa myöntäessään asettaneet yhtiön osakkeenomistajille myyntioption kaltaisen oikeuden, minkä perusteella osakkaat voivat jättää yhtiön omaisuuden maksuhäiriötilanteessa velkojille. Konkurssi on siis toisaalta osakkaille taloudellisilla mittareilla katsottuna varsin arvokas etuoikeus.

4.1.4 Yritysjohdon vastuut ja velvollisuudet

Yrityksen johdolle voidaan katsoa kuuluvan OYL:n keskeisten periaatteiden ja tämän tutkielman 3.7 kappaleessa mainittujen velvollisuuksien ohella myös muita vastuuta. Yritysjärjestelyiden kannalta olennaiseksi muodostuu *business judgement rule*¹³⁰. Kyseinen periaate rakentuu ajatukselle siitä, että yritysjohto toimii esimerkiksi sulautumisprosessissa ainakin seuraavien asianhaarojen vallitessa samanaikaisesti.

- a) Hyvässä uskossa
- b) Rehellisesti
- c) Riittävien tietojen varassa ja
- d) Yhtiön etua parhaiten edustavalla tavalla.

Toisaalta kyseinen periaate myös suojaa johtoa estäen tuomioistuimia puuttumasta yhtiön sisäiseen päätöksentekoon, sillä todistustaakka on vastaavuuteen vetoavalla. Tällöin esimerkiksi osakkeenomistajan, jonka mielestä liiketoimintapäätösperiaatetta ei ole rakennejärjestelyssä noudatettu, on kyettävä osoittamaan väitteensä toteen.

¹²⁸ Savela, A. (2001): s. 53

¹²⁹ Brealey, R. Myers, S. (2003): s. 573-574

¹³⁰ Oikeuskirjallisuudessa aihetta on käsitelty myös suomenoksella liiketoimintapäätösperiaate.

Johdon vastuuta voidaan tarkastella myös hallituksen jäsenen näkökulmasta, jolloin hänen on vastuusta vapautuakseen tehtävä ilmeiseksi, että yhtiölle ei ole hänen huolimattomuutensa johdosta aiheutunut vahinkoa. Toisaalta hallituksen jäsenen ja muun yritysjohdon vastuuta arvioitaessa on huomioitava, että Suomessa jo lievä huolimattomuus saattaa perustaa vahingonkorvausvastuun. Osaltaan on yhtä tärkeää havaita, että liiketoimintapäätösperiaate soveltuu myös tilanteisiin, joissa yritysjohtoa syytetään passiivisuudesta. Johdon näkökulmasta on kuitenkin tietyin edellytyksin mahdollista saada suojaa toimivallan ylitykseen liittyvissä tilanteissa.

4.2 Arvopaperimarkkinaoikeus

Tiedonantovelvollisuuksilla voidaan reagoida päämiehen ja agentin väliseen problematiikkaan.¹³¹ Julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä tiedottaminen tapahtuu määrämuotoisesti ja kaikille omistajille kuin myös muille sidosryhmille tasaveroisesti.¹³² AML asettaa lisäksi oikeudellisia raameja liiketoimintojen omistus- ja rakennejärjestelyille. Laissa on saatettu rangaistusvastuun alaiseksi tiettyjä tiedonantovelvollisuuksien rikkomisia. Näitä ovat esimerkiksi vilpilliseksi markkinoinniksi katsottavan tarjousesitteen¹³³ tai osakeantiin liittyvän muun harhaanjohtavan aineiston julkaiseminen¹³⁴.

AML sisältää myös yksityiskohtaisia tiedonantovelvollisuuksia. Yhtiön on annettava markkinaosapuolille oikeita ja merkityksellisiä tietoja selkeällä tavalla. Tiedot eivät saa olla myöskään harhaanjohtavia. AML 2:7 §:n mukaan yhtiön on aina julkaistava arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot ilman aiheetonta viivytystä. Yhtiön julkaisemien tiedotteiden tulee olla riittävän kattavia, jotta markkinatoimijat voivat arvioida uuden tiedon merkitystä ja mahdollisia vaikutuksia yhtiön arvoon. Fuusion osalta tietojen julkistaminen saattaa olla tarpeen myös eri vaiheissa tapahtumaketjua.

Kun yritysjärjestelyä tai siihen liittyviä erityisiä asianhaaroja ei ole saatettu loppuun ja on odotettavissa, että lisätietoja julkistetaan myöhemmin, tulee yhtiön mainita asian keskeneräisyydestä ja antaa siitä lisätietoja myöhempänä ajankohtana.

¹³¹ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 87

¹³² Puttonen, V. (2004): s. 46

¹³³ AML 2:3 §

¹³⁴ AML 2:1 §

Yhtiön tulisi kuitenkin yleensä välttää tietojen vaiheittaista julkistamista. Tähän liittyen ennakoitavuus, julkisuus ja tiedonantovelvollisuuksien täyttäminen nähdään pääsääntöisesti itse yhtiön ja myös sen enemmistöosakkaiden etuna.¹³⁵ Riittävä, totuudenmukainen ja merkityksellinen raportointi vähentää vähemmistöijoittajan kokemaa riskiä yhtiöön kohdistuvassa sijoituksessa. Tämä puolestaan laskee sijoituskohteen tuottovaatimusta, mikä ilmenee lopulta yhtiön markkina-arvon kasvuna.¹³⁶ Näin informaation asymmetrian pienentäminen mahdollistaa enemmistöosakkaalle myös paremman hintatason saamisen osakkeidensa myyntihetkellä.

4.3 Sopimusoikeus

Sopimusperusteista toimintaa osakeyhtiössä sääntelee yleisellä tasolla laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista.¹³⁷ Sopimusoikeudellisista periaatteista keskeiseksi nousee lojaliteettivelvollisuus, mihin voidaan yhdistää myös sopimuskumppanien välisen luottamuksen ja tiedonannon vaatimuksia.¹³⁸ Lojaliteetti ei perustu nimenomaiseen lainsäädäntöön mutta periaatteen olemassaolo on käynyt selvästi ilmi oikeuskäytännöstä¹³⁹, lainsäädäntöä valmisteleavasta aineistosta¹⁴⁰ ja oikeuskirjallisuudesta¹⁴¹.

Sopimusoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen keskeinen sisältö on se, että sopimuksen osapuolet eivät saa keskinäisessä suhteessaan edistää yksipuolisesti vain omaa intressiään sopimuskumppanin haitaksi tai hänen kustannuksellaan. Näin ollen kumpikin sopimosapuoli on tiettyyn rajaan asti velvollinen huomioimaan myös sopimuskumppaninsa edun. Kyseistä oikeusperiaatetta sovelletaan tässä tutkielmassa päämiehen ja agentin väliseen suhteeseen fuusioprosessissa.

¹³⁵ Kaisanlahti, T. (2000): s. 85-86

¹³⁶ Aiheesta lisätietoa tutkielman alaviitteessä numero 13 sivulla 11.

¹³⁷ OikTL 228/1992

¹³⁸ KKO 41/2009: ”Eräissä tilanteissa sopimosapuolen sulautuminen toiseen yhtiöön voi kuitenkin muuttaa sopimuksen edellytyksiä siinä määrin, että sulautuminen voi yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden nojalla johtaa sopimuksen raukeamiseen.”

¹³⁹ KKO 130/1993 ; KKO 110/1997

¹⁴⁰ HE 71/1974: ”Kummankin sopijaosapuolen täytyy ottaa toiminnassaan huomioon toisen etu ... jos toinen sen sijaan, että hän valvoisi sopimuskumppanin etua, syylistyy menettelyyn, jossa hän päinvastoin loukkaa tämän etua, on ilmeistä, ettei sopimussuhteen jatkamiseen ole edellytyksiä”

¹⁴¹ Tolonen, H. (2000): s. 53 ; Mähönen, J. (2000): s. 129 ; Muukkonen, P. (1993): s. 1030

Tähän liittyen dominoivan osakkeenomistajan toiminta ei voi olla täysin mielivaltaista esimerkiksi yhtiön laatiessa fuusiosuunnitelmaa, joka tulee nähdä perustaltaan yhtiö- ja velvoiteoikeudellisena sopimuksena yhtiössä toimivien eri osapuolten välillä.¹⁴²

Osakeyhtiön ja sen osakkeenomistajien välistä suhdetoimintaa säädelään OYL 2:3 §:n mukaisessa yhtiöjärjestyksessä ja mahdollisessa osakassopimuksessa. Yhtiöjärjestys voidaan nähdä osakkeenomistajien välisenä sopimuksena ja yhtiön sisäisten määräysten kokonaisuutena. Osakkeenomistajan näkökulmasta yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen tavoitteet ovat melko yhtäläiset, joskin ne eroavat toisistaan käyttötarkoituksen osalta.¹⁴³ Osakassopimus perustuu osakkeenomistajien osalta vapaaehtoisuuteen, siinä missä yhtiöjärjestys on OYL 2:3 §:n perusteella pakollinen normisto osakeyhtiön toiminnassa.

Osakassopimus voi olla myös konkludenttinen tai suullinen, mikä poikkeaa merkittävästi yhtiöjärjestykselle asetetusta kirjallisesta vaatimuksesta. Yhtiöjärjestys sitoo osakeyhtiön jokaista osakkeenomistajaa, mikä koskee sekä nykyisiä että tulevia osakkaita. Sen sijaan osakassopimus on sopimusoikeudellisesti sitova vain sen hyväksyneitä osakkeenomistajia kohtaan. Osakassopimuksen tulkintaan sovelletaan siis lähtökohtaisesti yleisiä sopimusoikeudellisia periaatteita. Yhtiöjärjestyksen osalta tulkintaan ja valvontaan vaikuttaa myös viranomaisten kontrolli.

Osakassopimuksella on katsottu olevan etuja suhteessa yhtiöjärjestykseen.¹⁴⁴ Esimerkiksi osakkaiden tavoitteista, kilpailukiellosta, osakkaiden oikeuksista ja velvollisuuksista sekä päätöksenteosta yhtiössä voidaan sopia osakassopimuksessa. Osakkeenomistajien keskinäisen sopimuksen sopimusvapauden ala on laaja, minkä lisäksi osakassopimus on joustava voimaantumisen ja sisällöllisen muuttamisen näkökulmasta. Sopimus voidaan laatia useassa vaiheessa yhtiön elinkaaren aikana lähtien ajasta ennen yhtiön perustamista ja päättyen mahdolliseen yhtiöstä luopumiseen. Osakassopimus voidaan pitää myös osapuolten niin tahtoessa salaisena asiakirjana. Myös yhtiöjärjestyksellä on hyötyjä, joista merkittävimmiksi on mainittu yhtiöoikeudellinen sitovuus ja automaattinen velvoittavuus yhtiön kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.¹⁴⁵

¹⁴² Immonen, R. (2000): s. 58

¹⁴³ Helminen, S. (2006): s. 97

¹⁴⁴ Helminen, S. (2006): s. 99

¹⁴⁵ Helminen, S. (2006): s. 100-101

Toisaalta yhtiöjärjestyksen määräykset menettävät merkityksensä, jos säännös on ristiriidassa OYL:n pakottavien säännösten kanssa. Yhtiöjärjestys sisältää sekä OYL 2:3 §:n mukaisia pakollisia että vapaaehtoisia määräyksiä. Edeltäviin kuuluvat maininnat yhtiön toiminimestä, kotipaikasta ja toimialasta. Vapaaehtoiset yhtiöjärjestysmääräykset voivat olla lähtökohtaisesti hyvin monimuotoisia, jos ne eivät loukkaa OYL:a, muun lainsäädännön pakottavia säännöksiä tai hyvää tapaa.

Yhtiöjärjestyksellä ei voida kuitenkaan pätevästi ja sitovasti heikentää vähemmistöosakkaan suojaa. Yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päättää aina yhtiökokous määräenemmistöllä, jos vähemmistön eduksi katsottavasta tiukemmasta äänivaatimuksesta ei ole erikseen sovittu tai säädetty.

4.4 Corporate Governance

Yleensä corporate governancena ymmärretään hyvä hallintotapa, joka pyrkii tasapainottamaan yhtiön eri sidosryhmien intressien edistämisyrittämiä. Toisin sanoen hyvän hallintotavan sääntelyssä pyritään OYL:n ja itsesääntelyn kombinaationa siihen, että osakeyhtiötä hallinnoidaan kaikkien osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Osakeyhtiössä hallintotavan sääntelyn tarve perustuu siihen, että omistajuus ja kontrolli ovat erotetut toisistaan yhtiön päivittäisessä johtamisessa.¹⁴⁶ Intressiristiriidan kannalta on merkittävää, että osakkeenomistajat ovat sijoittaneet yhtiöön varallisuuttaan, mutta toimiva johto ei ole välttämättä lainkaan. Yritysjohdolla on siis kontrollia mutta ei residuaalista riskiä liiketoiminnan tuloksellisuudesta.

Viime vuosina corporate governancen tarpeen on katsottu kasvaneen yksityistämiskehityksen, institutionaalisten sijoittajien, yritysjärjestelyiden, pääomamarkkinoiden integraation ja kirjanpitoskandaalien merkityksen lisääntyessä.¹⁴⁷ Nykyinen hallinnon hyvää järjestämistä koskeva keskustelu kiteytyy ensi vaiheessa osakeyhtiön tarkoituksen ja eri sidosryhmien välisten prioriteettien ympärille. Hyvän hallintotavan sääntelyssä on pyrittävä löytämään vastaus siihen, keitä yritystoiminnan tulisi tarkoitus hyödyttää ja millaisella aikajänteellä.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Jensen, C. & Meckling, W. (1976): s. 4 ; Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 77

¹⁴⁷ Financial Reporting Council (2010): The UK Corporate Governance Code, Introduction

¹⁴⁸ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 73

Corporate governance –termi kuvaa osakeyhtiön eri sidosryhmien suhteita vastuunjaon, vallan ja hallinnon järjestämisen osalta.

Hyvä hallintotapa pyritään saavuttamaan pakottavan lainsäädännön ja elinkeinoelämän itsesääntelyn kombinaationa. Suomessa liike-elämän itsesääntely ilmenee tiivistetysti Keskuskauppakamarin julkaisemasta listayhtiöiden hallinnointikoodista.¹⁴⁹ Vastaavasti esimerkiksi corporate governance –sääntelyn juurilla Britanniassa¹⁵⁰ on käytössä oma koodinsa, siinä missä OECD¹⁵¹ on pyrkinyt viime vuosina harmonisoimaan sääntelyä kansainvälisellä tasolla.

Osakeyhtiön hallinnon järjestämiselle asetettavat odotukset ja vaatimukset muodostavat corporate governancen ytimen. Sääntelyn tarkoituksena on täyttää OYL:n aukkoja, jotka liittyvät esimerkiksi seuraaviin kysymyksiin.¹⁵²

- a) Onko johdon tehtävänä ensisijaisesti osakkeenomistajien osinko- ja arvonnousuodotusten tyydyttäminen?
- b) Missä määrin yhtiön johdon toiminnan tuloksellisuutta olisi mitattava?
- c) Miten yritysjohtoa tulisi valita, arvioida, sitouttaa, kannustaa ja palkita?
- d) Mikä on yhtiön eri sidosryhmien keskinäinen tärkeysjärjestys?
- e) Ovatko yritysjohton ja osakkeenomistajien intressit yhdensuuntaiset?
- f) Ovatko yrityksen riskipolitiikka, kirjanpito ja tiedottaminen asianmukaisia?

