SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 199

Matti J. Sillanpää

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus

Mit deutscher Zusammenfassung

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN
JULKAISUJA

A-sarja N:o 199

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 199

MATTI J. SILLANPÄÄ

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus

Mit deutscher Zusammenfassung

HELSINKI 1994

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus

KIRJOITTANUT
MATTI J. SILLANPÄÄ
OIKEUSTIETEEN LISENSIAATTI,
KAUPPATIETEIDEN MAISTERI, VARATUOMARI

Yliopistollinen väitöskirja, joka Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi Calonian luentosalissa I lauantaina syyskuun 24 päivänä 1994 kello 12

SUOMALAINEN LAKIMIESYHDISTYS

© 1994 Suomalainen Lakimiesyhdistys
ja Matti J. Sillanpää

ISSN 0356-7206

ISBN 951-855-144-8
Verkkokirjan ISBN 978-951-855-666-7

Tekstinvalmistus: Magneettisesta tekstistä
Painaminen ja sidonta: Gummerus Kirjapaino Oy
Jyväskylä 1994

ALKUSANAT

Etsiessäni väitöskirjalle sopivaa tutkimusaihetta päätin, että aiheen tulee liittyä sijoittamiseen ja yhtiöoikeuteen, koska ne kiinnostivat minua. Päätökseen vaikutti myös se, että arvopaperimarkkinoiden toimintaa käsittelevän oikeudenalan tutkimukseen ei meillä ollut kohdistettu markkinoiden taloudellisen merkityksen edellyttämää mielenkiintoa. Erilaisia osakeyhtiölakiin ja arvopaperimarkkinalakiin liittyviä tutkimusaiheita selvitellessäni havaitsin, että julkiseen ostotarjoukseen liittyviä kysymyksiä oli tutkittu paljon ulkomailla, mutta ei juuri lainkaan Suomessa. Myös silloinen esimieheni, Turun kauppakorkeakoulun kauppaoikeuden professori *Pauli Koski* korosti uuden ja taloudellisesti merkittävän arvopaperimarkkinoihin liittyvän aiheen tutkimisen tarpeellisuutta. Jos olisi mahdollista, kiittäisin edesmennyttä professori Pauli Koskea siitä, että hän sai minut paneutumaan toden teolla tähän työhön ja auttoi lisäksi hyvien työskentelyolosuhteiden järjestämisessä.

Tässä yhteydessä haluan kiittää kaikkia, jotka ovat minua eri tavoin tukeneet. Erityisesti kiitän tutkimukseni ohjaajaa ja esitarkastajaa, professori *Allan Huttusta* saamistani monista syvälliseen oikeudelliseen asiantuntemukseen perustuvista neuvoista. Kiitän myös toista esitarkastajaa, professori *Risto Nuolimaata* kannustavasta suhtautumisesta työhöni sekä lupautumisesta vastaväittäjäkseni. Lisäksi kiitän kolmantena esitarkastajana toiminutta professori *Kirsti Rissasta* 1980-luvun lopulla käymistämme tutkimusaiheen valintaan liittyvistä keskusteluista ja työn viimeistelyvaiheessa saamistani arvokkaista neuvoista.

Monista muutoin työtäni edistäneistä henkilöistä mainitsen kauppaoikeuden professori (emeritus) *Aimo O. Aaltosen* sekä 1980-luvun alkupuolella vt. professorina toimineen, nykyisen oikeusneuvos *Antero Palajan.* He vaikuttivat osaltaan siihen, että kiinnostuin oikeustieteestä.

Turun kauppakorkeakoulua kiitän hyvän tutkimusilmapiirin luomisesta ja riittävien resurssien antamisesta käyttööni. Kauppaoikeuden yksikön piirissä työskentelevistä kollegoistani mainitsen kiitollisuudella oikeustieteen tohtori *Raimo Immosen,* oikeustieteen kandidaatti, kauppatieteiden maisteri *Marjaana Helmisen* ja oikeustieteen kandidaatti, kauppatieteiden maisteri *Tuija Viinikka-Monthanin.* Erityisesti viimeksi mainittua kiitän käsikirjoitusteni lukemisesta ja niitä koskevista kriittisistä huomautuksista. Hyödyllisistä keskusteluista kiitoksen ansaitsevat myös

monet korkeakoulumme laskentatoimen ja kansantaloustieteen tutkijat. Lisäksi kiitän aina yhtä avuliasta kirjastosihteeri *Olavi Suomista* sekä yleisen taloustieteen laitoksen toimistohenkilökuntaa.

Saksankielisen tiivistelmän on kääntänyt Turun kauppakorkeakoulun saksan kielen lehtori, filosofian maisteri *Pertti Widén* ja yhteenveto-osan kieliasun on tarkastanut korkeakoulun suomen kielen opettaja, filosofian maisteri *Riitta Koskimies*.

Tutkimustyötäni ovat taloudellisesti edistäneet *Heikki ja Hilma Honkasen säätiö, Emil Aaltosen säätiö, Suomen arvopaperimarkkinoiden edistämissäätiö, Säästöpankkien tutkimussäätiö* ja *Aktiebolaget Börs' Stiftelse*, mistä esitän kiitokseni. Nämä apurahat ovat mahdollistaneet ajoittain lähes päätoimisen tutkimustyöhön paneutumisen. Lisäksi Turun kauppakorkeakoulun kauppaoikeuden yksikkö on tukenut työtäni matka-apurahoin. Näin olen voinut tehdä työn valmistumista nopeuttaneita kirjallisuuden hankinta- ja opintomatkoja Keski-Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin. *Suomalaista lakimiesyhdistystä* kiitän siitä, että se on lupautunut huolehtimaan teokseni saattamisesta markkinoiden arvioitavaksi.

Lopuksi kiitän vanhempiani, jotka ovat aina tukeneet minua monin tavoin. Kiitoksen myönteisestä suhtautumisesta työhöni ansaitsevat myös vaimoni, varatuomari *Auli Nuotio-Sillanpää* sekä lapsemme *Arto* ja *Suvi*.

Turussa 30. päivänä kesäkuuta 1994

Matti J. Sillanpää

TEOKSEN RAKENNE

Alkusanat V
Sisällys VIII
Lähteet XV
Lyhenteet LIV

1. Johdanto 1
2. Arvopaperimarkkinalain muutos 45
3. Arvopaperimarkkinat ja julkinen ostotarjous 67
4. Yhdenvertaisuusperiaate arvopaperimarkkinaoikeudessa 91
5. Loppupäätelmät 138

Artikkelit

1. Julkisesta ostotarjouksesta I 143
   Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin (Defensor Legis 1991 s. 662–699)
2. Julkisesta ostotarjouksesta II 183
   Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä (Defensor Legis 1992 s. 251–279)
3. Julkisesta ostotarjouksesta III 215
   Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä (Defensor Legis 1992 s. 643–674)
4. EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta 249
   (Lakimies 1992 s. 1105–1134)
5. Lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta 281
   (Lakimies 1993 s. 161–194)

Zusammenfassung 317
Asiahakemisto 339

SISÄLLYS

ALKUSANAT V
TEOKSEN RAKENNE VII
SISÄLLYS VIII
LÄHTEET XV
Kirjallisuus XV
Virallisluonteiset lähteet XLVI
LYHENTEET LI

1. JOHDANTO 1
1.1. Tutkimusaihe 1
1.1.1. Tutkimuskohde 1
1.1.2. Arvopaperimarkkinaoikeuden käsite 5
1.1.3. Julkisen ostotarjousmenettelyn sääntely 10
1.2. Tutkimustehtävä 15
1.2.1. Tutkimuksen tavoitteet 15
1.2.2. Teoksen jäsennys 18
1.2.3. Tutkimuksen rajaaminen 22
1.3. Tutkimusmenetelmät 24
1.3.1. Taloudellisten seikkojen vaikutus 24
1.3.2. Law and economics – talouspainotteinen oikeustiede 25
1.3.3. Yhtiöoikeus talouspainotteisen oikeustieteen näkökulmasta 30
1.4. Lähdeaineisto 32
1.4.1. Normilähteet 32
1.4.2. Muut lähteet 40

2. ARVOPAPERIMARKKINALAIN MUUTOS 45
2.1. Pääpiirteet 45
2.1.1. Yleistä 45
2.1.2. Muutosten yksityiskohdat 47
2.2. Ostotarjousta koskevat muutokset 49
2.2.1. Yhdenvertaisuusperiaatteen täsmentäminen 49
2.2.2. Tarjousasiakirja 51
2.2.3. Tarjousasiakirjan tarkastuttamisvelvollisuus 52

2.3. Lunastusvelvollisuuden sääntely 54
2.3.1. Lunastusvelvollisuuden aikaansaava omistusosuus 54
2.3.2. Lunastusmenettely ja lunastusvastike 57
2.3.3. Erityisten olosuhteiden vaikutus lunastusvastikkeeseen 59
2.3.4. Erilajisten osakkeiden lunastusvastike 62

3. ARVOPAPERIMARKKINAT JA JULKINEN OSTOTARJOUS 67
3.1. Arvopaperimarkkinat 67
3.1.1. Rahoitusmarkkinoiden osana 67
3.1.2. Markkinoiden rakenne 68
3.1.3. Arvopaperimarkkinoiden tehtävät 70
3.1.4. Osakemarkkinoiden vääristäminen 75
3.2. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvät tekijät 81
3.2.1. Yritysvaltausten edut ja haitat 81
3.2.2. Tarjouksen valmisteluun ja toteuttamiseen liittyvät tekijät 85

4. YHDENVERTAISUUSPERIAATE ARVOPAPERIMARKKINA-OIKEUDESSA 91
4.1. Yleistä 91
4.1.1. Yhtiöoikeudellinen sääntelyjärjestelmä 91
4.1.2. Yhdenvertaisuusperiaatteen taloudellinen sisältö 95
4.1.3. Oikeusvertailu 98
4.2. Yhtiöoikeuden kannalta 102
4.2.1. Yhdenvertaisuusperiaate ja yleislauseke 102
4.2.2. Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö 105
4.2.3. Yhdenvertaisuusperiaate yhtiön johdon kannalta 109
4.2.4. Yhdenvertaisuusperiaate osakkeenomistajien keskinäisissä suhteissa 113
4.3. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvät erityispiirteet 119
4.3.1. Arvopaperimarkkinalain mukainen yhdenvertaisuus 119
4.3.2. Tosiasiallinen julkinen ostotarjous 122
4.3.3. Toiminta yksissä tuumin osakkeenomistajan kanssa – acting in concert 124
4.3.4. Tarjouksen rahoituksen varmistaminen 129
4.4. Lunastusvelvollisuuden tiukentaminen 130
4.4.1. Lunastusvelvollisuusmääräys yhtiöjärjestyksessä 130
4.4.2. Lunastusvelvollisuussäännöksen tehostaminen 132