Kappaleessa 2.5 kuvattu päämies-agentti –ongelma liittyy OYL 1 luvun periaatteista keskeisesti voitontuottamistarkoitukseen (1:5 §), enemmistöperiaatteeseen (1:6 §), yhdenvertaisuuteen (1:7 §) ja johdon tehtävään (1:8 §). Tähän liittyen hyvä hallintotapa kytkeytyy päämiehen (*vähemmistöosakas tai kaikki osakkaat*) ja agentin (*enemmistöosakas tai yritysjohto*) väliseen suhteeseen yritysjärjestelytilanteessa. Kyseiselle sopimuksenomaiselle suhteelle on ominaista epäsymmetrinen informaatio.¹⁵³ Asetelmaan liittyy myös se, että päämiehellä on huomattavasti vähemmän tietoa agentin käyttäytymisestä kuin agentilla itsellään.

¹⁴⁹ Keskuskauppakamari (2010)

¹⁵⁰ Financial Reporting Council (2010): The UK Corporate Governance Code, First Section

¹⁵¹ OECD (2004): Principles of Corporate Governance

¹⁵² af Schulten, Osakeyhtiölain kommentaari II (2003): s. 453

¹⁵³ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 87

Enemmistöosakas voi siten päätyä edistämään vain omaa etuaan yritysjärjestelytilanteessa ilman vähemmistöosakkaan tosiasiallista mahdollisuutta havaita, toimiko yhtiökumppani myös hänen hyväkseen. Vastaavasti yritysjohto voi päätyä edistämään esimerkiksi vain omaa uraansa tai valtapäiriinsä laajuutta. Kyseistä ongelmaa pyritään vähentämään lainsäädännön säännöllisillä ja jatkuvilla tiedonantovelvollisuuksilla. On kuitenkin olennaista huomata, että OYL:n sulautumista koskevat säännökset sallivat osakeyhtiöiden fuusion järjestelyn päämääriin katsomatta.¹⁵⁴

Corporate governancessa agentuurikustannusten taloudellinen riski voi realisoitua kolmella tavalla.¹⁵⁵ Ensimmäinen riski toteutuu osakeomistuksen aikana, jolloin jaettavat varat jäävät pienemmiksi verrattuna tilanteeseen, jossa yritysjohto olisi toiminut paremmin. Toisena ulottuvuutena voidaan nähdä osakkeiden myyntihetki, jolloin ostaja suostuu maksamaan osakkeista vähemmän. Lopulta agentuurikustannukset näkyvät myös yhtiön likvidaatioarvossa, mikä tarkoittaa osakkeenomistajalle kohdistuvaa pienempää jako-osaa yhtiön nettovarallisuudesta.

Yritysjohton (*agentti*) ja osakkeenomistajien (*päämies*) välinen suhde muodostaa vertikaalisen päämies-agentti –ongelman. Osakkeenomistajan näkökulma korostaa osakkaan viime käden eli residuaalisen osan riskiä yhtiössä. Tästä syystä he ovat myös kaikkein haavoittuvaisimpia johdon opportunistille.¹⁵⁶ Yritysjohto on mielletävä corporate governancessa osakkeenomistajien agentiksi, ja juuri kaikki osakkaat johdon päämiehiksi, joita kohtaan yritysjohdolla on korostettu yhtiöoikeudellinen fidusiaarinen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus. Toimivan johdon tulee siten huolellisesti toimien edistää yhtiön ja viime kädessä sen kaikkien osakkeenomistajien etua.

On esitetty, että osakkeenomistajien etu tarkoittaa osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimointia kaikissa liiketoimintaolosuhteissa.¹⁵⁷ Sulautumisneuvotteluissa huolellisuusvelvollisuuden voidaan katsoa merkitsevän kullekin sulautumiseen osallistuvan yhtiön johdolle velvollisuutta pyrkiä saamaan osakkeenomistajille mahdollisimman arvokasta sulautumisvastiketta.

¹⁵⁴ af Schulten, Osakeyhtiölain kommentaari II, (2004): s. 472

¹⁵⁵ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 87

¹⁵⁶ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 75

¹⁵⁷ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 121

Taloustieteen Nobel-palkinnon vuonna 1976 saanut Milton Friedman onkin todennut, että vapailla markkinoilla toimivat julkiset yhtiöt pyrkivät aina varmistamaan vain oman etunsa.¹⁵⁸ Ulottuvuutta voidaan tarkastella sekä vastaanottavan että sulautuvan yhtiön näkökulmasta: vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajien tulisi saada mahdollisimman edullisesti laadultaan hyvä liiketoiminta, siinä missä sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien tulisi maksimoida osuuttaan vastaanottavasta yhtiöstä tai mahdollisesta muusta rahanarvoisesta vastikkeesta.

Osakkeenomistajien välisessä horisontaalisessa suhteessa vähemmistöosakas (*päämies*) luovuttaa osan kontrollivallastaan enemmistöosakkaalle (*agentti*), mihin liittyy odotusarvo enemmistöryhmän tekemien päätösten yhteensopivuudesta myös vähemmistön intresseihin.¹⁵⁹ Sulautuvan yhtiön osakkaiden kannalta fuusio tarkoittaa osakkuuden vaihtumista vastaanottavan yhtiön osakkuuteen, rahaan taikka muuhun omaisuuteen tai sitoumuksiin. Sen sijaan vastaanottavan yhtiön osakkaiden kannalta sulautuminen vastaa sulautuvan yhtiön osakkaille suunnattua uusmerkintää apportiomaisuutta vastaan, jos sulautumisvastike maksetaan vastaanottavan yhtiön uusilla osakkeilla.¹⁶⁰

4.5 Kansainvälinen viitekehys

Osakeyhtiöitä koskevaa yhtiölainsäädäntöä on yhdenmukaistettu Euroopassa useilla direktiiveillä. EU:n yhtiöoikeudelliset direktiivit ovat pääsääntöisesti niin sanottuja minimidirektiivejä, sillä ne asettavat kansalliselle lainsäätäjälle vähimmäisvaatimukset, mutta eivät estä tiukemman sääntelyn implementoimista. Sulautumisen kannalta merkittävin sääntely sisältyy *sulautumisdirektiiviin*, joka koskee eurooppalaisella tasolla erityisesti julkisia osakeyhtiöitä.¹⁶¹ Vastaavasti *rajat ylittäviä sulautumisia koskeva direktiivi* on merkityksellinen kansainvälisessä liiketoiminnassa.¹⁶² Yritystoiminnan uudelleen organisoimisen kannalta olennainen on myös *yritysjärjestelydirektiivi*.¹⁶³

¹⁵⁸ Milton Friedman (1976): "The most important single central fact about a free market is that no exchange takes place unless both parties benefit."

¹⁵⁹ Cheffins, B. (1997): s. 64

¹⁶⁰ af Schulten, Osakeyhtiölain kommentaari II (2004): s. 478

¹⁶¹ Immonen, R. (2000): s. 50 ; 2009/109/EY

¹⁶² EY/56/2005

¹⁶³ 90/434/ETY

Julkisten osakeyhtiöiden yritysjärjestelyketjun sääntelyyn kytkeytyy lisäksi *ostotarjousdirektiivi*.¹⁶⁴ Direktiivi pyrkii varmistamaan osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun, minkä lisäksi se tarjoaa suojaa erityisesti yrityshankinnan kohdeyhtiön osakkeenomistajille.¹⁶⁵ Suomessa direktiivin säännökset sisällytettiin AML:iin.¹⁶⁶ Julkisen ostotarjouksen yhteydessä kaikkia yritysostotarjouksen kohdeyhtiön samanlaisien arvopaperien haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti. Kohdeyhtiön muiden arvopaperien haltijoita on myös suojattava silloin, kun yksittäinen taho hankkii määräysvallan yhtiössä.

¹⁶⁴ 2004/25/EC

¹⁶⁵ HE 6/2006, s. 23

¹⁶⁶ AML 6 luku

5 Osakeyhtiön hallinto

OYL luvut 5 ja 6 sisältävät sääntelyn osakeyhtiön hallinnon järjestämisestä, yhtiön johdon roolista ja yhtiön edustamisesta. Tutkielman ytimeen kuuluvan päämiehen ja agentin välisen suhteen ymmärtäminen vaatii yhtiön hallinnon roolituksen sisäistämisen. Luvussa jätetään käsittelemättä hallintoneuvoston rooli tehtyihin rajauksiin viitaten.

5.1 Yhtiökokous

Osakeyhtiö on oikeushenkilö, joka ei pysty päätöksentekoon ilman luonnollisten henkilöiden myötävaikutusta. Osakkeenomistajat voivat käyttää ylintä päätösvaltaansa keskitetysti yhtiökokouksessa, joka on osakeyhtiön ylin päättävä toimielin.

OYL:ssa osakasoikeuksien käyttäminen on säädetty erityisesti yhtiökokouksessa tapahtuvaksi vaikuttamiseksi. Yhtiökokouksen koolle kutsumiselle on asetettu OYL 5 luvussa muotovaatimuksia, jotka voidaan kuitenkin sivuuttaa osakkeenomistajien suostumuksella.¹⁶⁷

Kaikilla yhtiön äänivaltaisten osakkeiden omistajilla on oikeus osallistua jokaiseen yhtiön järjestämään yhtiökokoukseen. Jokaisella osakkaalla on myös lähtökohtainen oikeus käyttää osakkeiden sisältämää äänimäärää sekä puhe- ja kyselyoikeutta.

Osakkeenomistajan kannalta on huomattava, että osakasoikeuksien käyttäminen yhtiökokouksessa on mahdollista vain silloin, kun osakas on itse paikalla tai laillisesti edustettuna valtuutuksen muodossa. On kuitenkin esitetty, että erityisesti julkisten osakeyhtiöiden yhtiökokoukset ovat lähinnä hallituksen ja yritysjohtajien laatimien suunnitelmien kumileimasimia.¹⁶⁸ Yksittäisen osakkeenomistajan todelliset vaikutusmahdollisuudet voivat siis jäädä vähäisiksi riippuen yhtiön omistajarakenteen hajautumisesta.

OYL:n mukaan yhtiökokous on toimielin, joka päättää yritysjärjestelyistä, joihin sulautuminen lukeutuu. Tällöin kyseeseen voi tulla OYL 5:3 §:n mukainen ylimääräinen yhtiökokous, joka on mahdollista kutsua koolle pakolliseksi säädetyn varsinaisen yhtiökokouksen lisäksi.

¹⁶⁷ HE 109/2005: s. 65

¹⁶⁸ Siikarla, P. (2006): s. 104

Huomionarvoista on se, että vähemmistöosakkailla ja tilintarkastajilla on oikeus vaatia ylimääräisen yhtiökokouksen järjestämistä yksittäisen asian käsittelemiseksi OYL 5:4 §:n ehtojen täytyessä. Yhtiökokoukselle kuuluvat myös laissa määritetyt muut tehtävät, minkä lisäksi yhtiökokouksen roolia voidaan kasvattaa erillisellä yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Yleinen toimivalta osakeyhtiössä kuuluu kuitenkin hallitukselle. On silti mahdollista, että yhtiökokous käsittelee hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivallan piiriin kuuluvia asioita. Lisäksi yhtiön hallituksella on oikeus siirtää edellä viitattuun yleistoimivaltaan sisältyviä asioita yhtiökokouksen päätettäväksi.¹⁶⁹

Yhtiökokouksessa päätökset tehdään yksinkertaisella äänten enemmistöllä OYL 5:26 §:n mukaan.¹⁷⁰ Tietyissä OYL 5:27 §:n mukaisissa tilanteissa, sulautuminen mukaan lukien, yhtiökokouksen päätös vaatii kuitenkin taakseen määräenemmistön.¹⁷¹ Sulautuvassa yhtiössä yhtiökokous päättää fuusiosta lukuun ottamatta tytäryhtiösulautumista. Lisäksi yhtiökokous päättää sulautumisesta myös vastaanottavassa yhtiössä niissä tapauksissa, joissa hallituksella ei ole toimivaltaa asian loppuun saattamiseksi. Toisaalta kaikissa tapauksissa hallitus voi myös omasta aloitteestaan saattaa sulautumisproessin yhtiökokouksen päätettäväksi.

5.2 Hallitus

OYL 6:1 §:n mukaan hallitus on osakeyhtiön ainoa pakollinen toimielin.

Osakkeenomistajat valitsevat hallituksen yhtiökokouksessa yksinkertaisella äänten enemmistöllä. Käytännössä enemmistöosakkaat tai dominoivat osakkeenomistajat päättävät, millaiseksi hallitus muodostuu. Tämä muodostaa vähemmistöosakkaalle riskin, sillä heidän osallistumisensa yhtiön hallintoon voi jäädä olemattomaksi tai vähäiseksi.

OYL:n mukaan hallituksella on yhtiössä yleistoimivalta, minkä perusteella hallituksen tehtäviksi voidaan lukea kaikki ne toimenpiteet ja päätökset, joita ei nimenomaisesti ole toimitusjohtajalle tai yhtiökokoukselle määrätty. OYL 6:2 §:n perusteella hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen asianmukaisesta järjestämisestä.

¹⁶⁹ HE 109/2005: s. 65-67

¹⁷⁰ Yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä, jollei tässä laissa säädetä toisin. Vaalissa tulee valituksi eniten ääniä saanut.

¹⁷¹ Jos päätös on tehtävä määräenemmistöllä, yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, jota on kannattanut vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.

Yhtiön juoksevan hallinnon hoitaminen ja operatiivisen liiketoiminnan johtaminen kuuluvat myös hallitukselle, jos yhtiöllä ei ole toimitusjohtajaa. Hallituksen päätöksenteko syntyy yksinkertaisella enemmistöllä, jos yhtiöjärjestyksestä tai erityislainsäädännöstä ei muuta ilmene. Hallitus voi tehdä päätöksiä silloin, kun yli puolet sen jäsenistä on paikalla. Päätös ei saa kuitenkaan olla lain, yhtiöjärjestyksen tai hyvän tavan vastainen.

Osakeyhtiön hallitus voi päättää fuusiosta sulautuvassa yhtiössä kaikissa tapauksissa, jos kyseessä on tytäryhtiösulautuminen. Hallitus voi päättää fuusiosta myös vastaanottavassa yhtiössä.

Vastaanottavan yhtiön hallitus ei kuitenkaan voi päättää sulautumisesta

- a) Jos yhtiöjärjestyksessä on määräys sulautumisen päättämisestä vain yhtiökokouksessa
- b) Jos sulautuminen edellyttää esimerkiksi osakepääoman korotusta tai yhtiöjärjestyksen muutosta, jotka on päätettävä yhtiökokouksessa tai
- c) Jos vastaanottavalla yhtiöllä on vähemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa sulautuvan yhtiön osakkeista, sulautumisesta päättää yhtiökokous, jos sitä vaativat osakkeenomistajat, joilla on vähintään 5 prosenttia yhtiön osakkeista.

5.3 Toimitusjohtaja ja muu johtoryhmä

OYL:n mukaan toimitusjohtaja ei ole välttämätön toimielin osakeyhtiössä, jos yhtiön osakepääoma on alle 80 000 euroa. Yhtiöllä on kuitenkin oltava toimitusjohtaja, jos tästä on määräys yhtiöjärjestyksessä.¹⁷² Yrityksen hallitus – tai erityisellä yhtiöjärjestyksen maininnalla hallintoneuvosto - sekä nimittää että harkintansa mukaan erottaa toimitusjohtajan. Toimitusjohtajan esimiehenä toimii siten yrityksen hallitus, mikä perustaa hallitukselle erityisen valvontatehtävän. On ilmeistä, että toimitusjohtajaksi voidaan valita vain luonnollinen henkilö. Toimitusjohtajaksi ei voida kuitenkaan nimittää vajaavaltaista, liiketoimintakiellossa tai konkurssissa olevaa henkilöä.

Käytännössä toimitusjohtaja valitaan myös hänen omalla suostumuksellaan.

Corporate governance –säännösten mukaan pörssiyhtiön toimitusjohtajaa ei tule valita samanaikaisesti myös hallituksen puheenjohtajaksi, jotta edellä mainitun

¹⁷² HE 109/2005: s. 20

valvontatehtävän suorittaminen ei vaarannu. Toimitusjohtajahan on velvollinen työskentelemään hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti sekä valvonnan alaisena. OYL 6:17 §:n mukaan toimitusjohtaja hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa. Tämä tarkoittaa sitä, että toimitusjohtajan tehtäviin sisältyvät esimerkiksi sopimusten neuvottelemine, yhtiön edustaminen sidosryhmien suuntaan sekä hallituksen pitäminen tietoisena yhtiössä ja sen liiketoimintaympäristössä tapahtuvista asioista. KilpL 4:23 §:n perusteella yritysjohton tehtävänä on myös tiedottaa yrityskaupoista kilpailuviranomaisille tietyin rajoituksin.

Vähemmistöosakkaiden suojan kannalta on tärkeää, että toimitusjohtajan valinta onnistuu siten, että johtajan henkilökohtaiset ominaisuudet sopivat edustamaan yhtiön kokonaisuutta. OYL 1:8 § velvoittaa yhtiön johtoa toimimaan sekä huolellisesti että yhtiön edun mukaisesti. Yhtiön etu kytkeytyy voimakkaasti osakkeenomistajien hyödyn tavoitteluun. Näin ollen yhtiön etu tarkoittaa käytännössä osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimointia vallitsevissa liiketoimintaolosuhteissa.¹⁷³ Tähän liittyen on selvää, että yhtiön johdon tulee toimia yhdenvertaisesti kaikkien osakkeenomistajien agenttina edun ja hyödyn maksimoimiseksi. On siis ilmeistä, että toimitusjohtaja tai muu johtoryhmä ei voi liittoutua esimerkiksi vain enemmistöosakkaan kanssa, jolloin yhtiön toiminnan tarkoituksiksi muodostuisi ainoastaan tiettyjen osakkeenomistajien erityisintressien suojeleminen.

Edellä kuvattu huolellisuusvelvollisuus on tärkeä myös sulautumisprosessissa. Esimerkiksi alustavissa sulautumiskeskusteluissa huolellisuusvelvollisuus velvoittaa yritysjohtoa neuvottelemaan osakkeenomistajille mahdollisimman arvokasta sulautumisvastiketta.¹⁷⁴

¹⁷³ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 121

¹⁷⁴ Mähönen, J. ; Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, s. 122

6 Enemmistön aiheuttamat fuusioriskit

6.1 Lunastaminen ja lunastushinnan määräytyminen

Sulautumista edeltäneen oikeustilan jatkuminen ei ole mahdollinen toimintavaihtoehto vähemmistöosakkaalle. Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajan tulee tehdä sulautumismenettelyssä valinta sulautumisvastikkeen ja osakkeiden lunastamisen välillä. Vähemmistönsuojan kannalta on merkittävää, että kaikkien sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien ei tarvitse hyväksyä osakkuutta vastaanottavassa yhtiössä. Tällöin kyseeseen tulee osakkeiden lunastusvaatimuksen esittäminen OYL 16:13 §:n perusteella. Edellä mainitussa pykälässä OYL määrää vastaanottavan yhtiön tarjoamaan sulautuvan yhtiön osakkeista käyvän hinnan. Oikeuskäytännön perusteella käypä hinta on julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä lähtökohtaisesti fuusiota edeltävän ajanjakson kaupankäyntikurssi. Vähemmistönsuojan kannalta on kuitenkin syytä pohtia, missä määrin vastaanottavan yhtiön oletetut fuusiohyödyt tulisi huomioida lunastushinnassa.¹⁷⁵

Lunastustarjousvelvollisuus liittyy sulautumisen yhteydessä tavoitteeseen säilyttää sulautuvan yhtiön osakkeenomistajan varallisuusasema ennallaan. Sulautumisesta päätetään yhtiökokouksessa määräenemmistöpäätöksellä, jos yhtiöjärjestykseen ei ole otettu muuta määräystä. Sulautumismenettely ei siten edellytä osakkeenomistajan suostumusta. Lunastamista käsittelevä OYL 16:13 § on suoja osakkeenomistajalle, joka ei hyväksy sulautumista. Kyseinen osakkeenomistaja voi vaatia yhtiökokouksessa tai muutoin todisteellisesti ennen yhtiökokousta, että vastaanottava yhtiö lunastaa hänen osakkeensa.¹⁷⁶ Lunastusoikeus rajoittuu sulautuvan yhtiön osakkeenomistajaan, eikä vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajilla ole vastaavaa oikeutta.

Lunastusmenettely on tarkoitettu vähemmistöosakkaan ensisijaiseksi oikeussuojakeinoksi.¹⁷⁷ Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että lunastustilanteen ollessa käsillä, ei osakeyhtiössä voi olla enää sellaista osakkeenomistajien vähemmistöä, jolla olisi lakisääteinen mahdollisuus turvautua OYL:n erityisestä osakkeenomistajien aktiivisuutta edellyttäviin vähemmistönsuojasäännöksiin.

¹⁷⁵ Vuonna 1976 Nobel-palkittu Milton Friedman on todennut seuraavasti: ”...on virhepäätelmä luulla, että 1+1 olisi aina korkeintaan 2. Liike-elämässä ei ole yhtä kiinteäkokoista piirakkaa, josta yksittäisen toimijan osuuden kasvattaminen olisi aina joltain toiselta pois.” Sulautumisessa vastaanottavan yhtiön keskeinen päämäärä onkin tavoitella fuusiohyötyjä, jolloin laskutoimituksen summaa pyritään nostamaan.

¹⁷⁶ Honkamäki, T. Pennanen, M. (2010): s. 117

¹⁷⁷ Airaksinen, Pulkkinen, Rasinaho (2010): Osakeyhtiölaki II. s. 348

Sulautuvan yhtiön osakkeenomistaja voi siis sulautumisesta päättävässä yhtiökokouksessa vaatia osakkeidensa lunastamista. OYL 16:3 §:n mukaan hänelle on varattava siihen tilaisuus ennen kuin sulautumisesta päätetään.

Lunastusta vaativan osakkeenomistajan on äänestettävä sulautumispäätöstä vastaan.¹⁷⁸ Jos osakkeiden ja muiden oman pääoman ehtoisten oikeuksien lunastusoikeudesta tai lunastamisen ehdoista ei sovita vastaanottavan yhtiön kanssa, on asia annettava välimiesten ratkaistavaksi OYL 18 luvun mukaan. Jos osakkeiden lunastushinnasta ei sovita, on lunastushinta määrättävä lakisääteisessä välimiesmenettelyssä vastaamaan osakkeen käypää arvoa. Osakkeenomistajan ja oman pääoman ehtoisen oikeuden haltijan on pantava asia vireille viimeistään kuukauden kuluttua yhtiökokouksesta. Vireillepanon jälkeen osakkeenomistajalla ja oikeuden haltijalla on oikeus vain lunastushintaan. Jos lunastusmenettelyssä myöhemmin vahvistetaan, että edellä mainituilla tahoilla ei ole oikeutta lunastukseen, on heillä kuitenkin oikeus sulautumisvastikkeeseen sulautumissuunnitelman mukaisesti. Jos sulautuminen raukeaa, myös lunastusmenettely raukeaa.

Sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaiden suoja rakentuu lunastushinnan osalta käyvän arvon vaatimukseen. Lunastushinta on osakkeen, optio-oikeuden tai muun oman pääoman ehtoisen erityisen oikeuden käypä hinta sulautumispäätöstä edeltävältä ajankohdalta.¹⁷⁹ Lunastushintaa määritettäessä ei oteta huomioon sulautumisen mahdollista arvoa alentavaa vaikutusta sulautuvan yhtiön osakkeeseen, optio-oikeuteen tai muun oman pääoman ehtoiseen erityiseen oikeuteen. Jos kuitenkin sulautumismenettelyn aloittamisen jälkeen mutta ennen sulautumispäätöksen tekemistä on tapahtunut sulautumisesta riippumattomia sulautuvan yhtiön arvoa heikentäviä seikkoja, nämä tulee ottaa huomioon osakkeen arvoa määritettäessä. OYL edellyttää myös, että lunastushinta on määrättävä siihen käypään hintaan, joka yhtiöllä olisi ilman enemmistöosakkaan mahdollista vaikutusvallan väärinkäyttöä. Kun yhtiön osake on julkisen kaupankäynnin kohteena, on osakkeen lunastushinnan määrittämisen lähtökohdaksi otettu osakkeen markkinahinta lunastusta edeltävältä ajalta.

¹⁷⁸ Honkamäki, T. Pennanen, M. (2010): s. 117

¹⁷⁹ KKO 19/2009: ”Käypä hinta on perustunut enemmistöosakkeista maksettuun kauppahintaan, osakkeista lunastustarjouksessa maksettuun hintaan ja osakkeen pörssikurssiin ennen lunastusvaatimuksen esittämistä. Hinta perustuu osakekurssiin lunastusvaatimuksen esittämishetkellä ja sitä ennen.”

Lunastushinnan määrittäminen ratkaistaan välimiesmenettelyssä pääsääntöisesti vastaanottavan yhtiön kustannuksella, mikä voidaan nähdä vähemmistöosakkaan suojana taloudellisen riskin jakautumisen kautta. Lunastushinnan maksamisesta vastaa vastaanottava yhtiö. Lunastushinnalle on maksettava korkoa sulautumispäätöksen ja lunastushinnan maksamisen väliseltä ajalta korkolain 12 §:ssä tarkoitetun kulloinkin voimassa olevan viitekoron mukaisesti. On huomattava, että lunastushinta määräytyy sulautumispäätöstä edeltävän ajankohdan käyvän arvon mukaan, eikä lunastusmenettelyn vireille tulemista edeltävän hinnan mukaan.

Lunastuksen problematiikkaan kytkeytyy osaltaan se, voiko vähemmistöosakas pätevästi vaatia vain osaa osakkeistaan lunastettaviksi. On selvää, että tällöin kyseisen osakkeenomistajan tulee äänestää sulautumispäätöstä vastaan ainakin osakkeilla, joita hän vaatii lunastettaviksi. Voiko hän tällöin kuitenkin äänestää muilla osakkeillaan sulautumisen puolesta? Oikeuskirjallisuuden perusteella ilmeisesti myös osittainen lunastusvaatimus on mahdollinen.¹⁸⁰ Tällöin on kuitenkin otettava huomioon se, että lunastaminen vaikuttaa sulautuvan yhtiön muiden osakkeenomistajien asemaan.

Tilanne, jossa sulautumisesta päätetään yhtiöjärjestysmääräyksen nojalla useammassa kuin yhdessä yhtiökokouksessa, voi muodostaa vähemmistöosakkaalle erityisen riskin. Tuleeko osakkeenomistajan esittää tällöin jokaisessa yhtiökokouksessa lunastusvaatimuksensa ja äänestää sulautumispäätöstä vastaan? Vai riittääkö vaatimuksen esittäminen yhdessä yhtiökokouksessa ja äänestäminen kerran sulautumispäätöstä vastaan? Tämä edellyttäisi ainakin sitä, että osakkeenomistaja samalla pidäytyisi äänestämästä sulautumispäätöksen puolesta muissa yhtiökokouksissa.¹⁸¹

Yleensä julkisen osakeyhtiön hinta määräytyy kysynnän ja tarjonnan perusteella. Normaalitylanteessa osakkeenomistajalla on oikeus valita, haluaako hän ostaa, myydä vai pitää osakkeensa vallitsevalla markkinahinnalla. Sulautumisen yhteydessä voi muodostua tilanne, jolloin osakkeenomistajan on luovuttava omistuksestaan yhtiössä, vaikka tarjottu fuusiovastike ei ole osakkeenomistajan mielestä riittävä. Kyseinen pakko voi ilmetä lainsäädännöstä tai tosiasiallisista olosuhteista. Sulautumiseen liittyvän osakkeiden lunastusvaatimuksen osalta on selvää, että vähemmistöosakkaan toimintamahdollisuudet yhtiössä muodostuvat rajoitetuiksi. Hänellä ei ole missään tapauksessa edellytyksiä jatkaa yhtiön omistajana kuten aiemmin, vaikka hän vastustaisi sulautumista.

¹⁸⁰ Airaksinen, Pulkkinen, Rasinaho (2010): Osakeyhtiölaki II. s. 349

¹⁸¹ af Schulten (2004): s. 510

Siten oikeus lunastusvaatimukseen muodostaa paitsi merkittävän vähemmistöosakkaan suojan, toisaalta myös riskin siitä, että lunastushinta ei vastaa sulautuvan yhtiön todellista arvoa.

Huomionarvoista on se, että osakkeistaan luopuva vähemmistöomistaja ei voi itse vaikuttaa hintaan. Näin ollen hänen tulee lopulta hyväksyä lain tarkoittama hinta, vaikka se ei vastaisi hänen omaa käsitystään yhtiön todellisesta arvosta, jolla osakekauppa voisi syntyä myös vapaaehtoiselta pohjalta. Sulautumisvastikkeella on huomattava merkitys käyvän hinnan ja erityisesti sen vähimmäistason määrittämisessä.¹⁸² Lunastushinnan määrittämisessä on myös aiheellista kysyä, tuleeko arvio suorittaa sulautuvan yhtiön arvosta itsenäisenä toimijana vai sulautuvan yhtiön arvosta vastaanottavalle yhtiölle.