5. LOPPUPÄÄTELMÄT 138

ARTIKKELIT

[Artikkeli 1, Defensor Legis 1991 s. 662–699]

Julkisesta ostotarjouksesta I 143
Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin

I Yleistä 145
II Julkisen ostotarjouksen taloudellinen merkitys 149
III Eräistä aiheeseen liittyvistä peruskäsitteistä 154
IV Pohjoismaisten säännösten keskeinen sisältö 156
A. Ruotsin itsesääntelynormisto 156
B. Norjan lainsäädäntö 163
V Anglosaksisten säännösten erityispiirteistä 166
A. Englanti 166
B. Yhdysvallat 170
VI Keski-Eurooppalaisten säännösten erityispiirteistä 174
A. Ranska 174
B. Saksa 175
VII Euroopan Yhteisön 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus 176

[Artikkeli 2, Defensor Legis 1992 s. 251–279]

Julkisesta ostotarjouksesta II 183
Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä

VIII Arvopaperimarkkinalain 6 luvun valmisteluvaiheet 185
IX Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n soveltamisalasta 191
X Yhdenvertaisuusperiaatteesta tässä yhteydessä 198
A. Yleistä 198
B. Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisu ns. Företagsfinans-tapauksessa 202
XI Yhtäläiset tarjousehdot 205
A. Yleistä 205
B. Määrällisesti rajoitettu ostotarjous 207
C. Myyjän henkilöllisyyden vaikutus 210
D. Osakkeiden hankinta-ajankohdan vaikutus 212

[Artikkeli 3, Defensor Legis 1992 s. 643–674]

Julkisesta ostotarjouksesta III 215
Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä
XII Tiedonantovelvollisuudesta 217
A. Ostotarjouksessa annettavista tiedoista 217
B. Ostotarjouksen julkistamisesta 222
XIII Ehdollisesta ostotarjouksesta 227
A. Julkiseen ostotarjoukseen sisältyvistä ehdoista 227
B. Arvo-osuusjärjestelmästä 229
C. Tarjoukseen vastanneen suojaamisesta 232
XIV Lunastusvelvollisuuden luovasta omistusosuudesta 236
Lähteet 242

[Artikkeli 4, Lakimies 1992 s. 1105–1134]

EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta 249

1. Johdanto 251
2. Taustaksi 253
3. Julkisen ostotarjouksen sääntely muun yhtiölainsäädännön yhdenmukaistamisen osana 256
4. Direktiiviehdotuksen vaiheista 259
5. Direktiiviehdotuksen perusperiaatteet 264
5.1. Soveltamisala 264
5.2. Yleiset periaatteet 265
5.3. Lunastusvelvollisuus 268
5.4. Valvontaviranomainen 271
6. Tarjous 272
6.1. Tarjousasiakirja 272
6.2. Tarjouksen julkistaminen 273
6.3. Kilpaileva tarjous 274
6.4. Tarjouksen ehtojen muuttaminen 275
6.5. Tarjouksen peruuttaminen 275
7. Kohdeyhtiön toimintaa rajoittavat säännökset 276
Lähdeluettelo 277

[Artikkeli 5, Lakimies 1993 s. 161–194]

Lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta 281

1. Johdanto 283
   1.1. Arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännöksestä 283
   1.2. Lunastusvelvollisuussäännöksen tehokkuusongelmista 285
2. Osakkeen lunastuksesta 287
   2.1. Erilaisista lunastustilanteista osakeyhtiölaissa 287
   2.2. Vähemmistön osakkeiden lunastuksesta osakeyhtiölaissa 289
   2.3. Lunastushinnasta vähemmistön osakkeita lunastettaessa 291
3. Lunastusvelvollisuusmääräys yhtiöjärjestyksessä 293
   3.1. Yhtiöjärjestyksestä 293
   3.2. Lunastusvelvollisuus vähemmistönsuojasäännöksenä 295
   3.3. Lunastusvelvollisuussäännöksen tiukentamisesta 295
   3.4. Vertailua Tanskan ja Norjan osakeyhtiölakien säännöksiin 297
4. Lunastusvelvollisuusmääräyksen tehokkuudesta 298
   4.1. Yleistä 298
   4.2. Tiukennetun lunastusvelvollisuusmääräyksen sisällöstä 299
   4.3. Lunastus- tai suostumuslausekkeesta lunastusvelvollisuuden laiminlyönnin torjujana 301
5. Lunastusvelvollisuuden tehostamisesta äänivallan rajoituksella 304
   5.1. Yhtiöjärjestyksen äänestysrajoituksista 304
   5.2. Äänestysrajoituksen kytkemisestä lunastustarjoukseen 308
6. Äänivallan rajoituksista Yhdysvalloissa ja Ranskassa 309
7. Eri lunastustilanteiden keskinäisestä suhteesta 310

Lähdeluettelo 311

ZUSAMMENFASSUNG 317

ÜBERNAHMEANGEBOTE
Eine Kapitalmarktrechtliche Untersuchung

1. Einleitung 317
   1.1. Zum Thema 317
   1.2. Methodisches 318
2. Aufbau der Untersuchung 319
3. Wirtschaftliche Bedeutung 321

4. Rechtsvergleich ... 322
4.1. Großbritannien und USA ... 322
4.2. Frankreich und Deutschland ... 322
4.3. Skandinavien ... 323
5. Regelung des Kapitalmarktgesetzes für öffentliche Übernahmeangebote und Einlösungspflicht in Finnland ... 323
5.1. Entstehungsgeschichte der Regelung ... 323
5.2. Anwendungsbereich und Grundsatz der Gleichbehandlung ... 324
5.3. Informationspflicht ... 325
5.4. Bedingtes Angebot ... 325
6. Einlösungspflicht ... 326
7. Vorschlag für eine 13. EG-Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts ... 328
7.1. Hintergrund ... 328
7.2. Grundsätze des Richtlinienvorschlags ... 329
7.3. Zielgesellschaft ... 330
8. Über Verschärfung der Einlösungspflicht ... 330
8.1. Zielsetzungen ... 330
8.2. Über die Einlösung der Aktie ... 332
8.3. Einlösungspflichtbestimmung in der Satzung ... 332
8.4. Über Erzielung einer erhöhten Wirksamkeit der Einlösungspflichtbestimmung ... 334
9. Schlußfolgerungen ... 335

ASIAHAKEMISTO ... 339

LÄHTEET

Kirjallisuus

A

Aalto-Setälä, Iiro, Osakkaan lunastusvelvollisuudesta. Arvopaperi (ISSN 0782-6060) 4/1993 s. 18–19.

Aarbakke, Magnus, Mislighold i aksjeselskap. Festskrift till *Sjur Brækhus* 19. juni 1988. LOV, DOM OG BOK. Red. *Thor Falkanger.* Redaktionskommitté: *Kurt Grönfors, Allan Philip & Peter Wetterstein.* Oslo 1988: Universitetsforlaget (ISBN 82-00-02664-7), s. 603–614.

Aarnio, Aulis, Mitä lainoppi on? Helsinki 1978 (ISBN 951-30-4310-X).

Aarnio, Aulis, Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. Porvoo – Helsinki – Juva 1989 (ISBN 951-0-15493-8).

Aarnio, Aulis, Kansainvälinen yhdentyminen ja oikeuslähdeoppi. Euroopan integraatio ja Suomen oikeus. Toim. *Seppo Laakso.* Tampere 1991 (ISBN 951-44-2897-8), s. 73–90.

Alexander, Lord of Weedon, Q.C., Takeovers: The right way to regulate the market. The Economist (ISSN 0013-063X) September 23. 1989, s. 25–28.

Alexander, Lord of Weedon, Q.C., Takeovers: The Regulatory Scene. The Journal of Business Law (ISSN 0021-9460) 1990, s. 203–216.

Alhanko, Peter, Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag. Rättsvetenskapliga institutions skriftserie. Stockholm 1987: Handelshögskolan i Stockholm.

Andenas, Mads, The European Court of Justice and company law. EC Council and Commission, Take-over Directive. The Company Lawyer Digest (ISSN 0953-5012) 1993, s. 73–75.

Andenas, Mads, Future of the Take-over Directive. The Company Lawyer Digest (ISSN 0953-5012) 1993 s. 113–114.

Andenas, Mads, The future of EC company law harmonisation. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1994, s. 121–123.

Andenæs, Mads T. – Bjørland, Jan, Børsregler. Lover, forskrifter, uttalelser og vedtak, rundskriv og de relevante EF-direktivene på børs- og verdipapirrettens område. Oslo 1990: Universitetsforlaget (ISBN 82-00-21016-2).

Andenæs, Mads Henry, Sameier og selskaper. Sameier Ansvarlige selskaper Kommanditselskaper Partrederier. Oslo 1977: Bedriftsøkonomens Forlag (ISBN 82-7037-083-5) (*Andenæs,* Sameier).

Andenæs, Mads Henry, Aksjeselskapsrett. 2. utgave, Oslo 1992: Mads Henry Andenæs (ISBN 82-91064-01-6) (*Andenæs*).

Anderson, John – Keenan, Denis, The City Code: Is self-regulation the answer? Many fear, that in 1989, a voluntary City Code is too easy to ignore. Accountancy (ISSN 0001-4664) July 1989, s. 126–128.

Arvopaperiasioiden käsikirja. Toim. *Jarmo Rosenberg,* Lakimiesliiton Kustannus. *Jussi Tuomi – Ari Bergman – Leena Ruotsalainen – Pekka Liesto – Allan Eriksen – Timo Löyttyniemi – Esko Haavisto – Kaisa Vikkula – Hannu Vaajala.* Helsinki 1990 – joulukuu 1993 (jatkuvatäydenteinen) (ISBN 951-640-477-4).

Aspling, Lars, Den svenska värdepappersmarknaden. En översikt. En riskanalys. Internationella krav. Upplaga 1:1, Stockholm 1993: C.E. Fritzes AB (ISBN 91-38-50190-2).

Asquith, Paul, Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. Journal of Financial Economics (ISSN 0022-1082) 1983, s. 51–83.

Assmann, Heinz-Dieter, Directors' Duties and Liabilities in Transfer of Control under the Continental Legal Systems. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 268–293.

Assman, Heinz-Dieter, Der Entwurf eines schweizerischen Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel. Text des Entwurfes mit einer Einführung von Prof. *Alain Hirsch,* Genf, und einer Vorbemerkung von Prof. *Heinz-Dieter Assman,* Tübingen. Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1993 s. 410–420.

Assman, Heinz-Dieter – Bozenhardt, Friedrich, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und Zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten. *Assman, Heinz-Dieter – Basaldua, Nathalie – Bozenhardt, Friedrich – Peltzer, Martin,* Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 9. Berlin – New York 1990: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012311-8), s. 1–156.