Entä mikä on vähemmistöosakkaan asema, jos tarjottu sulautumisvastike on epälikvidi? Sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaalle voi muodostua tarve saada sulautumisvastikkeen määrittämisessä huomioiduksi ns. *likviditeettipremio*¹⁸³, jos vastaanottavan yhtiön ehdottama sulautumisvastike ei ole julkisesti noteeratun osakeyhtiön likvidejä osakkeita tai rahaa. On selvää, että epälikvidi osa sulautumisvastikkeesta muodostaa rasitteen uuteen yhtiökokonaisuuteen tuleville osakkeenomistajille, vaikka sulautumismenettelyn mahdollisesti alentava vaikutus osakkeen käypään arvoon eliminoidaan lunastushintaa määritettäessä. Vastaanottava yhtiö saattaa esittää sulautumisvastikkeeksi sulautuvan yhtiön käypää arvoa olennaisesti alhaisempaa vastiketta esimerkiksi tilanteessa, jossa vastaanottava yhtiö omistaa jo aiempien transaktioiden perusteella merkittävän määrän sulautuvasta yhtiöstä.

Julkisesti noteeratun osakeyhtiön hinta perustuu informaatiotehokkuuteen sekä kysynnän ja tarjonnan lakiin markkinapaikalla, jossa osakkeiden vapaaehtoiset ostajat ja myyjät tavoittelevat maksimaalista tuottoa pyrkiessään välttämään väärää arviota kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön käyvästä arvosta. On tosin huomattava, että todellisuudessa julkisen kaupankäynnin kohteina ovat usein jatkuvasti vain marginaaliset osat kohdeyhtiöistä. Näin ollen on kyseenalaistettu, missä määrin koko osakeyhtiön käypää hintaa voidaan määrittää yksittäisen välittömästi rahaksi muutettavan osakkeen viimeisimmästä kauppahinnasta.¹⁸⁴

¹⁸² Airaksinen, Pulkkinen, Rasinaho (2010): Osakeyhtiölaki II. s. 355

¹⁸³ Jos yhtiön osakkeiden vaihtomäärä arvopaperipörssissä on alhainen, tulee sijoittajan huomioida osakkeen heikko muutettavuus rahaksi korkeampana tuottovaatimuksena.

¹⁸⁴ Mähönen, J. (2001): s. 733

Pohtimisen arvoista lunastushinnan määrittämisen yhteydessä onkin se, missä määrin koko yhtiön arvo voidaan approksimoida niin sanottujen *free float* -osakkeiden eli tosiasiallisesti jatkuvassa kaupankäynnissä olevien osakkeiden viimeisimmästä kauppahinnasta. Esimerkiksi valtionyhtiössä, jossa enemmistöosakas omistaa hieman yli 50 prosenttia yhtiöstä ja lukuisat institutionaaliset sijoittajat kukin useiden prosenttien osuuksia osakekannasta, jäävät tosiasiallinen kaupankäynti ja hinnan määräytyminen vain pienen osakaskunnan käymien kauppojen varaan. Ilmiö voi saada korostuneen merkityksen myös yksittäisten sukujen tai säätiöiden enemmistöomisteisissa yhtiöissä ja osakevaihdoltaan epälikvideissä yhtiöissä, jolloin vähemmistöosakkaan suojan kannalta voisi olla tarpeellista käyttää käyvän hinnan määrittämisessä erityistä harkintaa osakkeen alhaiseen likviditeettiin viitaten.

Osakkeenomistajien välisen horisontaalisen ristiriidan osalta on lisäksi havaittava olettaen sijoittajien rationaalisesta toiminnasta pääomamarkkinoilla. Yhtiön johtoa lähtökohtaisesti lähellä olevan informoidun enemmistöosakkaan kannalta on taloudellisesti kannattavinta lunastaa vähemmistöosakkaat pois silloin, kun yhtiön osakkeen markkinahinta on alle yhtiön pitkän aikavälin todellisen arvopotentialin. Näin toimimalla enemmistöosakas voi maksimoida oman tuottonsa vähemmistöosakkaan kustannuksella.

6.2 Sulautumisvastikkeen määräytyminen käypähintaisena

Julkisen osakeyhtiön fuusiossa joudutaan ottamaan kantaa yritysarvoon.¹⁸⁵

Tällöin keskeiseksi kysymykseksi nousee edellä esitettyyn viitaten se, vastaako yhtiön osakekannan markkina-arvo tietyltä ajanhetkeltä koko yhtiön käypää hintaa.

Puoltavaa näkökantaa puoltaa se, että rahoitusteorian tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan yhtiön osakkeen pörssikurssi heijastaa informaatiotehokkailla markkinoilla aina arvopaperiin, sen liikkeeseenlaskijaan ja ympäröivään markkinatilanteeseen liittyvien tietojen kokonaisuutta.¹⁸⁶

¹⁸⁵ Koskee sekä sulautuvaa (tai sulautuvia) että vastaanottavaa yhtiötä (jos fuusiovastike on vastaanottavan yhtiön osakkeita). Yritysarvo saadaan laskettua yhtiön osakekannan markkina-arvon ja taseen nettovelkojen summana. Laskentakaavaan ei kuitenkaan syvennytä tässä yhteydessä tarkemmin.

¹⁸⁶ Fama, E. (1991): s. 1 "I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information".

Osakkeen viimeisimmän kaupankäyntikurssin hyväksymistä käyväksi arvoksi perustelee myös se, että arvopaperipörssissä syntynyt kauppa kuvastaa sekä ostajan että myyjän vapaaehtoisuuteen perustuvaa tahtoa transaktioon. On kuitenkin esitetty, että kaikissa tilanteissa yksittäisen osakkeen viimeisin kauppahinta ei kykene osoittamaan koko yrityksen arvoa, jos esimerkiksi osakkeen likviditeetti on heikko tai tosiasiallisesti jatkuvassa kaupankäynnissä oleva osakkeiden määrä edustaa vain vähäistä osuutta koko yhtiön osakekannasta.¹⁸⁷ Jos osakkeen lyhyen aikavälin hinta poikkeaa merkittävästi yhtiön pitkän aikavälin voitontuottamiskyvystä, nousee kysymys osakkeen mahdollisen hintapoikkeaman suunnasta vähemmistön kannalta merkittäväksi.

Jos markkinamekanismi määrittäisi yritysarvon systemaattisesti ali- tai ylihintaiseksi, olisi sillä vaikutusta osakkaan taloudelliseen asemaan yritysjärjestelytilanteen jälkeen. Sen sijaan tilanteessa, jossa todennäköisyys sille, että yrityksen osakkeen viimeisin markkinahinta osuisi yhtä todennäköisesti ”oikean yritysarvon” ala- tai yläpuolelle, perustelisi pörssikurssin hyväksymistä käyvän arvon osoittajana.¹⁸⁸ Osakemarkkinoilla on siis havaittu tutkimusten avulla sijoittajien taipumus ylireagointiin sekä nousuissa että laskuissa.¹⁸⁹ Näin ollen on jopa todennäköistä, että osakkeen hetkellinen markkinahinta arvopaperipörssissä on altistunut behavioristisen rahoituksen tunnustamalle sijoittajien mielialojen vaihtelulle. Hetkellinen markkinahinta ei ole siten aina täysin rationaalinen.

Osakeyhtiön omaisuuden tai toimintojen luovutuksessa ja omistusrakenteen muutostilanteessa on olennaista selvittää vähemmistön oikeussuojan kannalta riittävät menettelyt.¹⁹⁰ Sulautumisprosessissa on vaiheita, joissa erityisesti velkojien ja vähemmistöosakkaiden oikeuksien vaaliminen korostuu. Tämä ilmenee käytännössä esimerkiksi sulautumisvastikkeen määrän ja laadun neuvottelemisessa, koska sulautumisessa omaisuutta luovutetaan uudelle omistajalle erilaisin ehdoin ja menettelytavoin. Yhtiöoikeuden kannalta keskeiseksi ongelmaksi muodostuu siirtohinnoittelun käypähintainen ja oikea taso.¹⁹¹

¹⁸⁷ Mähönen, J. (2001): s. 733 ”Arvopaperipörssissä muodostunut hinta ei kuitenkaan ainakaan suoraan osoita koko yhtiön arvoa.”

¹⁸⁸ Fama, E. (1998): s. 304 ”Evidence does not suggest that market efficiency should be abandoned. Consistent with the market efficiency hypothesis that the anomalies are chance results, apparent overreaction of stock prices to information is about as common as underreaction”.

¹⁸⁹ De Bondt, W, Thaler, R. (1985): s. 2

¹⁹⁰ Immonen, R. (2000): s. 5

¹⁹¹ Immonen, R. (2000): s. 40

Empiiriset havainnot osoittavat, että vastaanottavien yhtiöiden tuottokehitys on ollut järjestelmällisesti markkinoiden keskiarvoa heikompaa sulautumisen jälkeen.¹⁹²

Sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden arvojen määrittäminen vaikuttaa aina suoraan luovuttavan yksikön ja sen omistajien taloudelliseen asemaan. Jos yrityksen liiketoimintoja luovutetaan esimerkiksi selvästi alle niiden todellisen tulonmuodostuspotentiaalin, kärsivät kohdeyhtiön osakkeenomistajat sijoituksensa arvonlaskun aliarvostuksen suhteessa. Koska vähemmistö-sijoitus julkiseen osakeyhtiöön on lähtökohtaisesti taloudellinen hanke, on riski hyvin olennainen tarkastelussa. OYL:n periaatteellinen lähtökohta on se, että fuusiovastikkeesta voidaan määrätä hyvin monipuolisesti.¹⁹³ Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että osakkeenomistajat voivat yksimielisinä päättää vastikkeesta haluamallaan tavalla, kunhan kaikkia osakkeenomistajia kohdellaan menettelyssä yhdenvertaisesti.

Osakkaan osuus yhtiöstä ja sen nettovarallisuudesta saattavat pienentyä sulautumispäätöksen myötä.¹⁹⁴ Taloudellisessa mielessä fuusiovastikkeessa on kyse varallisuuden siirrosta kahden eri yhtiön osakasryhmien välillä, mikä muodostaa riskin molempien yhtiöiden vähemmistöosakkaille. Sulautumisen ehdot vastikkeen osalta määrittävät sen, saavatko sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat pienemmän vai suuremman vastikkeen kuin sulautuvan yhtiön tulonmuodostuksen osuus tulee olemaan fuusiossa syntyvässä uudessa kokonaisuudessa. Vastaavasti vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajien osuus uudesta yhtiökokonaisuudesta muodostuu joko suuremmaksi tai pienemmäksi riippuen sulautuvan yhtiön osakkaille tarjottavan sulautumisvastikkeen määrästä ja laadusta. Näin ollen voidaan esittää, että sulautumisvastike määrittää sen, hyötykö fuusion toinen osapuoli toisen kustannuksella.

6.3 Uusi yhtiöjärjestys kombinaatiosulautumisen kautta

OYL 3:6 § antaa mahdollisuuden rajoittaa oikeutta hankkia osakkeita vain yhtiöjärjestykseen otettavilla lunastus- (OYL 3:7 §) ja suostumuslausekkeilla (OYL 3:8 §). Edeltävä on määräys, joka antaa yhtiön osakkaalle tai muulle henkilölle oikeuden lunastaa muulta omistajalta kuin yhtiöltä itseltään toiselle osapuolelle siirtyvän osakkeen.

¹⁹² Asquith, P. (1983): s. 52

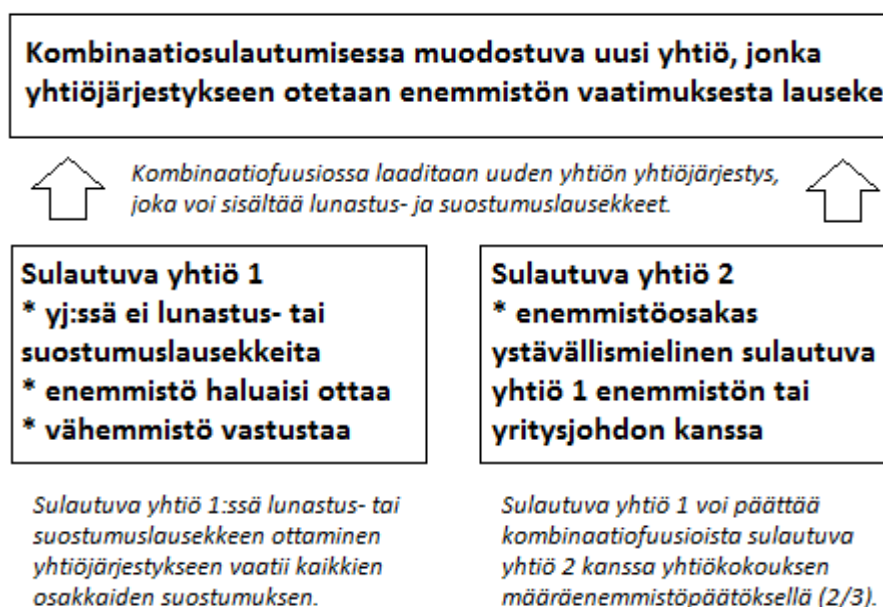
¹⁹³ Immonen, R. (2000): s. 66

¹⁹⁴ Kaisanlahti, T. (2000): s. 90

Enemmistön kannalta tämä tarkoittaa käytännössä mahdollisuutta valikoida, millaisia vähemmistöosakkaita yhtiön omistajakuntaan voi liittyä. Jälkimmäinen lauseke merkitsee sitä, että yhtiön osakkeen hankkimiseen tarvitaan yhtiön suostumus, jonka antaa lähtökohtaisesti osakeyhtiön hallitus.

OYL 5:29 §:n mukaan kaikilta osakkeenomistajilta on saatava suostumus yhtiöjärjestyksen muuttamiseen tietyissä tapauksissa.¹⁹⁵ Näitä ovat esimerkiksi lunastus- tai suostumuslausekkeen muuttaminen ja ottaminen. Sen sijaan edeltävät lausekkeet voidaan poistaa yhtiöjärjestyksestä kokonaan määränemmistöllä, mikä tarkoittaa päätöksen läpimenon edellyttävän vähintään kahta kolmasosaa yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.

OYL 5:27 §:n mukaan sulautumisesta päätetään yhtiökokouksessa määränemmistön tuella. Kuva 7 havainnollistaa kombinaatiofuusion kulkua esimerkkitalanteessa.



Kuva 7. Uusi yhtiöjärjestys kombinaatiosulautumisessa

Kuva 7 osoittaa, miten kombinaatiosulautumisessa kaksi tai useampia yhtiöitä sulautuu tätä tarkoitusta varten perustettuun uuteen yhtiöön. OYL 16:3 §:n mukaan kombinaatiosulautumisen yhteydessä laaditussa sulautumissuunnitelmassa tulee olla ehdotus perustettavan yhtiön yhtiöjärjestyksestä.

¹⁹⁵ Osakkeenomistajalta on saatava suostumus, kun oikeutta hänen osakkeensa hankkimiseen rajoitetaan ottamalla yhtiöjärjestykseen 3 luvun 7 §:ssä tarkoitettu lunastuslauseke tai 3 luvun 8 §:ssä tarkoitettu suostumuslauseke.