Assman, Heinz-Dieter – Basaldua, Nathalie – Bozenhardt, Friedrich – Peltzer, Martin, Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 9. Berlin – New York 1990: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012311-8).

Astola, Tiina, Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990 (ISBN 951-640-475-8) (*Astola*).

Astola, Tiina, Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Tiivistelmä lausunnoista. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1990. Helsinki 1990 (ISBN 951-47-4232-X). (*Astola,* Tiivistelmä).

Augdahl, Per, Aktieselskapet efter norsk ret. Oslo 1926: Gyldendal Norsk Förlag.

Austenå, Torgeir, Løsningsrettigheter. Særlig om kontraktmessige forkjøps-, tilbuds- og kjøperettigheter til fast eiendom I–II. Institut for privatrett. Stensilserie Nr. 6, Oslo 1974: Universitetet i Oslo.

Austenå, Torgeir, Løsningsrettigheter. Forkjøps-, tilbuds- og kjøperett til fast eiendom. Drammen 1976: Universitetsforlaget (ISBN 82-00-01578-5).

B

Bale, Baard – Knudsen, Gudmund, Vedtektsfestet løsningsrett till aksjer (Aksjeloven § 3-3). *Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen,* Næringslivsjus – aktuelle problemstillinger. Redaksjonskomité: *Lars Arentz-Hansen, Even Wahr-Hansen, Einar Harboe.* Oslo 1991: Universitetsforlaget (ISBN 82-00-21321-8), s. 557–616.

Banker, Stephen M., Japan. International M&A Law. London 1991: Euromoney Publications (ISBN 1-85564-087-2), s. 264–274.

Barriers to takeovers in the European community, Volume 1–3. A study by Coopers & Lybrand for the DTI. London 1989: Her Majesty's Stationary Office.

Basaldua, Nathalie, Der Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet

des Gesellschaftsrechts über öffentliche Übernahmeangebote. *Assman, Heinz-Dieter – Basaldua, Nathalie – Bozenhardt, Friedrich – Peltzer, Martin,* Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 9. Berlin – New York 1990: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012311-8), s. 157–177.

Begg, David – Fischer, Stanley – Dornbusch, Rudiger, Economics. Third edition. Maidenhead, England 1991: Mc Graw-Hill Book Company Europe (ISBN 0-07-707245-6).

Benzie, R. S., Takeover activity in the 1980's. Bank of England Quarterly Bulletin (ISSN 0005-5166) 1989, s. 78–85.

Bergendal, Ragnar, Aktiebolagets författning och dess yttre rättsförhållanden enligt svensk rätt. Lund 1922: A.-B. Gleerupska universitets-bokhandeln.

Berger, Peter, The Proposed EC Takeover Directive: Balancing Investor Protection with the Need for Regulatory Flexibility. Journal of International Banking Law (ISSN 0267-937X) 1991, s. 11–27.

Bergman, Erik, Tvångsinlösen av aktier: Domarna visar på många oklarheter vid värderingen. Balans (ISSN 0346-8208) 5/1992, s. 20–24.

Bergman, Erik – Hellner, Peter, Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie. Stiftelsen för börsrätt. Skriftserien 3. Stockholm 1992: Juristförlaget JF AB (ISBN 91-7598-554-3).

Bergström, Clas – Högfeldt, Peter – Samuelsson, Per, Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt? Ekonomisk Debatt 1993 (ISSN 0345-2646), s. 133-145.

Bergström, Clas – Högfeldt, Peter – Samuelsson, Per, Om kravet på likabehandling av aktieägare. Tidsskrift for rettsvitenskap (ISSN 0040-7143) 1994, s. 117–165.

Bergström, Clas – Rydqvist, Kristian, Differentiated bids for voting and restricted voting shares in public tender offers. Journal of Banking and Finance (ISSN 0378-4266) 1992, s. 97–114.

Berkovitch, Elazar – Khanna, Naveen, How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers. The Journal of Finance (ISSN 0022-1082) 1990, s. 137–156.

Bhagat, Sanjai – Jefferis, Richard H., Voting power in the proxy process. Journal of Financial Economics (ISSN 0304-405X) 1991, s. 193–225.

Birke, Gunne, Bolagsordning i aktiebolag. Åttonde omarbetade upplagan, Stockholm 1993: Industriförbundet (ISBN 91-7176-197-7).

Bittner, Claudia, Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht. Die Verteidigung der Selbstregulierung durch den Panel on Takeovers and Mergers. Recht der Internationalen Wirtschaft – Betriebs-Berater International (ISSN 0340-7926) 1992, s. 182–189.

Black, Bernard S., Bidder Overpayment in Takeovers. Stanford Law Review (ISSN 0038-9765) 1989, s. 597–659.

Blomqvist, Matti, Euroopan integraation muutospaineet julkisesti noteeratuille suomalaisille yhtiöille. Helsingin yliopiston Lahden koulutuskeskuksen EY-asiantuntijakurssilla laadittu julkaisematon harjoitustyö. 1993.

Boemle, Max, Unternehmungsfinanzierung. Aussenfinanzierung, Innenfinanzierung, Umwandlung, Unternehmungszusammenschlüsse, Sanierung, Kapitalrückzahlung, Liquidation. 8. Auflage, Zürich 1990: Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes (ISBN 3-286-50018-6).

Booz Allen -raportti. Report to the Commission of the European Communities, DG XV B-2 Direction Général – Institutions Financieres et Droit des Sociétés, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community, Executive Summary. January 1990: Booz Allen Acquisitions Services.

Borrie, Sir Gordon, Merger Policy: Current Policy Concerns. Mergers and Merger Policy, Edited by *James A. Fairburn and John A. Kay.* Oxford 1989: Oxford University Press (ISBN 0-19-877285-8), s. 246–263.

Bos, Pierre – Stuyck, Jules – Wytinck, Peter, Concentration Control in the European Economic Community. With a section on economic aspects by *Derek Ridyard.* Language Editor *David Leibman.* London 1992: Graham & Trotman Limited (ISBN 1-85333-570-3).

Bozenhardt, Friedrich, Freiwillige Übernahmeangebote im deutschen Recht. Tübingen 1990.

Boyens, Wilhelm Friedrich, Übernahmeangebote (offres publiques d'achat ou d'echange) im französischen Gesellschaft- und Börsenrecht. Bremen 1974.

Boyle, Tony, Barriers to Contested Takeovers in the European Community. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1991, s. 163–169.

Bradley, Michael – Desai, Anand – Kim, E. Han, Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. Journal of Financial Economics (ISSN 0304-405X), 1988 s. 3–49.

Brickley, James A. – Lease, Ronald C. – Smith, Clifford W. Jr., Ownership structure and voting on antitakeover amendments. Journal of Financial Economics (ISSN 0304-405X) 1988, s. 267–291.

Broms, Peter, EG:s förordning avseende kontroll av företagskoncentrationer. Institutet för Europeisk rätt vid Stockholms Universitet, nr 6, Stockholm 1991: Juristförlaget (ISBN 91-7598-410-5).

Brown, Ian, Trouble in Tireland. The inside story of the power struggle that almost tore Canadian Tire to shreds. Canadian Business (ISSN 0008-3100) November 1985, s. 95–111.

Buijs, D. C., The next step in European Community harmonization of company law: Regulation of public bids? Leiden Journal of International Law (ISSN 0922-1565) 1989, s. 107–114.

Burgard, Ulrich, Die Offenlegung von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft. Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1992, s. 41–55.

Burnside, Alec, Overcoming Barriers to European M & A. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1992, s. 19–25.

Bylund, Bertil G., Normer för värdepappersmarknaden – reflektioner kring en definition. Festskrift till *Gotthard Calissendorff.* Redaktionskommitté *Leif Thorsson – Sven Unger.* Stockholm 1990: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-897842-8), s. 39–56.

Børshandel – en regelsamling. Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber. København 1992: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-02357-4).

Börsregler. Redaktör: *Wilhelm Lüning.* Företagsjuridik Nord & Co Ab, Hägglöf & Ponsbach Fondkommission – Gota Bank. Fjärde uppl., Stockholm 1991: Juristförlaget (ISBN 91-7598-499-7).

C

Calcutt, David, Company Law Lecture – The Work of the Takeover Panel. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1990, s. 203–207.

Caselius, Ilmari, Ongelmia osakeyhtiön perustamisvaiheessa I. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1956, s. 344–357.

Caselius, Ilmari, Ongelmia osakeyhtiön yhtiöjärjestystä muutettaessa I. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1957, s. 255–272.

Caselius, Ilmari – Heikonen, A. R., Osakeyhtiö. Edellinen osa. (I) Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 40. Porvoo · Helsinki 1949. (*Caselius – Heikonen*).

Caselius, Ilmari – Heikonen, A. R. – Huttunen, Allan, Osakeyhtiö. Edellinen osa. (I) Toim. *Allan Huttunen*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 40. Viides, muutettu painos, Porvoo · Helsinki 1974 (ISBN 951-0-06291-X). (*Caselius – Heikonen – Huttunen* I).

Caselius, Ilmari – Heikonen, A. R. – Huttunen, Allan, Osakeyhtiö. Toinen osa. Ensimmäinen nide. (II,1) Kirjoittanut *Allan Huttunen*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 155. Porvoo · Helsinki 1970. (*Caselius – Heikonen – Huttunen* II,1).

Cederberg, Lauri, Osakeyhtiölain uudet määräykset osakkeenomistajien ja osakkeenomistajien vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä. Porvoo · Helsinki 1936.

Cederberg, Lauri – Ylöstalo, Matti, Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä. Porvoo · Helsinki 1966.

Christensen, Jan Schans, Contested Takeovers in Danish Law. A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach. 2. oplag, Copenhagen 1991: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-02114-8).

Christensen, Jan Schans, Ledelse & Aktionærer. 6 essays om den moderne selskabs- og børsret. København 1992: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-*02278-2*).

Christiansen, Per, Norsk pengerett. En fremstilling av de offentligrettslige regler om penger og pengesystemet.Oslo 1987: Universitetsforlaget AS (ISBN 82-00-18373-4). (*Christiansen*, Pengerett).

Christiansen, Per, Offentlig kursnotering av aksjer: Suspensjon og strykning. Lov og Rett (ISSN 0024-6980) 1989, s. 148–165.

Christiansen, Per, On the public regulation of the securities market in Norway, with special reference to takeover bids. Österreichisches Bank Archiv (ISSN 0029-9839) 1989, s. 946–958.

Christiansen, Per – Bjørland, Jan, Verdipapirhandelloven med kommentarer. Oslo 1990: Universitetsforlaget (ISBN 82-00-02673-6).

Chydenius, Wilhelm, Lagen om aktiebolag. Omtryckt efter författarens död ur juridiska föreningens tidsskrift årg. 1898. Helsingfors 1927: Juridiska studentfakultetens förlag.

Clausen, Nis Jul, Børsret – Oplysningsforpligtelse. 1. udgave, 1. oplag, København 1993: Jurist- og Økonomforbundets Forlag (ISBN 87-574-6451-0).

Coase, R. H., The Nature of the Firm. Economica (ISSN 0013-0427) 1937, s. 386–405.

Coase, R. H., The Problem of Social Cost. The Journal of Law and Economics (ISSN 0022-2186) 1960, s. 1–44.

Comment, Robert – Jarrell, Gregg A., Two-tier and negotiated tender offers. The Imprisonment of the Free-riding Shareholder. Journal of Financial Economics (ISSN 0304-405X) 1987, s. 283–310.

Company Law and Competition. S. J. Berwin & Co. Confederation of British Industry. London 1989: Mercury Books, W. H. Allen & Co. (ISBN 1-85251-027-7).

Cook, C. John – Kerse, Chris S., EEC Merger Control. Regulation 4064/89. European Law Competition Monographs. London 1991: Sweet & Maxwell (ISBN 0-421-45180-7).

Cooke, Terence E., Mergers and Acquisitions. Oxford – New York 1989: Basil Blackwell (ISBN 0–631–14747–0). (*Cooke*).

Cooke, Terence E. in association with Arthur Young International, International Mergers and Acquisitions. Oxford – New York 1989: Basil Blackwell (ISBN 0–631–14748–9).

Copeland, Thomas E. – Weston, J. Fred., Financial Theory and Corporate Policy. Third

Edition, Reading, Massachusetts 1988: Addison-Wesley Publishing Company (ISBN 0-201-10648-5).

Cooter, Robert – Ulen, Thomas, Law and Economics. Glenview, Illinois – London, England 1988: Scott, Foresman and Company (ISBN 0-673-18021-2).

Cournot, Stéphane J., Current Status of EC Council Directives concerning Corporations in France and Analysis of Proposals for a Fifth and Thirteenth Directive. International Business Lawyer (ISSN 0-309-7576) 1993, s. 195–197.

Crotty, Bernard W. – Weizman, Michael, OSC enforces its policy objectives. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) December 1990, s. 8–9.

D

Dahlgren, Bo – Moberg, Krister, Nyckeln till styrelserummet. Praktik och juridik för bolagsstyrelsen. Andra uppl., Stockholm 1990: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-897322-1).

Dahlgren, Elisabeth – Moberg, Krister, Tvångsinlösen av aktier. Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr 15, Lund 1976: Juridiska Föreningen i Lund (ISBN 91-0544-0881-4).

Danielsson, Erik, Aktiekapitalet. Studier över aktiebolagets kapitalkonstruktion enligt svensk rätt. Lund 1952: C W K Gleerup.

Davies, P. L., The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure. European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1991: Butterworth & Co (Publishers) Ltd (ISBN 0-406-11557-5), s. 243–262.

Depser, Ingrid, Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfarung. Recht der Internationalen Wirtschaft– Betriebs-Berater International (ISSN 0340-7926) 1992, s. 351–361.

Dine, Janet, EEC: Proposed directive on takeovers. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1988, s. 56–58.

Dine, Janet, Company Law. First edition, London 1991: Macmillan (ISBN 0-333-52734-8). (*Dine*).

Dine, Janet, The Proposal for a Thirteenth Directive on Takeovers. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1991, s. 83–89.

Dine, Janet, The European Economic Interest Grouping (EEIG): Some Private International Law Issues. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1992, s. 10–15.

Dishington, Jo, Takeover impasse? Accountancy (ISSN 0001-4664) June 1991, s. 59.

Dotevall, Rolf, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Stockholm 1989: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-897482-1).

Downes, T. Anthony – Ellison, Julian, The Legal Control of Mergers in the EC. London 1991: Blackstone Press Limited (ISBN 1-85431-071-2).

E

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. Harward Law Review (ISSN 0017-811-X) 1981, s. 1161–1204.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., Corporate Control Transactions. The Yale Law Journal (ISSN 0044-0094) 1982, s. 698–737.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., Voting in Corporate Law. The Journal of Law and Economics (ISSN 0022-2186)1983, s. 395–427.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., The corporate contract. Corporate law and economic analysis. Edited by *Lucian Arye Bebchuk*. Cambridge 1990: Cambridge University Press (ISBN 0-521-36054-4) s. 182–215.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge, Massachusetts 1991: Harward University Press (ISBN 0-674-23538-X).

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., Conflict and Fiduciary Duty. The Journal of Law and Economics (ISSN 0022-2186) 1993, s. 425–446.

Ebenroth, Carsten Thomas – Rapp, Angela, Abwehr von Unternehmensübernahmen. Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ISSN 0940-1555)1991, s. 2–10.

Ebenroth, Carsten Thomas – Schrupkowski, Reiner, Die Abwehr von Unternehmensübernahmen in der Schweiz im Lichte europäischer Herausforderungen. Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft (ISSN 0044-3638) 1991, s. 319–466.

Eckbo, B. Espen – Langhor, Herwig, Information disclosure, means of payment, and takeover premia. Public and Private tender offers in France. N° 88 / 24. Sixth revision, Fontainebleau, France, April 1988.

Eisenberg, Melvin Aron, The Structure of Corporation Law. Columbia Law Rewiev (ISSN 0010-1958) 1989, s. 1461–1525.

Eisenberg, Melvin Aron (Selected and edited by), Corporations and Business Associations. Statutes, Rules, and Forms. 1992 Edition, Westbury, New York 1992: The Foundation Press, Inc. (ISBN 1-56662-009-0).

Engell, Oluf, Investorbeskyttelse ved emissioner, take-over bids og handel med aktier. Det 31. nordiska juristmötet, Helsingfors 19–21.8.1987, s. 195–210.

Epstein, Jacques – Deparis-Maze, Sylvie, French takeovers: control and concert. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) November 1991, s. 30–33.

Ericson, Mona, Iggesundsaffären. Rationaliteter i en strategisk förvärvsprocess. Stockholm 1991: EFI, Ekonomiska forskningsinstitutet i Handelshögskolan i Stockholm (ISBN 91-7258-324-X).

European Company and Financial Law. European Community Law-Text Collection. Edited by *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch*. Berlin – New York 1991: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012751-2).

European Economic Interest Groupings. The EEC Regulation and its Application in the Member States of the European Community. Editors *Dirk van Gerven – Carel A. V. Aalders*. Deventer 1990: Kluwer (ISBN 90-6544-443-2).

European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch*. London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X).

F

Falkanger, Thor, The Norwegian proposal for Regulation of take-overs (esitelmä). Nordic Seminar on European Financial Integration 27.–28.4.1992, Hanasaari, Helsinki. Nordic Perspectives on European Financial Integration. Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law 4. Edited by *Pekka Timonen*. Helsinki 1992 (ISBN 951-45-6219-4), s. 261–284.

Farrar, J. H., Company Law. London 1985: Butterwoth (ISBN 0-406-58163-0).

Farrell, Christopher, The best and the worst deals of the '80s. Business Week (ISSN 007-7135) January 15, 1990, s. 40–48.

Fenn, Paul – McGuire, Alistair – Prentice, Dan, Information Imbalances and the Securities Markets. European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by *Klaus J. Hopt – Eddy*

Wymeersch. London 1991: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-11557-5), s. 3–19.

Ferrara, Ralph C. – Zirlin, Harry, The Institutional Investor and Corporate Ownership. Securities Regulation Law Journal (ISSN 0097-9554) 1992, s. 341-365.

Ffrench, H. Leigh, International Law of Take-overs and Mergers. The EEC, Northern Europe and Scandinavia. New York 1986: Quorum Books (ISBN 0-89930-077-4).

Flodhammar, Gunnar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen. Stockholm 1980: P. A. Norstedt & Söners förlag (ISBN 91-1-807211-9). (*Flodhammar*).

Flodhammar, Gunnar, Företagsvärdering och tvångsinlösen. Värdering av företag. Handelsrättslig skriftserie Nr 4, Utgiven av Institutionen för handelsrätt. Lund 1991: Lunds universitet (ISBN 91-87998-02-5), s. 21–42.

Forsbom, Jan, Hyvän tavan vastainen menettely meklaritoiminnassa. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1990, s. 435–457.

Forstmoser, Peter – Meier-Hayoz, Arthur, Einführung in das schweizerische Aktienrecht. Mitarbeiter *Peter Nobel*. Bern 1980: Verlag Stämpfli & Cie AG (ISBN 3-7272-0891-0).

Foster, Geoffrey, Gold fields guards its treasure. Management today (UK) (ISSN 0025-1925) December 1988, s. 46–47.

Fruhan, William E. Jr., Corporate Raiders: Head'em Off at Value Gap. Harvard Business Review (ISSN 0017-8012) July–August 1988, s. 63–68.

Frønsdal, Kjell, Børsregler og normer rundt fusjoner og uppkjøp. Praktisk økonomi (ISSN 0800-8159) 1986 s. 63–67.

Furter, Robert, Recent developments in Swiss securities laws (1992/1993) (esitelmä). International Bar Associationin Section on Business Law konferenssi 14.10.1993, New Orleans.

G

Gardener, E. P. M., International bank regulation and capital adequasy: Perspectives, developments and issues. Bank Regulation and Supervision in the 1990s. Edited by *Joseph J. Norton*, Dedicated to the memory of Clive M. Schmitthoff. London 1991: Lloyd's of London Press Ltd. (ISBN 1-85044-382-3), s. 97–120.

Geßler, Jörg H., Aktiengesetz mit dem "Dritten Buch des HGB" (§§ 238–335 HGB) u. a. Band 1: 1. und 2. Buch §§ 1–290 AktG, Band 2: 3.–5. Buch §§ 291–410 AktG, MitbestG, Sachregister. Neuauflage, Frankfurt 1990: Kommentator Verlag (jatkuvatäydenteinen, kaksiosainen) (ISBN 3-472-70470-5).

Gomard, B., Possible defensive measures against stock exchange raids in Denmark. Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market, editors *J. M. M. Maeijer – K. Geens*. Nordrecht – London 1990: Martinus Nijhoff Publishers, Graham & Trotman (ISBN 0-7923-0834-4), s. 83–90. (*Gomard*, Defensive Measures).

Gomard, Bernhard, Aktieselskaber og anpartsselskaber. 2. omarbejdede udgave, 1. oplag, København 1992: Jurist- og Økonomforbundets forlag (ISBN 87-574-5006-4). (*Gomard*).

Gower, L. C. B., Gower's Principles of Modern Company Law. With contributions from *D.D. Prentice and B.G. Pettet*. Fifth edition, London 1992: Sweet & Maxwell (ISBN 0-420-46400-X).

Grönfors, Kurt, Ställningsfullmakt och bulvanskap. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [XXIX], Stockholm 1961: P.A. Norstedt & Söners förlag.