Näin ollen lainvoimainen kombinaatiosulautuminen tekee lopulta merkityksettömiksi sulautuvien yhtiöiden aiemmat yhtiöjärjestykset. Entisiin yhtiöjärjestyksiin on saattanut sisältyä vähemmistön kannalta merkityksellisiä lunastus- tai suostumuslausekkeita, joita ei ole voitu yksimielisinä muuttaa sulautuvassa yhtiössä. Toisaalta kyse on saattanut olla vaikeuksista ottaa yhtiöjärjestykseen kyseisiä lausekkeita, joita enemmistö on halunnut mutta vähemmistö vastustanut.

Kombinaatiosulautumisen hyväksyminen määräenemmistöllä ei edellytä kaikkien osakkaiden suostumusta, joten kyseinen fuusiomuoto mahdollistaa enemmistöosakkaan kannalta mieluisan uuden yhtiöjärjestyksen laatimisen syntyvään, uuteen vastaanottavaan yhtiöön. Lunastus- ja suostumuslausekkeiden avulla enemmistö voi pyrkiä siis esimerkiksi kontrolloimaan sitä, millaisia vähemmistöosakkaita yhtiössä jatkossa toimii. Käytännössä kombinaatiofuusion toinen sulautuva yhtiö voi olla enemmistöosakkaalle tai yritysjohdolle ystävällismielinen toimija. Lunastuksen ja suostumuksen osalta kyse voi olla myös enemmistöosakkaan mahdollisuudesta ottaa haltuun koko yhtiö lakisääteisiä menettelyjä vaivattomammin.

6.4 Osakkeiden vaihtosuhteen keinotekoinen määrittäminen

Sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden hallitusten laatimassa kirjallisessa sulautumissuunnitelmassa tulee esittää OYL 16:3 §:n mukainen ehdotus sulautumisvastikkeesta ja sen jakautumisesta ehtoineen. Vastaanottava yhtiö voi tarjota sulautumisvastikkeena OYL 16:1 §:n mukaan rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia. Kun vastikkeena tarjotaan vastaanottavan yhtiön (absorptio) tai kolmannen yhtiön (kolmikanta) osakkeita, muodostuu osakkeiden vaihtosuhteen määrittämisestä vähemmistönsuojan kannalta merkittävä vaihe.

Jos vastaanottava yhtiö tai sulautuvan yhtiön enemmistöosakas pyrkii eroon sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaista, on yhdenvertaisuusperiaatteen asettamin rajoituksin mahdollista esittää fuusiovastikkeeksi vastaanottavan yhtiön osakkeita sellaisella vaihtosuhteella, joka tosiasiallisesti karsii sulautuvan yhtiön pienimmät osakkeenomistajat uuden yhtiökokonaisuuden omistajakunnasta. Käytännössä vastaanottava yhtiö voi esimerkiksi ehdottaa, että kymmenellä sulautuvan yhtiön osakkeella saa yhden vastaanottavan yhtiön osakkeen, jolloin enintään yhdeksän osaketta hallussaan pitävät vähemmistöosakkaat saavat ainoastaan rahasuorituksen.

Näin ollen keinotekoisesti asetettu vaihtosuhte toimisi absorptio- ja kolmikantafuusioissa siten, että vähäinen määrä sulautuvan yhtiön osakkeita ei riittäisi yhteenkään vastaanottavan yhtiön osakkeeseen, jolloin sulautuvan yhtiön osakkeenomistajan lähtökohtainen oikeus jatkaa osakkuutta uudessa yhtiökokonaisuudessa tulisi loukatuksi.

Arvopaperipörssissä noteeratun julkisen osakeyhtiön osalta on mielenkiintoista pohtia, missä määrin vähemmistöosakkaan mahdollisuus ostaa vastaanottavan yhtiön osakkeita suoraan osakemarkkinoilta voidaan tulkita täyttävän yhdenvertaisuuden vaatimuksen. Käytännössä jälkimarkkinaoperaatio saattaa kuitenkin olla ongelmallinen, sillä erityisesti vähemmistöosakkaan absoluuttisesti pieni rahamääräinen toimeksianto osakeostoissa voi nostaa kaupankäyntikustannusten¹⁹⁶ suhteellisen osuuden merkittäväksi koko kauppasummaan nähden. Sekä OYL:a valmistelevalle aineistossa että oikeuskirjallisuudessa onkin johdonmukaisesti esitetty, että osakkeiden keinotekoinen vaihtosuhte tulee katsoa menettelyltään voimassa olevan lain vastaiseksi.¹⁹⁷ On myös selvää, että markkinoiden tarjoama mahdollisuus ostaa vastaanottavan yhtiön osakkeita jälkimarkkinoilta voidaan nähdä vähemmistönsuojana vain silloin, kun fuusiovastike on juuri vastaanottavan yhtiön osakkeita, eikä esimerkiksi kolmikantasulautumisessa annettavia kolmannen osapuolen listaamattomia arvopapereita.

Fuusiovastikkeen osalta osakkeiden vaihtosuhte on periaatteessa tahdonvaltaisesti määriteltävissä. Käytännössä vähemmistöosakkaiden suojan näkökulmasta korostuu kuitenkin yhdenvertaisuusperiaate ja sulautumisprosessiin yhdistettävä oletama siitä, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajalle tulisi lähtökohtaisesti tarjota osakkuuden jatkumista myös uudessa yhtiökokonaisuudessa.¹⁹⁸ Näin ollen fuusiovastikkeessa rahan perustuva maksu voisi konkretisoitua käytännössä vain tasuserän muodossa. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden osalta on oltava tarkkana myös silloin, kun fuusiovastikkeena tarjotaan muuta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita.¹⁹⁹

¹⁹⁶ Voidaan käyttää myös termiä transaktiokustannus.

¹⁹⁷ HE 109/2005: s. 146 ; Mähönen, J. Villa, S. (2006): s. 573

¹⁹⁸ Horttanainen, A. (2009): s. 1

¹⁹⁹ Horttanainen, A. (2009): s. 2

6.5 Drag-along- ja tag-along -lausekkeet

OYL:a käsittelevässä 3.1 kappaleessa esiteltyjen luovutusrajoitusten rinnalle ovat kehittyneet liike-elämässä niin sanotut *drag-along*- ja *tag-along* -lausekkeet, jotka poikkeavat toisistaan vähemmistönsuojan osalta. Kyseiset säännökset ovat yleistyneet erityisesti pääomasijoittajien keskuudessa.²⁰⁰ Lausekkeet voidaan sisällyttää osakassopimukseen tai yhtiöjärjestykseen.

Drag-along -lausekkeen turvin enemmistöosakas voi pakottaa myös vähemmistöosakkaat luopumaan osakeomistuksestaan enemmistöosakkaan myydessä omat osakkeensa kolmannelle osapuolelle. Säännös on omiaan parantamaan ainoastaan enemmistöosakkaan asemaa, sillä moni ostajakandidaatti kiinnostuu yrityshankinnasta vain saadessaan kerralla 100 %:n omistuksen kohteena olevassa yhtiössä. Sen sijaan tag-along -lauseke suojaa vähemmistöosakkaita antamalla heille oikeuden – mutta ei velvollisuutta – myydä osakkeensa enemmistöosakkaan luopuessa omistuksestaan. Tag-along -lausekkeen johdosta enemmistöosakkaalla on käytännössä velvollisuus ottaa myös vähemmistöosakkaat huomioon neuvotellessaan osakkeidensa myynnistä, mikä edistää yritysjärjestelytilanteessa vähemmistönsuojaa ja taloudellisen intressin toteutumista yhdenvertaisesti. Lausekkeiden hyväksyttävyyden puolesta on esitetty, että ne ennemminkin edistävät kuin rajoittavat osakevaihdantaa.²⁰¹

Edellä kuvatut lausekkeet voivat olla hyväksyttävissä, jos niiden ensisijaisena tarkoituksena on mieluummin edistää kuin rajoittaa osakkeiden vapaata vaihdantaa ja markkinoiden likviditeettiä.²⁰² Drag-along -lausekkeen hyväksyttävyyttä vastaan voidaan kuitenkin esittää, että OYL 18:1 §:n mukaan vähemmistöosakkaiden lunastamista koskeva säännös on vähemmistöosakkaan suojaksi pakottavaa oikeutta.

Toisaalta lausekkeen sallittavuuden puolesta on esitetty, että OYL 15:10 §:ssä tarkoitettujen lunastusmääräykset antavat osakkeenomistajalle mahdollisuuden sitoutua luovuttamaan osakkeensa yhtiölle.²⁰³ Drag-along -lauseke voi osoittautua sulautumisen kohdeyhtiön vähemmistölle erityisen vahingolliseksi käytännössä tytäryhtiöfuusiota edeltävässä vaiheessa, jossa vastaanottava yhtiö hankkii kohdeyhtiön koko osakekannan itselleen.

²⁰⁰ Pönkä, V. (2011): s. 95

²⁰¹ Pönkä, V. (2011): s. 95

²⁰² KKO 2005:122

²⁰³ Airaksinen, M., Pulkkinen, P. & Rasinaho, V. (2010): Osakeyhtiölaki I. s. 25

6.6 Valtio-omistajan patrioottisuus ja yhteiskunta-ajattelu

Valtionyhtiöllä tarkoitetaan julkisesti noteerattua osakeyhtiötä, jonka äänivaltaisesta osakekannasta yli puolet on valtio-omistajan hallussa. Kappaleessa 2.3 todettiin, että valtiolla on omistajaohjauksessaan myös poliittisia päämääriä, huoltovarmuuden turvaamista ja vaalikaudesta johtuvia päätöksentekovaikeuksia. Leimallista valtionyhtiöille on lisäksi se, että yhteiskunnan kannalta strategisiksi luokitellut osakeomistukset ovat yritysjärjestelyjen osalta eduskunnasta riippuvaisia. Kyseinen rajoite on huomattava, sillä valtion enemmistöomisteisessa yhtiössä esimerkiksi sulautumisprosessi tulee aina hyväksyttävä poliittisessa päätöksentekojärjestelmässä²⁰⁴, jos se aiheuttaa muutoksia valtio-omistajan määräysvalta-asemaan kohdeyhtiössä. Eduskunnan rooli sulautumisen puoltajana tai vastustajana on vähemmistöosakkaan kannalta riskitekijä, sillä poliittisiin tavoitteisiin sisältyy usein muitakin päämääriä kuin yritystoiminnan maksimaalinen taloudellinen kannattavuus.

Kappaleessa 2.4 määritellyn vähemmistöosakkaan keskeisin intressi osakeyhtiössä on sijoituksen arvonnousu taloudellisin mittarein. Näin ollen valtion osin erilaiset intressit aiheuttavat vähemmistöosakkaalle riskin siitä, että yhtiö vetäytyy puhtaasti taloudellisin perustein arvioituna järkevästä liiketoimintajärjestelystä poliittisen linjanvedon vuoksi. Vastaavasti riski muodostuu myös siitä, että valtio-omistaja voi pyrkiä sulauttamaan yhtiön toisen markkinatoimijan kanssa vaatimattomin taloudellisin tuotto-odotuksin esimerkiksi vetoamalla alueelliseen työllistämiseen.²⁰⁵

Vähemmistöosakkaan kannalta valtio-omistaja on julkisen osakeyhtiön enemmistöomistajana yksittäisistä omistajuuden tyypeistä riskipitoisin, sillä valtion opportunistisen toiminnan takana on lakisääteinen tausta.²⁰⁶ Näin ollen voidaankin aiheellisesti kysyä, mitä valtionyhtiöt tekevät arvopaperipörssissä. Toisaalta vähemmistönsuojan puolesta on kuitenkin esitetty, että piensijoittajat voivat etukäteisesti huomioida enemmistöomistajan aiheuttaman riskin markkinoilla osakkeen tuottovaatimuksessa eli tarjoamassaan osakekohtaisessa ostohinnassa.²⁰⁷

²⁰⁴ Laki valtionyhtiöistä 1368/2007

²⁰⁵ Valtion omistajaohjauksesta vastaava ministeri Heidi Hautala kommentoi Outokumpu Oyj:n ja ThyssynKruppin Inoxumin fuusiota Yle Uutisille seuraavasti: ”Tällä järjestelyllä perinteinen suomalainen teollisuusyhtiö nousee maailman johtavaksi toimijaksi. Samalla parannetaan yhtiön edellytyksiä tuottaa terästä Suomessa ja Torniossa”. (1.2.2012)

²⁰⁶ Laki huoltovarmuuden turvaamisesta (1390/1992) ; Laki valtionyhtiöistä 1368/2007

²⁰⁷ Kaisanlahti, T. (2000): s. 85-87 ; Käytännössä kyse on korkeammasta diskonttokorosta DCF-mallissa.

Tämä ei kuitenkaan poista valtio-omistajan vähemmistölle fuusiossa aiheuttamaa riskiä, jos valtion hallitsee osakkeiden enemmistöä sulautumisprosessin vastaanottavassa yhtiössä, jonka osakkaiksi sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaat päätyvät.

6.7 Torjuntafuusio enemmistöosakkaan intressien turvaamiseksi

Lojaliteettivelvollisuuden yhteydessä on viitattu *entire fairness* –standardiin.²⁰⁸

Säännöksen perusteella tuomioistuimet ovat tutkineet yritystoiminnassa tehtyjen päätösten oikeudenmukaisuutta yhtiön kaikille osakkeenomistajille, kun käsillä on ollut päätöksentekijän henkilökohtainen intressi tai muu merkittävä puute objektiivisesti arvioitavassa päätöksentekoprosessissa.

Yhtiön liiketoiminta ja enemmistöosakas voivat kohdata rahoitusvaikeuksia samanaikaisesti. Mikäli yhtiön kannattavuus on huono ja rahoitusasema heikko, on yhtiön markkina-arvon kehitys yleensä taantuva. Tällöin paremman rahoitusaseman omaavat yhtiöt tai sijoittajat saattavat pyrkiä yritysvaltaukseseen, minkä seurauksena yhtiön toiminnan strateginen suunta ja toimiva johto saattaisivat vaihtua.

Enemmistöosakkaan, jonka taloudelliset resurssit eivät ole riittävät ylläpitämään yhtiön itsenäistä rahoitusasemaa liudentamatta samalla enemmistöomistusta, intressiksi saattaa muodostua yhtiön sulauttaminen absorptio- tai kombinaatiofuusion muodossa toiseen yhtiöön. Kyseinen enemmistöomistajalle ystävällismielinen yhtiö toimisi siten suojana yritysvaltaukselta, jossa kohdeyhtiön osakkeenomistajat saisivat mahdollisesti rahasuorituksen yhtiön osakekannan ostotarjouksen muodossa.

Viitaten julkisen osakeyhtiön vähemmistöosakkaan keskeiseen intressiin, on mahdollista, että yritysvaltauksen yhteydessä esitetyn ostotarjouksen hyväksyminen tuottaisi paremman lopputuloksen kuin torjuntafuusioon osallistuminen, kun tarkastelua suoritetaan puhtaasti taloudellisin perustein. Näin ollen enemmistöosakkaan valta-aseman suojaamispyrkimys voi merkitä vähemmistöosakkaalle selvää riskiä taloudellisten tuottojen menetyksestä tai ainakin maksimaalisen tuoton saavuttamatta jäämisestä.²⁰⁹

²⁰⁸ Savela, A. (2001): s. 28

²⁰⁹ Torjuntafuusio voi olla myös yritysjohtoon intressin mukaista, jos se turvaa esimerkiksi työn säilymistä.