Guldborg, Jens – Høg, Dorte – Lassen, Dorthe, Takeovers. Børsnoterede selskabers muligheder for at gennemføre/førhindre en fjendtlig overtagelse med introduktion ved profes-

sor, lic. jur. *Erik Werlauff*. Viborg 1990: FSRs Forlag, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (ISBN 87-7747-018-4).

Guttman, Egon, Modern Securities Transfers. Third Edition, Boston, Massachusetts 1987: Warren, Gorham & Lamont (ISBN 0-88712-514-X). (*Guttman*).

Guttman, Egon, Modern Securities Transfers. Third Edition, 1991 Cumulative Supplement, Boston, Massachusetts 1991: Warren, Gorham & Lamont (ISBN 0-7913-1065-5).

Guynn, Steven D. – Curtin, David P., How to sell a business at auction. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) September 1991, s. 38–42.

H

Hachenburg. Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG). Großkommentar. 8., neubearbeitete Auflage herausgegeben von Peter Ulmer. Berlin 1992: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-013587-6). (Hachenburg).

Hadden, Tom, Company Law and Capitalism. 2. ed., London 1977 (ISBN 0-297-77335-6).

Hahn, Dieter, Takeover Rules in the European Community: An economic analysis of the proposed takeover guidelines and allready issued disclosure rules. International Review of Law and Economics (ISSN 0144-8188) 1990 s. 131–148.

Hakulinen, Y. J., Osakeyhtiölain yleislauseke ja hallituksen vastuu. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1945, s. 432–443.

Hallman, Kristiina, Lunastustarjouksella laillinen ryöstö? Kauppalehti (ISSN 0451-5560) 30.11.1990, Pörssiliite s. 1.

Hamada, Kunio – Ishiguro, Toru, Scandals trigger amendments to Japan's securities law. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) January 1992, s. 29–32.

Hamilton, Robert W., Corporation Finance. Cases and Materials. Second Edition, St. Paul, Minn. 1989: West Publishing Co. (ISBN 0-314-55036-4).

Hannigan, Brenda, Insider Dealing. London 1988: Kluwer Law Publishers (ISBN 1-870-08056-4).

Hart, Oliver, An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. Columbia Law Review (ISSN 0010-1958) 1989, s. 1757–1774.

Haslam, S. M. – Peerless, S. G. G., The London Securities Markets. Organisation, Regulation, Auditing and Financial Reporting. London 1990: The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Touche Ross & Co. (ISBN 1-85355-132-5).

Hasselberg, Per-Erik, Recent Developments in Swedish Securities Law (esitelmä). International Bar Associationin Section on Business Law konferenssi 14.10.1993, New Orleans.

Hauschka, Christoph E. – Roth, Thomas, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht. Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1988, s. 181–196.

Havansi, Erkki, Lunastuslausekkeista osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä. I. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1970, s. 134–170.

Havansi, Erkki, Lunastuslausekkeista osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä. II. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1970, s. 316–337.

Havansi, Erkki, Lunastuslausekkeista osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä. Defensor Legis -lehdessä vuonna 1970 julkaistu artikkelisarja. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja, C 4. Hämeenlinna 1970. (*Havansi*, Lunastuslausekkeista).

Havansi, Erkki, Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Helsinki 1979 (ISBN 951-855-007-7). (*Havansi*, Panttioikeus I).

Havansi, Erkki, Esinevakuusoikeudet. Panttioikeus • Pidätysoikeus. Omistuksenpidätys • Vakuusluovutus. Helsinki 1992 (ISBN 951-640-225-9). (*Havansi*, Esinevakuusoikeudet).

Hay, Georg with assistance of *Rod Nydam*, Merger Policy in the US. Mergers and Merger Policy, Edited by *James A. Fairburn and John A. Kay*. Oxford 1989: Oxford University Press (ISBN 0-19-877285-8), s. 231–245.

Hazen, Thomas Lee, The Law of Securities Regulation. Second Edition, St. Paul, Minn. 1990: West Publishing Co. (ISBN 0-314-74255-7).

Helkiö, Henna, Yrityshankintojen valvonta EY:ssä ja Suomessa. Eurooppa-Instituutin julkaisuja 4/92. Turku 1992 (ISBN 952-9581-17-3).

Hellner, Jan, Rättsekonomi, avbeställning och coase-teorem. Festskrift till *Per Stjernquist* vid hans avgång från professuren i rättssociologi vid universitetet i Lund den 30 juni 1978. Red. *Antoinette Hetzler, Hans Klette, Carl Martin Roos*. Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr 24. Lund 1978: Juridiska Föreningen i Lund (ISBN 91-544-1041-X), s. 101–125.

Helm, Dieter, Mergers, Take-overs, and the Enforcement of Profit Maximization. Mergers and Merger Policy, Edited by *James A. Fairburn and John A. Kay*. Oxford 1989: Oxford University Press (ISBN 0-19-877285-8), s. 133–147.

Henn, Günter, Handbuch des Aktienrechts. 4., völlig neubearbeitete Auflage, Heidelberg 1991: C. F. Müller Juristischer Verlag (ISBN 3-8114-2690-7).

Hennes, Markus, Festung Deutschland. Wie sich Banken, Versicherungen und Grosskonzerne erfolgreich gegen unerwünschte Eindringlinge abschotten. WirtschaftsWoche (ISSN 0042-8582) Nr. 51, 13.12.1991, s. 140–143.

Henze, Hartwig, Zur Treupflicht unter Aktionären. Festschrift für *Alfred Kellermann* zum 70. Geburtstag am 29. November 1990 herausgegeben von *Reinhard Goerdeler, Peter Hommelhoff, Marcus Lutter, Walter Odersky, Herbert Wiedemann*. Berlin – New York 1991: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012549-8), s. 141–152.

Herman, Edward S., Corporate Control, Corporate Power. A Twentieth Century Fund Study. Cambridge 1982: Cambridge University Press (ISBN 0-521-28907-6).

Herrington, Tim, The legal structure of stock lending in the UK. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) August 1991, s. 22–26.

Herrmann, Marcus, Zivilrechtliche Abwehrmassnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien. Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des künftigen europäischen Rechts. Abhandlungen zum Recht der Internationalen Wirtschaft, Band 28. Heidelberg 1993: Verlag Recht und Wirtschaft (ISBN 3-8005-1114-2).

Hertslet, Michael, Neuordnung der französischen Börsenrechts durch das Gesetz vom 2. August 1989. Recht der Internationalen Wirtschaft – Betriebs-Berater International (ISSN 0340-7926) 1991, s. 284–291.

Von Hertzen, Hannu, Sopimusneuvottelut. Siviilioikeudellinen tutkimus. Helsinki 1983 (ISBN 951-640-188-0).

Herzel, Leo – Harris, Daniel, State anti-takeover Laws. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1988, s. 189–191.

Herzel, Leo – Shepro, Richard W., Ups and Downs of US Takeover Defense. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1988, s. 84–90.

Herzel, Leo – Shepro, Richard W., Bidders and Targets. Mergers and Acquisitions in the U.S. Cambridge, Massachusetts 1990: Basil Blackwell (ISBN 1-55786-096-3). (*Herzel – Shepro*).

Hietala, Pekka T., Essays on Financial Economics. Acta Academiae Oeconomicae Helsingiensis, Series A:51. Helsinki 1987 (ISBN 951-700-242-4).

Hirn, Wolfgang, Hohe Temperatur. Zwei Studien drängen die EG zum Abbau von Takeover-Barrieren. WirtschaftsWoche (ISSN 0042-8582) Nr. 1/2 5.1.1990, s. 104–108.

Hitzeman, Steven D., Indiana's control share acquisition statute held constitutional: CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America. American Business Law Journal (ISSN 0002-7766) 1988, s. 129–165.

Hjerner, Lars, Några frågor i samband med tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. Festskrift till *Lars Welamson.* Red. kommitte: *Olle Höglund, Bertil Bengtsson, Lars Heuman, Hans Ragnemalm.* Malmö 1988: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-877042-8), s. 281–313.

Hobér, Kaj, The Legal Framework of the U.S. Securities Market. A Short Introduction. Rättsvetenskapliga institutionens skriftserie nr 3, Stockholm 1988: Stiftelsen Juristförlaget vid Stockholms Universitet (ISBN 91-7598-195-5).

Hollington, Robin, Minority Shareholders' Rights. With a foreword by The Honourable Mr. Justice Hoffmann. London 1990: Sweet & Maxwell Limited (ISBN 0-421-40740-9).

Holmes, Garrick – de Bony, Elizabeth, EC Commission Trains its Guns On Corporate Takeover Defenses. M & A Europe (ISSN 1017-5229)1990 no. 5, s. 35–39.

Hommelhof, Peter – Kleindiek, Detlef, Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht. Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1990, s. 106–111.

Honkapohja, Seppo, Spekulaatio ja rahoitusmarkkinat. KOP Taloudellinen katsaus (ISSN 0355-0044) 4/1990, s. 5–11.

Hopt, Klaus, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 1: Der international erreichte Stand des Kapitalmarktrechts – Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ISSN 0044-2437), 1976 s. 201–235.

Hopt, Klaus, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen Vergleigh – Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ISSN 0044-2437) 1977, s. 389–441.

Hopt, Klaus J., Übernahmeangebote im europäischen Recht. Beiträge zum Handels- und Wirtschaftsrecht. Festschrift für *Fritz Rittner* zum 70. Geburtstag. Herausgegeben von *Manfred Löwisch, Christian Schmidt-Leithoff, Burkhard Schmiedel.* München 1991: C.H. Beck'she Verlagsbuchhandlung, s. 187–209. (*Hopt,* Festschrift für *Rittner*).

Hopt, Klaus J., European Takeover Regulation: Barriers to and Problems of Harmonization Takeover Law in the European Community. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 165–191. (*Hopt,* European Takeovers).

Hopt, Klaus J. – Wymeersch, Eddy (Edited by), European Insider Dealing – Law and Practice. London 1991: Butterworths (ISBN 0-406-11557-5).

Hultmark, Christina, Kontraktsbrott vid köp av aktie. Särskilt om fel. Stockholm 1992: Juristförlaget (ISBN 91-7598-510-1).

Hurri, Jan, Halvalla pois listoilta. Talouselämä (ISSN 0356-5106) 37/1990, s. 55.

Hurri, Jan, Suojana viritys (Prof. *Jarmo Leppiniemen* haastattelu lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta). Talouselämä (ISSN 0356-5106) 12/1993, s. 66.

Huttunen, Allan, Yhdenmiehen osakeyhtiöstä. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 116. Porvoo. Helsinki 1963. (*Huttunen,* Yhdenyhtiö).

Huttunen, Allan, Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 196. Helsinki 1984 (ISBN 951-26-2407-9). (*Huttunen*).

Huttunen, Allan, Edustajiston jäsenen vaalikelpoisuudesta määräämisestä. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1984, s. 409–428.

Huttunen, Allan, Lausunto siitä, vaikuttaako yhtiökokouksen pätevyyteen se, että päätös on vähäosakkaisen osakeyhtiön kahden pääosakkaan ... välisen ... sellaisen osakassopimuksen vastainen, joka on tarkoitettu toisen pääosakkaan suojaksi vähemmistönä ja jonka yhtiö on hyväksynyt itseään sitovaksi ... (Julkaisematon 23.3.1987 päivätty lausunto, 67 s., jätetty Halikon kihlakunnanoikeudelle). (*Huttunen*, Lausunto).

Huttunen, Allan, Onko keskinäisellä vakuutusyhtiöllä osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:ssä tarkoitettu oikeus lunastaa tytäryhtiönään olevan vakuutusosakeyhtiön vähemmistöosakkeet? Juhlajulkaisu *Pertti Juhani Muukkonen* 1927 – 6/8 – 1987. Toimituskunta *Risto Nuolimaa, Juha Tolonen* ja *Kauko Wikström.* Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, A. Juhlajulkaisut N:o 1. Turku 1987 (ISBN 951-642-989-O), s. 41–46. (*Huttunen*, Juhlajulkaisu *P. J. Muukkonen*).

Huttunen, Allan, Vakuutusyhtiölain 8 luvun 5 § ja osakkeiden tuottama äänimäärä. Vaikuttaako osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n 1 mom:ssa tarkoitettuun osakkeiden tuottamaan äänimäärään vakuutusosakeyhtiössä se, että vakuutusyhtiölain 8 luvun 5 §:n mukaan yhtiökokouksessa saa omasta puolesta tai toisen valtuuttamana äänestää enintään yhdellä kymmenesosalla kokouksessa edustetusta äänimäärästä? Lakimies (ISSN 0023-7353) 1988, s. 606–624.

Huttunen, Allan, Suostumuslauseke ei koske pakkohuutokaupasta tai konkurssipesästä hankittua osaketta. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 30 vuotta. Toimituskunta *Leena Kartio, Kauko Wikström, Ari Saarnilehto ja Ari-Matti Nuutila.* Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, A. Juhlajulkaisut N:o 4. Turku 1991 (ISBN 951-880-605-5), s. 117–133. (*Huttunen*, Juhlajulkaisu Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 30 vuotta).

Häberle, Peter – Blankenagel, A., Fussnoten als Instrument der Rechts-wissenschaft. Rechtstheorie (ISSN 0034-1398) 1988, s. 116–136.

Hørlyck, Erik, Aktie- og anpartsselskaber. En introduktion. København 1985: Jurist- og Økonomforbundets forlag (ISBN 87-574-4631-8).

I

Ikäheimo, Seppo, Osakesijoittajien informaation käyttö. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, sarja D-1:1991. Turku 1991 (ISBN 951-738-546-3).

Immenga, Ulrich, Vertragliche Vinkulierung von Aktien? Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1992, s. 79–83.

Immonen, Raimo, Fuusion verokohtelu. Helsinki 1992 (ISBN 951-640-595-9). (*Immonen*).

Immonen, Raimo, Liiketoiminnan yhtiöittäminen. Menettelytavat ja verokohtelu. Helsinki 1993 (ISBN 951-640-636-X). (*Immonen*, Liiketoiminnan yhtiöittäminen).

Immonen, Raimo, Velkojainsuoja yritysrakenteiden muutoksissa. Helsinki 1994 (ISBN 951-640-690-4). (*Immonen*, Velkojainsuoja).

Internal Market. Volume 3. Current Status 1 January 1993. Conditions for business cooperation. Company law, Intellectual property, Company taxation. Public procurement. Internal market for energy. Brussels · Luxembourg 1993: Commission of the European Communities (ISBN 92-826-5277-7).

International M & A. A guide to the regulation of mergers and acquisitions worldwide. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969), Special Supplement, January 1991.

International M & A Law. London 1991, Euromoney Publications. (ISBN 1-85564-087-2).

International Securities Lending. Global Investor & International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) Special Supplement, October 1991.

Isaksson, Anders, Insiderspekulation på Stockholms Fondbörs. Stiftelsen för börsrätt. Skriftserien 6. Stockholm 1993: Juristförlaget JF AB (ISBN 91-7598-597-7).

Ishiguro, Toru, Japan amends its securiries laws. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) March 1991, s. 25–28.

J

Janvey, Ralph S., Parking of Stock. Securities Regulation Law Journal (ISSN 0097-9554) 1988, s. 164–178.

Janvey, Ralph S., Short selling. Securities Regulation Law Journal (ISSN 0097-9554) 1992, s. 270–295.

Jarrell, Gregg A. – Brickley, James A. – Netter, Jeffry M., The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. Journal of Economic Perspectives (ISSN 0895-3309) 1988, s. 49–68.

Jarrell, Gregg A. – Poulsen, Annette B., The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. Financial Management (ISSN 0046-3892) 1989, s. 12–19.

Jauhiainen, Jyrki, Arvostelu teoksesta *Astola, Tiina:* Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1991, s. 610–615.

Jauhiainen, Jyrki – Lappi, Timo – Aho, Tuomas, Suomen osakeyhtiölainsäädäntö ja EY. Helsinki 1993 (ISBN 951-640-614-9).

Jensen, Michael C., Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives (ISSN 0046-3892) 1988, s. 21–48.

Johann, Bernd, Es dämmert. Die Übernahmespekulation rollt. Das Capital (ISSN 0008-5847) 11/1991, s. 52–54.

Johansson, Svante, Bolagstämma. Stockholm 1990: Juristförlaget (ISBN 91-7598-395-8). (*Johansson*).

Johansson, Svante, Minoritetsrätt på bolagstämma. Skrifter utgivna av institutet för bolags- och värdepappersrätt. Skriftserien nr 1, Stockholm 1990: Juristförlaget (ISBN 91-7598-390-7). (*Johansson,* Minoritetsrätt).

Johnston, Sir Alexander, The City Take-over Code. Oxford 1980: Oxford University Press (ISBN 0-19-828424-1).

De Jong, Henry W., The Takeover Market in Europe: Control Structures and the Performance of Large Companies Compared. Review of Industrial Organization (ISSN 0889-938X) 1991, s. 1–18.

Joussen, Edgar, Die Treuepflicht des Aktionärs bei feindlichen Übernahmen. Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (ISSN 0340-7918) 1992, s. 1075–1081.

Joutsamo, Kari, Euroopan yhteisö • Eurooppaoikeus. 2. uudistettu p., Helsinki 1991 (ISBN 951-640-533-9). (*Joutsamo*).

Joutsamo, Kari, Valvonta-, oikeussuoja- ja riitojen ratkaisukysymykset ETA:n organisaatiossa. Eurooppa-Instituutin julkaisuja 3/92. Turku 1992 (ISBN 952-9581-16-5). (*Joutsamo,* Valvonta- ym. kysymykset ETA:n organisaatiossa).

Juurela, Teuvo, Yhtiöoikeus ja EY. EY-juridiikka 8. 2. p., Helsinki 1993 (ISBN 951-47-5641-X).

Jääskinen, Niilo, Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Oikeus (ISSN 0356-4037) 1988, s. 362–366.

K

Kansmark, Jan – Roos, Carl Martin, Aktieägaravtal. En kortfattad handbok. Stockholm 1985: P A Norstedt & Söners Förlag (ISBN 91-1-847941-3).

Kauppalehti 25.10.1985 (ISSN 0451-5560) s. 1 ja s. 4. "SKOP luo uuden rahoitusmahdin" ja "Skop haluaa HOP:n ohjakset käsiinsä".

Kauppalehti 1.11.1985 (ISSN 0451-5560) s. 1 ja s. 4. "HOP:n valtaus muutti kilpailuasetelmat. SYP suurimmaksi" ja "Skop myönsi epäonnistumisen".

Kauppalehti 26.7.1993 (ISSN 0451-5560) "Laki ei kerro saako lunastusrajaa alentaa. Nokian yhtiöjärjestyksen laillisuutta epäillään".

Kedner, Gösta – Roos, Carl Martin, Aktiebolagslagen. Del I, kap 1–10 jämte Bokföringslagens bestämmelser om årsbokslut med kommentar. Fjärde uppl., Stockholm 1991: Norstedts Juridikförlag (ISBN 91-1-908142-1). (*Kedner – Roos* I).

Kedner, Gösta – Roos, Carl Martin, Aktiebolagslagen. Del II, kap 11–19 jämte Bokföringslagens bestämmelser om årsbokslut med kommentar. Fjärde uppl., Stockholm 1991: Norstedts Juridikförlag (ISBN 91-1-908152-9). (*Kedner – Roos* II).

Kenyon-Slade, Stephen – Andenas, Mads, The Proposed Thirteenth Directive on Take-overs: Unravelling the United Kingdom's Self Regulatory Success? E.C. Financial Market Regulation and Company Law edited by *Mads Andenas – Stephen Kenyon-Slade.* London 1993: Sweet & Maxwell Limited (ISBN 0-421-50350-5) s, 149–188.

Kester, W. Carl, Japanese Takeovers. The Global Contest for Corporate Control. Boston, Massachusetts 1991: Harward Business School (ISBN 0-87584-235-6).

Klami, Hannu Tapani, Johdatus oikeusteoriaan. Finalistisen oikeusteorian perusongelmia. 4. p., Turku 1986 (ISBN 951-640-308-5).

Knoll, Heinz-Christian, Die Übernahme von Kapitalgesellschaften. Unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes von Minderheitsaktionären nach amerikanischem, englischem und deutschem Recht. Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, Band 119, 1. Auflage, Baden-Baden 1992: Nomos Verlagsgesellschaft (ISBN 3-7890-2577-1).

Kôersner, Albert, Om aktiebok, inregistrering av aktier och aktieförvärv. Studier av D:r A Kôersner, Justitieråd. Stockholm 1929: Sveriges Industriförbund.

Kofman, James E., New takeover rules proposed. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) November 1989, s. 39–40.

Koivisto, Risto, Miten määritetään omien osakkeiden lunastukseen käytettävissä olevan vapaan oman pääoman määrä. Tilintarkastus – laskentatoimi (ISSN 0783-0017) 1991, s. 139–143.

Korah, Valentine assisted by *Warwick A. Rothnie,* An Introductory Guide to EEC Competition Law and Practice. Foreword by Judge *René Joliot.* Fourth edition, Oxford 1990: ESC Publishing Limited (ISBN 0-906214-66-1).

Koski, Pauli, Konserni. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 114. Helsinki 1977 (ISBN 951-9068-61-9). (*Koski,* Konserni).

Koski, Pauli, Yritys ja yhtiöoikeus. Helsinki 1989 (ISBN 951-640-431-6). (*Koski,* Yritys ja yhtiöoikeus).