On mielenkiintoista pohtia, voidaanko edellä kuvatulla tavalla toimivan enemmistöosakkaan vastuuta suhteessa vähemmistöosakkaaseen tarkastella entire fairness- standardiin perustuen, mikä ääritilanteessa tarkoittaisi vahingonkorvausperusteen syntymistä. Periaate asettaa myös rajoja vastaanottavan yhtiön johdon vastuulle ja velvollisuuksille. Tulkinta liittyy siihen, missä määrin toimiva johto on täyttänyt huolellisuuteen ja yhtiön edun valvomiseen liittyvät velvollisuutensa. Vähemmistönsuojan intressin kannalta valitettavan avoimeksi jää kuitenkin se, missä määrin yritysjohdolla on liiketoimintapäätösperiaate huomioiden mahdollista johtaa liiketoimintaa puhtaasti strategisesti, mikä voi tarkoittaa kasvuhankkeita omistaja-arvon kasvuun liittyvän ajattelun kustannuksella.

7 Yritysjohdon aiheuttamat fuusioriskit

7.1 Strateginen kohdeyhtiön osto ja sulauttaminen

Osakeyhtiön toimiva johto saattaa toimia liikkeenjohdossa korostuneen strategisesti. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön strategiaprosessissa syntynyttä visiota toteutetaan itseisarvoisesti. Tällöin esimerkiksi liiketoimintakauppojen ajoitus suhdannesyklissä ja kannattavuus maksetun kauppahinnan perusteella voivat olla merkitykseltään vähäisiä, kunhan järjestely on yhteensopiva yhtiön strategisten päämäärien kanssa. Strategisia mittapuita voivat olla esimerkiksi yhtiön markkina-asema, maantieteellinen peitto sekä myynnin ja asiakasmäärän kasvu.

Rahoitusteorian perusteella on kuitenkin selvää, että yhtiö voi luoda omistaja-arvoa vain silloin, kun yritysjärjestelyssä saadaan enemmän pääoman tuottona kuin maksetaan ulos pääoman kustannuksena. Edellä kuvattu korostuneen strateginen ajattelu voi hämärtää yritysjohton fokukselta luoda todellista omistaja-arvoa.²¹⁰ Aiemmissa luvuissa on todettu, että sulautumista edeltää usein yrityshankinta. Tämän osalta vähemmistöosakas kohtaa riskin siitä, että yritysjohto ostaa kohdeyhtiön osakekannan liian suurten toiveiden ja odotusten perusteella. Kyse on siis siitä, että yhtiön johto maksaa ostokohteesta liikaa suhteessa sen pitkän aikavälin arvontuottamispotentiaaliin.²¹¹

Tällöin vähemmistöosakkaan suojana on liiketoimintapäätösperiaate, joka kuvattiin tutkielman kappaleessa 4.1.4. Äärimmäisessä tapauksessa arvopaperipörssissä noteerattu yhtiö voi ottaa strategiakseen suoraviivaisesti vain omistaja-arvon kasvattamisen.²¹²

²¹⁰ Todellisella omistaja-arvolla tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että yhteen osakkeeseen kohdistuva arvo ei välttämättä kasva lainkaan, vaikka yhtiön absoluuttinen koko kasvaisi liikevaihdolla tai tuloksella mitattuna. Olennaista on siis se, paljonko ja millä rahoitusmuodolla kasvusta on maksettu.

²¹¹ Yritysjohto voi täyttää huolellisuusveloitteensa esimerkiksi liiketoimintapäätösperiaatteen kautta.

²¹² Sampo Oyj mainitsee sijoittajasivuillaan, että ”Sampo-konserni pyrkii luomaan omistaja-arvoa. Arvoa luovat tehokkaat ja erittäin kannattavat liiketoiminnot ja sijoitukset tilanteissa, joissa tuottopotentialin arvioidaan olevan korkea ja riskien hallittavissa. Osakkeenomistajat hyötyvät syntyvästä arvonnoususta korkean ja vakaan osinkotuoton muodossa.”

7.2 Johdolle suunnatut kannustinjärjestelmät

Tuloksellisuus ja kannattavuuden taso ovat yritystoiminnassa menestyksen mittareita. Pitkällä aikavälillä vahvistuva nettotuloskehitys mahdollistaa yrityksen osakkeenomistajille kansantaloudellisen suhdannesyklin yli kasvavan voitonjaon osinkoina. Jo keskipitkällä aikavälillä osinkosumman kasvu on selvästi sidoksissa julkisen osakeyhtiön arvonnousuun arvopaperimarkkinoilla.²¹³ Osakkeenomistajilla on siten motiivi kannustaa yritysjohtoa nettotulosta parantaviin suorituksiin.²¹⁴ Kappaleessa 4.4 esitetty hyvä hallintotapa tähtää yhtiön omistajien ja toimivan johdon intressien yhteen sovittamiseen erilaisten kannustinjärjestelmien tuella.

Palkitsemisjärjestelmille on ominaista se, että yhtiön johdolle laaditaan

- a) Ennalta määritellyt tavoitetasot
- b) Valikoiduille liiketoiminnan kehityksen mittareille ja
- c) Tietyille ennalta määritellylle ajanjaksolle.

Näin ollen kannustinjärjestelmät voivat muodostua hyvin monimuotoisesti.

Käytännössä ennalta määritellyt tavoitetasot saattavat sisältää oletuksen siitä, että valikoitua liiketoiminnan kehityksen mittaria tulee parantaa lähtötasoon nähden esimerkiksi tietyllä suhteellisella prosenttimäärällä, joka pystytään laskemaan esimerkiksi sijoittajien vuotuisesta tuottovaatimuksesta. Kyseinen palkitsemisen pohjana käytettävä liiketoiminnan indikaattori voi olla esimerkiksi yrityksen nettotulos, kassavirta, osakekurssi, kirjanpidollinen pääoman tuotto, myynnin kehitys, osakekohtainen tulos tai jokin muu, esimerkiksi laadullinen mittari. Ennalta määritellyn ajanjakson osalta on selvää, että kannustinohjelman aikahorisonttia ei voida asettaa liian pitkäksi, jotta yritysjohtoa voidaan sitouttaa motivoituneesti.

Valitettavasti lyhyen tai korkeintaan keskipitkän aikavälin tuloksellisuuteen keskittyvät kannustimet voivat aiheuttaa intressiristiriidan yhtiön pitkän aikavälin kehityksen

²¹³ Tämä perustuu amerikkalaisen ekonomisti Myron Gordonin kehittämään malliin, jossa osakkeen tuotto-odotus saadaan laskettua nykyisen osinkotuotto-prosentin ja tulevien osinkojen keskimääräisen kasvuprosentin summana. Näin ollen osinkosumman kasvu välittyy yhtiön markkina-arvon kasvuun.

²¹⁴ KKO 19/2009: ”Osingonjako merkitsee yhtiön edellisiltä tilikausilta kertyneen voiton jakamista osakkeenomistajille. Osakkeen markkinahintaan vaikuttavat erilaiset tulevaisuuden odotukset, kuten mahdollisen osingon suuruus.” Tällöin taustaoletuksena on se, että osinko on osuus yhtiön tuloksesta.

kanssa.²¹⁵ On mahdollista, että yritysjohto maksimoi oman kannustinjärjestelmänsä taloudellista hyötyä tekemällä päätöksiä, jotka parantavat valikoituja indikaattoreita keinotekoisesti ja ainoastaan lyhyellä aikavälillä.²¹⁶

Näin ollen yrityksen osakkeenomistajat maksavat lopulta johdon muuttuvan kompensaaion saamatta kuitenkaan todellista hyötyä yrityksen tulospotentiaalin tosiasiallisena kehittymisenä.

Kannustinjärjestelmät voivat toimia yritysjohdolle myös motiivina edistää fuusioneuvotteluja. Tämä korostuu erityisesti silloin, kun valikoidut liiketoiminnan kehityksen mittarit liittyvät esimerkiksi yrityksen myynnin määrään, osakekohtaiseen tulokseen, henkilöstömäärään tai toiminta-alueen laajentamiseen. Vähemmistöosakkaan taloudellisten intressien näkökulmasta edellä mainituilla indikaattoreilla ei kuitenkaan ole suoraa yhteyttä yrityksen omistaja-arvon kasvuun, joka on viime kädessä rationaalisen vähemmistöosakkaan keskeisin päämäärä. Yritysjohdolla on kuitenkin motiivi kasvattaa esimerkiksi yhtiön osakekohtaista tulosta tai liikevaihtoa fuusiohankkeen kautta, jos rakennejärjestelyn rahoituksellisia kustannuksia ei oteta huomioon johdon palkitsemisessa.

Osakkeenomistajan kannalta on siten olennaista, että yritysjohton muuttuva kompensatio on sidottu yrityksen omistaja-arvon kehitykseen. Fuusio voi siis tuhota yrityksen osakkeenomistajien varallisuutta, jos yritysjohto suostuu omien kannustimiensa innoittamana maksamaan kohdeyhtiöstä ylisuuren kauppahinnan vain maksimoidakseen tiettyjä liiketoiminnan mittareita. Yritysjärjestelyt ovat osakkeenomistajan näkökulmasta kannattavia vain silloin, kun hankkeen tuotot ylittävät sen kustannukset diskonttokorko ja rahan aika-arvo huomioiden. Kyseinen lähestymistapa tulisi siis huomioida myös johdolle suunnatuissa insentiiveissä.

²¹⁵ Lyhyen aikavälin voiton maksimointia voidaan kuvata myös termillä ”earnings management”.

²¹⁶ Lainvastaisuuden arvioinnissa tulee harkittavaksi yhtiön toiminnan tarkoitusta koskeva periaate.

7.3 Tiedonanto- ja huolellisuusvelvoitteiden laiminlyönti

Osakkeenomistajien ja johdon välistä tiedon asymmetriaa voidaan paikata erilaisilla tiedonantovelvollisuuksilla. Myös edellä mainittujen tahojen välistä intressiristiriitaa pyritään vähentämään monin tavoin: palkitsemisjärjestelmillä, huolellisuusvelvollisuudella ja osakkeenomistajien kollektiivisella mahdollisuudella vaihtaa yhtiön toimiva johto.

Yritysjärjestelyssä on vähemmistön kannalta olennaista, millaisin ehdoin sulautuminen toteutetaan. Ehtojen omistaja-arvon kasvattamisen mukainen neuvottelutaktiikka ja edistymisestä tiedottaminen ovat avainasioita, joiden kautta vähemmistöosakas voi arvioida fuusion taloudellista kannattavuutta ja sopivuutta omaan sijoitusportfolioonsa. Ilman oikeaa, riittävää ja merkityksellistä tietoa vähemmistölle ei muodostu oikea-aikaista mahdollisuutta tehdä sijoitustoimintansa kannalta tärkeitä ratkaisuja.

Vähemmistönsuoja on siten mahdollista nähdä kattavan tiedonsaannin näkökulmasta siten, että osakkeenomistaja voi ennakkotietojen perusteella päättää osakkeidensa mynnistä ennen fuusiohankkeen lopullista päätöstä. Yritysjohdon tulee siis antaa fuusioprosessin aikana riittävästi avointa tietoa arvopaperin arvoon mahdollisesti vaikuttavista yksityiskohdista. Osaltaan vähemmistönsuojana toimii tältä osin OYL 5:25 §:ään perustuva osakkeenomistajan kyselyoikeus.

Yritysjohdon tulee täyttää fuusioprosessissa *liiketoimintapäätösperiaatteen* asettamat vaatimukset, joita ovat toimiminen hyvässä uskossa, rehellisesti, riittävien tietojen varassa ja yhtiön etua parhaiten edustavalla tavalla. Käytännössä yhtiön hallituksen jäsenet voivat täyttää periaatteen mukaiset velvollisuutensa ja vapautua vastuusta, jos

- a) Käsillä ei ole hallituksen jäsenen itsensä kanssa tehtävä oikeustoimi, tai hallituksen jäsenen henkilökohtaisiin intresseihin merkittävästi vaikuttava sopimuskokonaisuus
- b) Hallitus ottaa asian käsiteltäväkseen ja tekee lopullisen ratkaisun
- c) Hallituksen jäsenet hankkivat päätöksentekoa varten asianmukaiset tiedot ja
- d) Hallituksen työskentelytavat ja ratkaisun sisältö eivät ole täysin epärationaalisia.

On selvää, että kyseisten velvollisuuksien laiminlyönti aiheuttaa vähemmistölle taloudellisen arvonmenetyksen riskin.

Informaation saatavuuden kautta osakkeenomistaja pystyy kuitenkin itse arvioimaan riskien realisoitumisen todennäköisyyksiä paremmin kuin tilanteessa, jossa yritysjohto ei tiedottaisi fuusiosta markkinoille lainkaan. Huolellisuuteen liittyvää velvollisuutta voidaan mahdollisesti laajentaa liiketoimintaan alituisesti liittyvään riskiin perustuen. Tämä tarkoittaa sitä, että yritysjohton tulisi fuusioprosessin kannattavuuslaskennassa huomioida riittävä turvamarginaali (*margin of safety*²¹⁷) epävarmojen muuttujien varalle. Ilman marginaalia fuusion taloudellinen lopputulos muodostuu vähemmistöosakkaan kannalta sitä heikommaksi, mitä enemmän integraatioon ja uuden yhtiökokonaisuuden tulevaisuuteen liittyy odottamattomia käänteitä. Rationaalinen yritysjohto ottaa mahdolliset vaikeudet huomioon fuusion kustannuslaskennassa ja myös viestii niistä osakkeenomistajille.

²¹⁷ Periaate ei takaa onnistunutta investointia, mutta laskee huonon sijoituksen riskiä. Tämä perustuu siihen, että rationaalinen yritysjohto laskee investointilaskelmissaan tuotto-odotuksen konservatiivisesti.

8 Johtopäätökset

Nykyinen osakeyhtiölaki astui voimaan syyskuussa 2006. Lain esitöiden mukaan uudistettu laki pyrkii tarjoamaan osakeyhtiölle VOYL:a paremmat toimintamahdollisuudet ilman velkojien ja vähemmistöosakkaiden suojan heikentymistä. Osakeyhtiöllä on edellä mainittuun viitaten useita sidosryhmiä, jotka esiteltiin tutkielman 2 luvussa. Sopimusverkkoon pohjautuvan ajattelun perusteella on selvää, että omistaja-arvon luomisen ohella julkisen osakeyhtiön keskeisiä tehtäviä ovat tuotteiden ja palveluiden tuottaminen asiakkaille, yritys vastuun toteuttaminen yhteiskunnalle ja työpaikkojen tarjoaminen työntekijöille.