Koski, Pauli, Konserniavustus – yhtiöoikeudellisia näkökohtia. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, sarja Keskustelua ja raportteja 1:1992. Turku 1992 (ISBN 951-738-572-2). (*Koski,* Konserniavustus).

Koski, Pauli, Konserniavustus – yhtiöoikeudessa tuntematon käsite. Tilintarkastus – laskentatoimi (ISSN 0783-0017) 1992, s. 123–129.

Koski, Pauli, Sulautumispäätös ja yleislauseke. X Oy > Y Oy (lausunto). Julkaistu teoksessa

Pauli Koski 14.6.1940 – 10.11.1992 Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita. Toimittanut *Matti J. Sillanpää*. Helsinki 1993 (ISBN 951- 599-099-8), s. 42–52. (*Koski*, Sulautumispäätös ja yleislauseke).

Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard, Osakeyhtiölaki selityksin I luvut 1–9. Kolmas, uudistettu painos, Helsinki 1991 (ISBN 951-640-510-X). (*Koski – af Schultén* I).

Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard, Osakeyhtiölaki selityksin II luvut 10–16. Kolmas, uudistettu painos, Helsinki 1991 (ISBN 951-640-520-7). (*Koski – af Schultén* II).

Koski, Pauli – Sillanpää, Matti J., Yhtiöoikeus. WSOY Tietopalvelut, Porvoo – Helsinki 1988 – Ajantasalähetys nro 25, 20.5.1994 (jatkuvatäydenteinen) (ISBN 951-0-15007-X). (*Koski – Sillanpää*).

Koski, Pauli – Sillanpää, Matti J., Osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu julkisessa ostotarjouksessa (lausunto). Julkaistu teoksessa *Pauli Koski* 14.6.1940–10.11.1992 Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita. Toimittanut *Matti J. Sillanpää*. Helsinki 1993 (ISBN 951- 599-099-8), s. 127–141. (*Koski – Sillanpää*, Lausunto).

Koulu, Risto, Kirjaamisen edellytysten tutkimisesta arvo-osuusjärjestelmässä. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1992, s. 317–349.

Koulu, Risto, Kirjaamisesta arvo-osuusjärjestelmässä. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1992, s. 477–505.

Koulu, Risto, Lausunto ... siitä, millainen omistus perustaa arvopaperimarkkinalain (495/89) 6 luvun 2 §:n tarkoittaman lunastusvelvollisuuden. (Julkaisematon 8.12.1993 päivätty lausunto, 12 s., jätetty Helsingin käräjäoikeudelle 13.12.1993). (*Koulu*, Lausunto).

Kraakman, Reinier, The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States. European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch*. London 1991: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-11557-5), s. 39–56.

Kreps, David M., A course in microeconomic theory. Cambridge 1990: Simon & Schuster International Group (ISBN 0-7450-0762-7).

Kuhr, Hans-Peter, Der Minderheitenschutz bei Übernahmeangeboten in Deutschland und Frankreich unter dem Einfluß der 13. EG-Richtlinie. Eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen und französischen Rechts. Konstanzer Schriften zur Rechtswissenschaft, Band 50, Konstanz 1992: Hartung-Gorre Verlag (ISBN 3-89191-531-4).

Kuoppamäki, Petri, Määräävän markkina-aseman väärinkäyttö ja fuusiovalvonta EY:n kilpailuoikeudessa. Helsingin yliopiston Kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja 5. Helsinki 1992 (ISBN 951-45-6251-8).

Kuy, André, Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf. Eine Aktienrechtliche Analyse der Verteidigungsmassnahmen der Zielgesellschaft. Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht. Herausgegeben von Prof. Dr. Peter Forstmoser, Band 119. Zürich 1989: Schulthess Polygraphisher Verlag (ISBN 3-7255-2709-1).

Kyläkallio, Juhani, Osakeyhtiön hallituksen vastuu. Osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus yhtiöön kohdistuvan siviiliperusteisen vastuun aineellisista edellytyksistä. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 117. Porvoo · Helsinki 1963. (*Kyläkallio*, Vastuu).

Kyläkallio, Juhani, Määräosainen yhteisomistus. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 124. Helsinki 1965. (*Kyläkallio*, Määräosainen).

Kyläkallio, Juhani, Osakeyhtiön yhtiökokouksen päätöksen pätemättömyydestä. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 88. Helsinki 1970. (*Kyläkallio*, Pätemättömyydestä).

Kyläkallio, Juhani, Voidaanko osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen ottaa määräys, jonka mukaan yhtiö on oikeutettu lunastamaan toiselle siirtynyt osake? Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1981, s. 320–331.

Kyläkallio, Juhani, Yhtiölle osakepääomaa alentamatta lunastetut osakkeet ja yhtiö. Jurisprudentia Turkuensis. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 1961–1986. Toim. *Martti Kairinen.* Helsinki 1986 (ISBN 951-640297-6), s. 225–231. (*Kyläkallio*, Jurisprudentia Turkuensis).

Kyläkallio, Juhani, Osakeyhtiölaki ja käytäntö. 2. p., Espoo 1987 (ISBN 951-35-4054-5). (*Kyläkallio*).

Kyläkallio, Juhani, Osakassopimus osakeyhtiössä. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1991, s. 137–149.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli, Asunto- ja kiinteistöosakeyhtiö. Helsinki 1992 (ISBN 951-37-0989).

L

Landes, William M. – Posner, Richard A., The influence of economics on law: A quantitative study. The Journal of Law and Economics (ISSN 0022-2186) 1993, s. 385–424.

Langohr, Herwig M. – Eckbo, B. Espen, Takeover premiums, disclosure regulations, and the market for corporate control. A comparative analysis of public tender offers, controlling-block trades and minority byuouts in France. Insead Working Papers No 85/22, 1985.

Larsson, Gilbert, Kort om företagsvärdering ur ett ekonomiskt perspektiv. Värdering av företag. Handelsrättslig skriftserie Nr 4, Utgiven av Institutionen för handelsrätt. Lund 1991: Lunds universitet (ISBN 91-87998-02-5), s. 51–59.

Lassila, Tarja, Lausunnot arvopaperikauppakomitean I osamietinnöstä. Tiivistelmä. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 2/1988. Helsinki 1988 (ISBN 951-47-1427-X).

Lee, How Chih, Market Manipulation in the US and UK: Part 1. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1993, s. 84–89.

Lee, Peter T., Regulation of Takeovers in Selected National Legal Systems. (a) Takeover Regulation in the United Kingdom. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 133–142. (*Lee*).

Leffler, George L., The Stock Market. First edition, New York 1951: The Ronald Press Company.

Leppiniemi, Jarmo, Rahoituspäätösten markkinaperustainen informaatiomekanismi. Acta Academiae Oeconomicae Helsingiensis, Series A:44. Helsinki 1985 (ISBN 951-700-009-X). (*Leppiniemi*, Informaatiomekanismi).

Leppiniemi, Jarmo, Yritysrahoitus. WSOY Tietopalvelut. Porvoo – Helsinki 1989 – Ajantasalähetys nro 19, 1.6.1994 (jatkuvatäydenteinen) (ISBN 951-0-12647-0). (*Leppiniemi*).

Leverage: Opening up new opportunities. A guide to the law. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) Special Supplement, February 1990.

Levy, Haim – Sarnat, Marshall, Capital Investment and Financial Decisions. Fourth Edition, Hertfordshire 1990: Prentice Hall (ISBN 0-13-115569-5).

Lie, Ragnwald Holm, Overtaksbud og fusjon. Styret og aksjeeirne. Norsk rett belyst ved anglo-amerikansk rett. Oslo 1981: Forlaget Tanum-Norli A/S (ISBN 82-518-1394-8).

Lindencrona, Gustaf, Connections between monetary policy and capital taxation – The Swedish Experience. Economic Policy Issues in Financial Integration. Proceedings of Nordic Seminar on European Financial Integration. Edited by *Seppo Honkapohja.* Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law 9, Helsinki 1993 (ISBN 951-45-6577-0), s. 269–290.

Lindskog, Stefan, Om aktiebolags anspråk på grund av olovlig kapitalanvändning; särskilt om s. k. bristtäckningsansvar. Svensk Juristtidning (ISSN 0339-6591) 1992, s. 81–107.

Lindskog, Stefan, En avhandling om aktieöverlåtelser. Svensk Juristtidning (ISSN 0339-6591) 1993, s. 97–133.

Lindström, Kim, Lunastustarjoukset markkinoiden uhkana. Kauppalehti (ISSN 0451-5560) 24.9.1991, Pörssiliite s. 5.

Loose, Peter – Yelland, John, The Company Director. His functions, powers & duties. Published in association with the Institute of Directors. Sixth Edition, Bristol 1987: Jordan & Sons Ltd. (ISBN 0-85308-085-2).

Loritz, Karl-Georg – Wagner, Klaus-R., Das "Zwangsübernahmeangebot" der EG-Take-over-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht. Wertpapier Mitteilungen (ISSN 0342-6972) 1991, s. 709–722.

Lustenberger, Thomas – Heiz, Christoph, New Swiss rules will make takeovers more costly. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) May 1994, s. 38.

Lutter, Marcus, Zur Treuepflicht des Großaktionärs. Juristen Zeitung (ISSN 0022-6882) 1976, s. 225–233.

Lutter, Marcus, Zur Frage der Treuepflicht eines Großaktionärs gegenüber seinen Mitaktionären. BGH, Urteil v. 16.2.1976 – II ZR 61/74 (OLG Celle). Juristen Zeitung (ISSN 0022-6882) 1976, s. 561–563.

Lutter, Marcus, Die Treuepflicht des Aktionärs. Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ISSN 0044-2437) 1989, s. 446–471.

Lutter, Marcus, Europäisches Unternehmensrecht. Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 1. Dritte, neubearbeitete Auflage, Berlin – New York 1991: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012302-9). (*Lutter*).

Lutter, Marcus, Die Auslegung angeglichenen Rechts. Juristen Zeitung (ISSN 0022-6882) 1992, s. 593–607.

Lutter, Marcus – Lammers, Brigitte, Hostile Takeovers: Possibilities and Limitations according to German Law. Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market, editors *J. M. M. Maeijer – K. Geens.* Nordrecht – London 1990: Martinus Nijhoff Publishers, Graham & Trotman (ISBN 0-7923-0834-4), s. 113–148.

Lutter, Marcus – Wahlers, Henning W., Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts. Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1989, s. 1–17.

Löfmarck, Madeleine, Insiderbrott och Svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige. Juridiska Fakulteten i Stockholm, Skriftserie nr 18. Stockholm 1988: Stiftelsen Juristförlaget vid Stockholms universitet (ISBN 91-7598-068-1).