Tässä tutkielmassa tarkasteltiin fuusioriskejä vähemmistön näkökulmasta. Päämies-agentti –suhteiden kuvauksen perusteella on ilmeistä, että vähemmistöosakkaat ovat erityisen haavoittuvaisia sekä yritysjohdon että enemmistöosakkaan toiminnalle. Kyseisissä suhteissa päämieheksi katsotaan se osapuoli, jonka etu ja hyöty riippuvat agentiksi kutsutun toisen osapuolen toiminnasta. Vähemmistöosakas on siis nähtävissä osakeyhtiössä lähtökohtaisesti päämieheksi.

Vähemmistöosakkaalle aiheutuvat uhkakuvat on mahdollista jakaa Tutkielman 6 ja 7 luvuissa esiteltyjen riskien perusteella seuraavasti.

- a) Dominoivan osakkeenomistajan oman edun äärimmäinen edistäminen
- b) Yritysjohdon opportunistinen toiminta liiketoimintapäätöksissä ja
- c) Edellä mainittujen yhdistelmä.

Koska yhtiökokouksen päätökset syntyvät fuusiotilanteessa määräenemmistöllä, liittyy prosessiin aina enemmistövallan väärinkäytön riski. Samalla periaatteella enemmistö voi myös päättää yritysjohdon koostumuksesta vähemmistöosakkaan tahdosta riippumatta.

Luvuissa 6 ja 7 havainnollistetut vähemmistön etua loukkaavat toimenpiteet osoittavat, että osakeyhtiöiden fuusio voi aiheuttaa puhtaasti taloudellisen intressin omaavalle vähemmistöomistajalle riskejä hyvin monimuotoisesti. Käytännön uhkakuvat muodostuvat sekä menettelyllisistä tekijöistä että huomattavista intressiristiriidoista osakeyhtiön eri sidosryhmien välillä.

Kuten tapausesimerkit osoittavat, on OYL:n keskeisillä periaatteilla oltava painava merkitys lain tulkinnassa, jotta vähemmistönsuojan taso muodostuu riittäväksi.

Kaikessa osakeyhtiössä tapahtuvassa päätöksenteossa on siis huomioitava OYL 1 luvun periaatteiden vaikutukset. Ilman periaatekeskeisyyttä yhtiön johto tai dominoiva osakkeenomistaja kykenee menettelytapojen puolesta toimimaan OYL 16 luvun lain kirjaimen mukaisesti aiheuttaen samalla vähemmistölle menetyksiä.

Yhdenvertaisuusperiaatteen lisäksi dominoivalle osakkeenomistajalle voidaan katsoa kuuluvan tiettyyn rajaan asti ulottuva lojaliteetti kaikkia vähemmistöosakkaita kohtaan. Kyseinen harkinnanvarainen ja tapauskohtainen velvollisuus asettaa myös rajoitteita dominoivan osakkeenomistajan opportunistiselle käyttäytymiselle yhtiökokouksessa.

Lunastaminen sisältää vähemmistölle menettelyllisiä ja määritelmällisiä riskejä.

Edeltäviin kuuluu esimerkiksi se, jos sulautumisesta päätetään useammassa kuin yhdessä yhtiökokouksessa. Jälkimmäisiin lukeutuu muun muassa se, miten osakkeen käypä hinta ja likviditeettipremio määräytyvät. Myös mahdolliset yhtiöjärjestysmääräykset ja osakkeiden tosiasiallisesti vähäinen vaihto voivat aiheuttaa riskejä.

Vähemmistöosakkaan puhtaasti taloudellisten intressien näkökulmasta katsottuna julkisen osakeyhtiön lunastushintaa ei tulisi automaattisesti estimoida fuusiota edeltävän ajankohdan pörssikurssin perusteella. Parempi vaihtoehto olisi esittää kysymys, paljonko sulautuvan yhtiön liiketoiminnan kautta on mahdollista nostaa rahaa yhtiön jäljellä olevana elinaikana.²¹⁸ Tässä yhteydessä tulisi huomioida ainakin se, että yhtiön kirjanpidolliset omaa pääomaa kuvaavat tunnusluvut eivät välttämättä kerro itsessään mitään liiketoiminnan ansaintakyvystä. Vastaanottavan yhtiön vähemmistön kannalta on tärkeää, että diskonttokorko huomioidaan arvonmäärityksessä rahan aika-arvotekijän kautta. Sulautumisvastikkeen käyvän hinnan määrittämisessä tulee lisäksi huomioida sulautuvan yhtiön osakkeen mahdollisesti heikko likviditeetti ja alhainen *free float* eli tosiasiallisesti jatkuvassa kaupankäynnissä olevien osakkeiden määrä ja osuus yhtiön koko osakekannasta. Myöskään ympäröivän markkinatilanteen aiheuttamaa ulkoisten olosuhteiden hintavääristymää ei pidä aliarvioida: koko arvopaperipörssissä noteerattu osakemarkkina voi olla markkinashokin seurauksena hetkellisesti ali- tai yliarvostettu suhteessa yhtiöiden kollektiiviseen kykyyn tuottaa omistaja-arvoa pitkällä tähtäimellä.

²¹⁸ Luonnollisesti myös sijoittajien tuottovaatimus tulee huomioida diskonttokorkona DCF-mallissa.

Kombinaatiosulautumisessa laaditaan uusi yhtiöjärjestys, joka saattaa sisältää enemmistön kannalta edullisia lunastus- ja suostumuslausekkeitä, joita ei aiemmassa sulautuvan yhtiön yhtiöjärjestyksessä ollut. Sulautumisprosessin laillisuuden arvioinnissa on tapauskohtaisesti kiinnitettävä huomiota OYL 1 luvussa esitettyyn yhtiön toiminnan tarkoitukseen. Jos sulautuvan yhtiön yhtiöjärjestyksessä ei ole toisin määrätty, tulee fuusiosuunnitelman taustalla olla objektiivisesti arvioiden riittävät taloudelliset perusteet. Fuusiohanke ei siten voi osoittautua vain muodollisesti päteväksi ilman osoitettavissa olevaa voiton tuottamisen näkökulmaa. Lähtökohtaisesti taloudellisten fuusiohyötyjen tulisi realisoitua yhtiölle ainakin pitkällä aikavälillä. Sopimus pohjainen lähestymistapa osakeyhtiöön organisaatiomallina merkitsee sitä, että yksittäinen osake edustaa osaa yhtiön omasta pääomasta, minkä ohella se sisältää korvamerkinnän yhtiön tuleviin tuottoihin.

Osakeyhtiön hallitus ei saa antaa yksittäiselle osakkeenomistajalle, rajatulle osakasryhmälle tai kolmannelle taholle epäoikeutettua etua itse yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Tältä osin esimerkiksi fuusiosuunnitelmassa laadittu osakkeiden keinotekoinen vaihtosuhte pienosakkaiden haitaksi on lainvastaista. Myös fuusion suunnan valitseminen voi osoittaa sen, että järjestelyn keskeisenä päämääränä on torjua vähemmistöosakkaiden mahdollisuus päästä uuden yhtiökokonaisuuden osakkeenomistajiksi.

Tahdonvaltaisuuteen liittyen on myös olennaista, että vähemmistönsuojaa parantavat tag-along –lausekkeet ovat tietyin rajoituksin tulkittavissa sallituiksi yhtiöjärjestyksen tai osakassopimuksen määräyksiksi. Sen sijaan drag-along –lausekkeen hyväksyttävyyteen tulee suhtautua kriittisesti vähemmistönsuojaa uhkaavana tekijänä.

Dominoivan osakkeenomistajan vastuuta suhteessa vähemmistöön tulee perustella OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleisen sopimusoikeudellisen lojaliteetin kautta. Myös *entire fairness* –standardilla on merkitystä arvioitaessa fuusiohyötyjen jakautumista. Fuusioriskien valossa on ilmeistä, että valtio-omistaja on enemmistön edustajana vähemmistöosakkaalle riskipitoisin yhtiökumppani. Valtion opportunistisen enemmistöpolitiikan takana ovat lait huoltovarmuuden turvaamisesta ja omistajaohjauksesta. Myös poliittisten päätöksentekijöiden vaihtuminen ja keskittyminen muihin päämääriin kuin taloudellisen lisäarvon tuottamiseen koituvat ongelmiksi.

Lisäksi taloudellisen voiton maksimointiin liittyviä perusteluita vailla olevaa torjuntafuusiota tulee tulkita lainvastaiseksi ilman osoitettavissa olevaa voiton tuottamisen näkökulmaa.²¹⁹

Liiketoiminnan uudelleen organisoimista voidaan lähestyä kysymyksellä, mitkä osakasryhmät hyötyvät järjestelyn tarjoamasta omistaja-arvon muutoksesta. Kyse on siis siitä, missä määrin osakeyhtiö voi osallistua yrityksen kokonaisarvoa lisääviin päätöksiin, joiden tuottama arvonnousu ei välttämättä jakaudu tasaisesti kaikkien osakkeenomistajien kesken.

Problematiikka kytkeytyy keskeisesti OYL 1:7 §:n mukaiseen yhdenvertaisuusperiaatteeseen. Kyseisen periaatteen näkökulmasta yritysjärjestelyiden tulisi saavuttaa yhdenvertaisuus osakkaiden keskinäisessä suhteessa siten, että osakekohtaisen tuotto-odotuksen tulisi vastata yhtiöön sijoitettua osakekohtaista pääomapanosta. Näin ollen fuusiohyötyjen tulee jakautua osakkeenomistajille osakeomistuksen mukaisessa suhteessa. Ajatus turvaa myös osakeyhtiömuodon toimivuutta pitkällä aikavälillä, sillä tuotto-odotusten poikkeamat suhteessa yhtiöön sijoitettuun pääomapanokseen laskevat muiden kuin yhtiön dominoivan omistajan tai yritysjohtajan lähipiirin halukkuutta ottaa osaa yhtiön toimintaan.

Fuusiossa sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaalla on kaksi vaihtoehtoa. Osakevastikkeen hyväksyvät sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat osuutensa mahdollisesta fuusiohyödystä vastaanottavan yhtiön mahdollisena arvonnousuna. Sen sijaan lunastusvaatimuksen esittäneille sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille realisoituu vain sulautuvan yhtiön arvo itsenäisenä yhtiönä käyvän hinnan perusteella. Hedelmällinen jatkotutkimuksen kohde olisi selvittää mahdollisuutta tarjota osto-optioita vastaanottavan yhtiön osakkeisiin osana lunastushintaa. Tällöin myös ne vähemmistöosakkaat, jotka eivät hyväksy fuusiovastiketta, saisivat mahdollisuuden hyötyä vastaanottavan yhtiön saavuttamista fuusiohyödyistä. Osto-optioiden kautta myös lunastushinnan vastaanottaneet osakkaat kokisivat yhdenvertaisuutta suhteessa niihin osakkeenomistajiin, jotka jatkavat osakkuuttaan uudessa yhtiökokonaisuudessa. Osakevaihdon hyväksyvät vähemmistöosakkaat nimittäin saavat fuusion mahdollisen taloudellisen hyödyn integraation ja tehostamistoimien jälkeen, siinä missä muut sulautuvan yhtiön vähemmistöosakkaat tyytyvät vain lunastushintaan.

²¹⁹ Fuusiohyötyjen voidaan olettaa realisoituvan liiketaloudellisesti ennakoitavissa olevana ajanjaksona.

Osto-optioita ei voida kuitenkaan perustellusti antaa lunastushinnan kylkiäisenä, vaan niiden soveltuvuutta tulisi arvioida osana lunastushintaa. Tällöin optiot toimisivat myös osaltaan ratkaisuvaihtoehtona kysymykseen siitä, missä määrin sulautuvan yhtiön käypää hintaa tulisi määrittää liiketoiminnan arvosta vastaanottavalle yhtiölle.

Yritysjohdon aiheuttamat fuusioriskit ovat tutkielman 7 luvun mukaan moninaisia. Huolellisuuteen liittyvien velvoitteiden näkökulmasta olisi olennaista, että toimiva johto kartoittaisi fuusiohankkeen vaihtoehtoiskustannuksen dokumentoidusti. Niin sanotun toiseksi parhaan vaihtoehdon selvittäminen ja fuusiohankkeen valinnan myötä ”menetettyjen tuottojen” laskeminen puoltaisivat sitä, että yritysjohto on täyttänyt OYL 1 luvun mukaisen johdon tehtävän.

OYL 1:8 § tulee siis ymmärtää johdolle asetettuna tavoitteena löytää osakkeenomistajan kannalta paras mahdollinen toimintavaihtoehto. Fuusio voi kuitenkin epäonnistua tai onnistua vaihtelevista syistä. Menestyksen mittapuuna tulee lähtökohtaisesti käyttää OYL 1:5 §:n mukaista yhtiön toiminnan tarkoitusta, joka on ensisijaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille, jos yhtiöjärjestyksestä ei muuta johdu. Myös yrityksen rahoitusteoriassa oletetaan, että yhtiöt maksimoivat omistaja-arvoa kasvattamalla tulevien voittojen diskontattua arvoa.²²⁰ Osakeyhtiön vähemmistöosuutta harkitseva sijoittaja kohtaa riskin siitä, että yritysjohto tai enemmistöosakas käyttää määräysvaltaansa hyötyäkseen vähemmistöosakkaan kustannuksella. Liiketaloudellisesti epätarkoituksenmukaiset päätökset voivat tulla lopulta arvioitaviksi OYL 1:8 §:n mukaisen johdon huolellisuusvelvollisuuden valossa.

Osakkeenomistajalla on keinoja Luvussa 7 esiteltyjen yritysjohtamisen aiheuttamien fuusioriskien välttämiseksi. Johdon kannustinjärjestelmien sitominen omistaja-arvon kasvuun muiden indikaattoreiden sijaan lähentää agentin ja päämiehen motiiveja yhtiön toiminnassa. Lisäksi osakkeenomistajan kohtaamat riskit pienenevät, jos yhtiön strategia on valjastettu omistaja-arvon maksimointiin, eikä esimerkiksi itseisarvoisiin kasvutavoitteisiin tai päämäärään valitun liiketoiminta-alan markkinajohtajuudesta hinnalla millä hyvänsä. On selvää, että yhtiön liiketoimintastrategian tulee olla voiton tuottamisen tarkoitukseen tähtäävä ja omistaja-arvon kasvua tukeva. Jokaisen fuusion hyödyn on siten oltava perusteltavissa myös puhtaasti taloudellisesta näkökulmasta, jos yhtiön toiminnan tarkoitus ei poikkea lain oletettasäännöksestä.

²²⁰ Rotemberg & Scharfstein (1990): s. 370

Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajaa suojaavat useat menettelytavat ja säännökset.

Kohdeyhtiössä sulautumisesta päättää yhtiökokous määräenemmistöllä. Toisaalta myös OYL:n keskeiset periaatteet vaikuttavat jokaisen päätöksen arviointiin yhtiössä.

Fuusiossa vähemmistöllä on myös mahdollisuus esittää osakkeistaan lunastusvaatimus, jonka avulla tarjoutuu tilaisuus irtautua yhtiön omistuksesta osakkeiden käypää hintaa vastaavasta korvauksesta. Tältä osin on kuitenkin huomattava, että lunastusvaatimuksen esittäminen on mahdollinen vain sulautuvan yhtiön osakkeenomistajalle.

Tytäryhtiön sulautumiseen ei kuitenkaan liity tarvetta fuusiovastikkeeseen, eikä sulautuvalla yhtiöllä ole osakkeenomistajia, jotka voisivat vaatia OYL 16:13 §:n perusteella lunastusta.²²¹ Sen sijaan vastaanottavassa yhtiössä vähemmistönsuoja liittyy OYL:n yleisiin periaatteisiin vetoamiseen ja vahingonkorvausvaatimuksen esittämiseen.

Kolmikantasulautumisen käytännön ongelmaksi muodostuvat EVL:n säännökset, joiden mukaan kolmikantasulautuminen ei ole veroneutraali. Näin ollen OYL:n mukaan suoritettavassa kolmikantasulautumisessa sulautuvan yhtiön katsotaan purkautuvan verotuksessa. Tällöin siirtyvä omaisuus arvostetaan verotuksessa käypään arvoon ja näin syntyvä voitto on veronalaista tuloa. Myös osakkeenomistajan verotuksessa kolmikantasulautumista käsitellään lähtökohtaisesti veronalaisena luovutustoimena. Osakkeiden keinotekoisien vaihtosuhteen myötä vastaanottavan yhtiön vähemmistöosakkaat päätyvät edustamaan suhteellisesti entistä pienempää vähemmistöä. Tällöin esimerkiksi eräiden OYL:n vähemmistönsuojien tosiasiallinen käyttäminen vaikeutuu, jos suojamekanismien soveltaminen edellyttää yhden kymmenesosan kannatusta osakkeenomistajien keskuudessa. Problematiikkaa on havaittavissa myös torjuntafuusiossa, jossa vastaanottavan yhtiön vähemmistöosakkaat kärsivät mahdollisesta taloudellisen tehottomuuden lisääntymisestä. Tämä on mahdollista silloin, kun fuusiojärjestelyn motiivit eivät ole puhtaasti liiketaloudelliset.

Yritysjohdon palkitsemisen ja huolellisuusvelvoitteen mittapuuksi on otettava osakkeenomistajan tuotto-odotuksen maksimoiminen omistaja-arvon kasvuna. Vain siten toimiva johto kiinnittää riittävästi huomiota myös fuusion kustannuksiin. Vähemmistönsuojan kannalta on lisäksi tärkeää, että yritysjohto viestii fuusiosuunnitelmasta oikea-aikaisesti tarjoamalla arvopaperin arvoon vaikuttavia merkityksellisiä tietoja.

²²¹ KHO 79/2010: ”...kun sulautuvan yhtiön osittain välillisesti ja osittain välittömästi omistanut X on jo omistanut vastaanottavan yhtiön koko osakekannan ja omistuksen jatkuvuus sulautumisen jälkeen on näin säilynyt, X:n kannalta ei ole ollut tarpeen saada vastaanottavan yhtiön osakkeita sulautumisvastikkeena.”

Informaation turvin vähemmistöosakas voi madaltaa omia fuusioriskejään harkintansa mukaan hajauttamalla sijoituksiaan muihin kohteisiin. Vähemmistöosakkaan perspektiivistä on tärkeää, että yritysjohtolta riistetään esimerkiksi myynnin ja osakekohtaisen tuloksen kasvuun sidotut kannustimet.

Osakkeenomistajien ja yritysjohton sekä enemmistö- ja vähemmistöosakkaiden välisten intressiristiriitojen kontrolli perustuu corporate governanceen, joka on OYL:iin ja itsesääntelyyn pohjautuva normikokonaisuus. Sääntelyn keskeisimpänä tarkoituksena on turvata yhtiön hallintomallin rakentuminen kaikkien osakkeenomistajien intressejä edistäväksi. Horisontaalisessa problematiikassa on viime kädessä kyse enemmistö- ja yhdenvertaisuusperiaatteiden keskinäisestä tulkinnasta. Tämän suhteen johtopäätöksiä on havainnollistettu enemmistöosakaskohtaisesti (Liite 1). Vastaavasti vertikaalisessa tarkastelussa ovat vastakkain johdon tehtävä ja yhtiön toiminnan tarkoitus. Esitettyyn viitaten tutkielman 3 luvussa esitettyjen periaatteiden tulkinta ulottuu kaikkeen osakeyhtiössä tapahtuvaan päätöksentekoon, fuusio mukaan lukien. Taulukko 1 kokoaa yhteen vähemmistölle aiheutuvat fuusioriskit keskeisissä oikeudellisissa sulautumisissa.

	Riski sulautuvassa yhtiössä	Riski vastaanottavassa yhtiössä
Absorptio	1) Osakkeiden keinotekoinen vaihtosuhte; -> vähemmistö ei pääse uuteen yhtiöön. 2) Fuusiovastikkeen määrä. 3) Lunastushinta.	1) Osakkeiden keinotekoinen vaihtosuhte; -> vähemmistö suhteessa aiempaakin pienempi. 2) Fuusiovastikkeen määrä. 3) Lunastushinta.
Kombinaatio	1) Uusi yhtiöjärjestys; -> aiempaa heikommät ehdot. 2) Torjuntafuusio; -> taloudellisen tehottomuuden kasvu. 3) Sulautuvien yhtiöiden keskinäinen arvonmääritys.	
Kolmikanta	1) Epälikvidi fuusiovastike; -> vaikeus realisoida käteiseksi tarvittaessa.	1) Fuusiovastikkeen määrä.
Tytäryhtiö	1) Osakekannan yrityskauppahinta; -> liiketoiminnan tosiasiallisen pitkän aikavälin ansaintakyvyn alittava osakkeiden yrityskauppahinta. 2) Drag-along -lauseke -> yrityshankinnassa ennen oikeudellista sulautumista.	1) Osakekannan yrityskauppahinta; -> jos vastaanottava yhtiö maksaa kohdeyhtiön osakekannasta ylihintaa suhteessa liiketoimintojen pitkän aikavälin voitontuottamiskykyyn, kärsivät osakkaat omistaja-arvon menetyksen.

Taulukko 1. Vähemmistön fuusioriskit oikeudellisissa sulautumisissa

Vähemmistön intressin riittävä suoja mahdollistuu vain OYL:n keskeisten periaatteiden vahvalla tulkinnalla päämiehen eduksi.

Lähdeluettelo

- af Schultén, G. (2003): Osakeyhtiölain kommentaari I. Jyväskylä. Gummerus Kirjapaino.
- af Schultén, G. (2004): Osakeyhtiölain kommentaari II. Jyväskylä. Gummerus Kirjapaino.
- Airaksinen, Pulkkinen, Rasinaho (2010): Osakeyhtiölaki II. Talentum. Helsinki. Kariston Kirjapaino Oy.
- Asquith, P. (1983): Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*. April version, Issue 1-4, Vol 11.
- Brealey, R. & Myers, S. (2003): *Principles of Corporate Finance*. Seventh edition. The McGraw & Hill Companies.
- Böckerman, P. (2004): Arvopaperimarkkinat suomalaisen palkansaajan näkökulmasta. Palkansaajien tutkimuslaitos. Työpapereita. Helsinki.
- Cheffins, B. (1997): *Company Law: Theory, Structure and Operation*. Oxford. Clarendon Press.
- De Bondt, W. & Thaler, R. (1985): Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*. Volume 40, Issue 3, Papers and proceedings of the 43rd Annual Meeting American Finance Association. Dallas, Texas.
- Fama, E. (1991): Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. Vol. XLVI. No. 5. December Edition.
- Fama, E. (1998): Market efficiency, Long-term Returns and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*. s. 283-306.
- Ferreira, M. Massa, M. Matos, P. (2007): Shareholders at the Gate? Cross-Country Evidence on the Role of Institutional Investors in Mergers and Acquisitions.
- Financial Reporting Council (2010): *The UK Corporate Governance Code*.
- Gilson, R. & Whitehead, K. (2007): *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*. Law and Econ. Working Paper No. 302 Columbia University Law School.
- Helminen, S. (2006): *Osakeyhtiön yhtiöjärjestys*. Helsinki. Karisto.
- HE 71/1974: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kauppaedustajista.
- HE 177/1995: Hallituksen esitys Eduskunnalle yritysjärjestelyjä koskevien elinkeinotulon verottamisesta annetun lain ja eräiden muiden lakien säännösten muuttamisesta.

HE 89/1996: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 109/2005: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölaiksi.

Honkamäki, T. Pennanen, M. (2010): Yritysjärjestelyjen käsikirja. Kirjanpito, verotus ja yhtiöoikeus. WSOYpro. Bookwell Oy. Juva.

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

Horttanainen, A. (2009): Sulautumisvastikkeen laatu. Keskuskauppakamari. Yrityskauppalautekunta. Lausunto 11.5.2009. YKL 3/2009.

Immonen, R. (2000): Yritysjärjestelyt – menettelyt ja verokohtelu. Gummerus Kirjapaino Oy. Lakimiesliiton Kustannus. Jyväskylä.

Immonen, R. Ossa, J. Villa, S. (2011): Osakeyhtiön pääoman hallinta. Talentum. Kariston Kirjapaino Oy. Hämeenlinna.

Jensen, C. & Meckling, W. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure.

Kaisanlahti, T. (2000): Tahdonvaltaisuus osakeyhtiösäädännön lähtökohtana – taloudellinen perusta ja rajoitukset. Osakeyhtiölain uudistamiseen liittyviä asiakirjoja. Oikeusministeriö.

Keskuskauppakamari (2010): Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi.

Kidwell, R. & Nygaard, A. (2010): The Dual-Agency Problem Reconsidered: A Strategic Deviance Perspective on the Franchise Form of Organizing. Working Paper. Norwegian School of Management.

Lehtinen, R. (2007): Katsaus kotitalouksien kokonaisvarallisuuden kehittymiseen. Työselosteita ja esitelmiä. Kuluttajatutkimuskeskus.

Leppämäki, M. (2003): Onko omistajuudella väliä? Kansantaloudellinen Aikakauskirja 3/2004.

Li, D. Moshirian, F. Kien Pham, P. Zein, J. (2004): When Financial Institutions are Large Shareholders – The Role of Macro Corporate Governance Environments. School of Banking and Finance. University of New South Wales.

Madden, T. Fehle, F. Fournier, S. (2006): Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding. University of South Carolina. Journal of the Academy of Marketing Science. Spring Edition Vol. 34 No. 2. s. 224-235.

Muukkonen, P. (1993): Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. Lakimies 7/1993.

Mähönen, J. (2000): Lojaliteettivelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus. Vantaa.

- Mähönen, J. (2001): Tulo ja pääoma - Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Helsinki.
- Mähönen, J. & Villa, S. (2006): Osakeyhtiö I, Yleiset opit. WSOYpro. Bookwell Oy. Porvoo.
- Mähönen J. & Villa S. (2009): Osakeyhtiö IV. Osakeyhtiö ja verotus. WSOYpro. Bookwell Oy. Juva.
- OECD (2004): Principles of Corporate Governance.
- Oikeusministeriön mietintö (OMTR 2003:4).
- Osakeyhtiölakityöryhmä. Oikeusministeriön työryhmämietintö (2003:4).
- Ostotarjousdirektiivi (2004/25/EC).
- Puttonen, V. (2004): Onko omistamisella väliä? Yliopistopaino. Taloustieto Oy.
- Pönkä, V. (2011): Johdatus osakeyhtiöoikeuteen. Forum Iuris. Unigrafia Oy. Yliopistopaino. Helsinki.
- Rajat ylittäviä sulautumisia koskeva direktiivi (2005/56/EY).
- Rotemberg, J. Scharfstein, D. (1990): Shareholder-Value Maximization and Product-Market Competition. The Review of Financial Studies, Vol. 3, No. 3, s. 367-391.
- Savela, A. (2001): Arvio osakeyhtiölain vahingonkorvaussääntelyn kehittämistarpeesta ja -mahdollisuuksista. Oikeusministeriön asiantuntija-arvio.
- Savela, A. (2006): Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Keuruu. Otavan Kirjapaino Oy.
- Siikarla, P. (2006): Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Yrityskirjat Oy. Helsinki.
- TEM (2011): Yrittäjyyskatsaus 2011. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja. Työ ja yrittäjyys. 34/2011.
- Sulautumisdirektiivi (2009/109/EY).
- The Economist (2012): Merger waves, state subsidies. May 18th.
- Tholkes, R. & Sederberg, C. (1990): Economies of Scale and Rural Schools. Research in Rural Education. Vol. 7. Nr. 1. University of Minnesota.
- Tolonen, H. (2000): Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet. Vantaa.
- Villa, S. (2003): Velkojan asema osakeyhtiössä. Kauppakaari Oy. Lakimiesliiton kustannus. Jyväskylä.

Wahlroos, B. (2012): Markkinat ja demokratia – loppu enemmistön tyrannialle.
Otava. Helsinki.

Liitteet

Omistaja	Sijoituksen intressi	Sijoituksen aikajänne	Riski vähemmistölle
Valtio-omistaja	Kotimainen omistus Huoltovarmuus Arvonnousu	Pitkä (mutta kyky sitoutua päätöksiin lyhyt)	Poliittiset päämäärät Vaalikausijattelu Patrioottisuus
Instituutio	Rakenejärjestelyt Arvonnousu	Keskipitkä	Passiivisuus Rahastonhoitajan liikkeenjohto-osaaminen
Kotitalous	Arvonnousu	Lyhyt/Keskipitkä/Pitkä	Edustaa vähemmistöä
Perhe	Omistuksen säilyttäminen suvulla Työpaikkojen pysyminen Arvonnousu	Pitkä	Sukukeskeisten intressien edistäminen Liikkeenjohdollinen osaamattomuus Varovaisuus
Teollinen toimija	Konsolidaatio Arvonnousu	Keskipitkä/Pitkä	Lyhyen tähtäimen yritysarvon minimointi (lunastaminen)
Non-profit organisaatio	Edistää tiettyä agenda Vakaa osinkovirta	Keskipitkä/Pitkä	Aatteellinen liikkeenjohto Omistaja-arvon tärkeys
Ulkomainen omistaja	Rakenejärjestelyt Arvonnousu	Lyhyt/Keskipitkä	Lyhytnäköinen voiton maksimointi Korkea riskitaso

Työntekijät	Työpaikat Arvonnousu	Lyhyt/Keskipitkä	Taloudellisesti tehottomat päätökset
Toimiva hallitus	Arvonnousu	Keskipitkä/Pitkä	Tiedonkulku Yritysjohdon suojeleminen
Toimiva johto	Arvonnousu	Keskipitkä/Pitkä	Tiedonkulku Opportunismi
Sulautuva yhtiö itse	Voitonjako Johdon palkitseminen	Lyhyt/Keskipitkä	Osakkeiden ostaminen markkinoilta ylihintaan
Vastaanottava yhtiö	Nurkanvaltaus Konsolidaatio Arvonnousu	Keskipitkä/Pitkä	Yritysarvon tilapäinen minimointi (lunastaminen)

Läite 1. Vähemmistölle aiheutuvat fuusioriskit enemmistöosakaskohtaisesti

Aikavälit: Lyhyt (alle vuosi), keskipitkä (1 – 5 vuotta) ja pitkä (yli 5 vuotta)