Löyttyniemi, Timo, Essays on Corporate Capital Structure Decisions. Acta Academiae Oeconomicae Helsingiensis, Series A:79. Helsinki 1991 (ISBN 951-702-005-8).

Löyttyniemi, Timo, Yritysten velkaantuminen ja sen ratkaisu. KOP Taloudellinen katsaus (ISSN 0355-0044) 4/1992 s. 4–11.

M

Mace, Dan C., The Takeover Directive. The Law Society's Standing Committee on Company Law. Conference on Recent Developments in Company Law – London 25.11.1991 – Speakers' Papers, s. 24–34.

Macey, Jonathan R., Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys. Med kommentar av *Clas Bergström och Per Samuelsson.* 1:a upplagan, 1:a tryckningen, Stockholm 1993: SNS Förlag (ISBN 91-7150-487-7).

Maeijer, J. M. M., Dutch Law relating to hostile takeovers and the protection against them. Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market, editors *J. M. M. Maeijer – K. Geens.* Nordrecht – London 1990: Martinus Nijhoff Publishers, Graham & Trotman (ISBN 0-7923-0834-4), s. 173–198.

Maeijer, J. M. M. – Geens, K. (editors), Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market. With an Introduction in French. Nordrecht – London 1990: Martinus Nijhoff Publishers, Graham & Trotman (ISBN 0-7923-0834-4).

Mahkonen, Sami, Osakeyhtiölain yleislauseke – tae vähemmistönsuojasta. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1975, s. 413–425.

Mahkonen, Sami, Osakeyhtiöoikeudellisesta tutkimuksesta Suomessa vuosina 1895–1978. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1978, s. 665–676.

Maier-Reimer, Georg, Defensive Measures: The Continental Approach. (c) Protection Against Hostile Takeovers in Germany: Banks and Limitations on Voting Rights. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 242–251.

Meier-Schatz, Christian J., Regulation of Takeovers in Selected National Legal Systems. (b) Takeover Regulation: The Swiss Approach. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 143–163.

Marquardt, Alexander, Tender offers in France: the new rules. International Financial Law Review (ISSN 0262-6969) January 1990, s. 35–38.

Marthinussen, Hans Fredrik, Aksjeloven. (Lov om aksjeselskaper av 6. juli 1957) med kommentar av *Hans Fredrik Marthinussen.* Oslo 1960: H. Aschehoug & Co. (W. Nygaard).

Marthinussen, Hans Fredrik – Aarbakke, Magnus, Aksjeloven (Lov om aksjeselskaper av 4. juni 1976 nr. 59). Med kommentarer av *Hans Fredrik Marthinussen* (kap. 1–9) *og Magnus Aarbakke* (kap. 10–19). Oslo 1986: H. Aschehoug & Co. (W. Nygaard) (ISBN 82-03-11433-4).

Martikainen, Teppo – Yli-Olli, Paavo, The Finnish stock market: An investigation for empirical research and future researh directions. Liiketaloustieteellinen aikakauskirja (ISSN 0024-3469) 1991, s. 253–284.

Mattson, Robert, Vem är insider enligt Värdepappersmarknadslagen 5 kap. 2 §? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland (ISSN 0040-6953) 1990 s. 147–160.

Mayson, Stephen W. – French, Derek – Ryan, Christopher L., Mayson, French & Ryan on Company Law. 1990–91 Edition. Seventh edition, London 1990: Blackstone Press Limited (ISBN 1-85431-076-3).

Mergers, Acquisitions and Alternative Corporate Strategies. Hill Samuel Bank Limited – Confederation of British Industry (CBI). London 1989: Mercury Books, W. H. Allen & Co (ISBN 1–85251–012–9).

Mitchell, Philip L. R., Insider Dealing and Director's Duties. Second Edition, London 1989: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-12601-1).

Moberg, Krister – Samuelsson, Per, Börsrätt. Stockholm 1989: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-887221-2).

Monnonen, Elina, Yrityksen arvonmääritys ja yhtiöoikeudelliset arvonmääritystilanteet. Kauppaoikeuden tutkielma (99 s.), Turun kauppakorkeakoulu 1991.

Moore, Brian – Stenning, Kit, The Takeover Guide. London 1988: Longman Group (ISBN 0-85121-363-4).

Morse, Geoffrey, Charlesworth & Morse Company Law. Scottish Editor *Enid A. Marshall*, Accounting Editor *Richard Morris*, Insolvency Editor *Letitia Crabb*. Fourteenth Edition, London 1991: Sweet & Maxwell Limited (ISBN 0-420-48580-5).

Morse, G. K., The City Code on Takeovers and Mergers – Self Regulation or Self Protection? The Journal of Business Law (ISSN 0021-9460) 1991, s. 509–524.

De Mott, Directors' duties in management buyouts and leveraged recapitalizations. *Hamilton, Robert W.*, Corporation Finance. Cases and Materials. Second Edition, St. Paul, Minn. 1989: West Publishing Co. (ISBN 0-314-55036-4), s. 939–952.

Muukkonen, P. J., Yhteistyösopimukset ja lojaliteettivelvollisuus. Juhlajulkaisu *Urho Kaleva Kekkonen* 1900 · 3/9 · 1975. Toimituskunta *Esko Hoppu, Erkki Ailio, Pertti Muukkonen, Kauko Sipponen, Edward Andersson, Ilkka Saraviita, Antti Suviranta, Mikael Hidén* (toimittaja). Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, C-sarja N:o 13. Helsinki 1975 (ISBN 951-9068-44-9), s. 356–364. (*Muukkonen*, Juhlajulkaisu *Kekkonen*).

Muukkonen, P. J., Osakkeen "ylihinnan" sovittelusta OYL:n 3:3.2:n mukaan. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1987, s. 379–389.

Muukkonen, P. J., OYL 14:8:n ja VYL 16:6:n keskinäisestä suhteesta vähemmistöosakkeita lunastettaessa. Juhlajulkaisu *Allan Huttunen* 1928 – 5/11 – 1988. Toimituskunta *Martti Kairinen, Leena Kartio ja Ari Saarnilehto* (toim.). Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, A. Juhlajulkaisut N:o 2. Turku 1988 (ISBN 951-880-137-1), s. 121–126. (*Muukkonen*, Juhlajulkaisu *Huttunen*).

Muukkonen, P. J., Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1993, s. 1030–1048.

Muutoksia arvopaperimarkkinalakiin. Lausuntonaan Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietinnöstä (komiteanmietintö 1991:48) Suomen Asianajajaliiton hallitus on esittänyt seuraavaa. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1992, s. 555–557.

Mäntysaari, Petri, Kauppalaki ja osakkeiden myyjän vastuu yhtiön ominaisuuksista. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1993, s. 663–688.

N

Nathan, Kevin S. – O'Keefe, Terrence B., The Rise in Takeover Premiums. An Exploratory Study. Journal of Financial Economics (ISSN 0304-405X) 1989, s. 101–119.

Nehls, Albrecht, Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht im Aktienrecht. Hamburg 1993: Verlag W. Mauke Söhne (ISBN 3-923725-45-0).

Nial, Håkan N:son, Om aktiebrev och andra aktierättsliga dokument. Stockholm 1929: P.A. Norstedt & Söner. (*Nial*, Om aktiebrev).

Nial, Håkan, Minoritetsskydd i aktiebolag. Svensk Juristtidning (ISSN 0339-6591) 1941, s. 702–720.

Nial, Håkan, Om Aktiebolag. Enligt lagen den 14 september 1944. Översiktlig framställning för praktisk bruk jämte formulär och lagtext. Stockholm 1948: P. A. Norstedt & Söners Förlag. (*Nial,* Om Aktiebolag).

Nial, Håkan, Svensk associationsrätt i huvuddrag. Omarbetad i samverkan med *Svante Johansson.* Femte upplagan, Institutet för rättsvetenskaplig forskning [LXXX]. Stockholm 1991: Norstedts Juridikförlag (ISBN 91-38-50070-1). (*Nial*).

Von Nick, Andreas, Die Regelung öffentlicher Übernahmeangebote. Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ISSN 0044-2372) 1991, s. 859–882.

Nolte, Cornelius – Leber, Hendrik, Feindliche Unternehmensübernahmen – eine Gefahr für deutsche Unternehmen? Die Betriebswirtschaft (ISSN 0342-7064) 1990, s. 573–585.

Nuolimaa, R. O., Välikäsisuhteesta. Siviilioikeudellinen laudaturkirjoitus, 2.2.1972 (julkaisematon). (*Nuolimaa,* Välikäsisuhteesta).

Nuolimaa, R. O., Rekisteröimättömän osakeyhtiön puolesta tehdystä kiinteistön kaupasta. Helsinki 1981 (ISBN 951-640-126-0). (*Nuolimaa,* Rekisteröimättömän).

Nuolimaa, R. O., Lunastuslauseke ja suostumuslauseke. Osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1984 (ISBN 951-640-206-2). (*Nuolimaa*).

Nuolimaa, R. O., Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1989, s. 1–9.

Nuolimaa, Risto, Näkökohtia toissijaisesta merkintäetuoikeudesta. Artikla R.Y:n 10-vuotisjuhlajulkaisu. Kitee 1989, s. 185–198. (*Nuolimaa,* Juhlajulkaisu Artikla).

Nuolimaa, R. O., Yritysvaltaus ja sen torjunta (esitelmä). Lakimiesliiton koulutuskeskuksen seminaari Yritysvaltaus ja sen torjunta 1.2.1989. (*Nuolimaa,* esitelmä).

Nuolimaa, R. O., Arvostelu teoksesta *Johansson, Svante*: Bolagstämma. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1991, s. 598–604.

O

Oikeustieteellinen tutkimus Suomessa. Valtion yhteiskuntatieteellisen toimikunnan asettaman arviointiryhmän raportti. Suomen Akatemian julkaisuja 1/93. Helsinki 1993 (ISBN 951-37-1117-X).

Oker-Blom, Max, Jurionomi eller rätten i ekonomiskt perspektiv. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland (ISSN 0040-6953) 1980, s. 145–265.

Olbert, Lars, Lönsamt hitta uppköpskandidat. Aktiespararen (ISSN 0345-049X) 10/1990, s. 21–23.

Olsson, Curt, Aktieförvärvares rätt i förhållande till bolaget. Juridiska Föreningens i Finland Publicationsserie N:o 21. Helsingfors 1949. *(Olsson).*

Olsson, Curt, Aktiebolagslagens generalklausul, modell Finland. Festskrift till professor, dr. juris *O. A. Borum* 30. Juli 1964. Under redaktion af *E. A. Abitz, Stig Iuul, Vilh. Boas, Torben Lund* og *A. Vinding Kruse.* København 1964: Danmarks Juristforbund, s. 349–363. (*Olsson,* Festskrift till *O. A. Borum*).

Oppenheimer, Bertil, Alla parter berörs av kontrollbalansräkningen. Balans (ISSN 0346-8208) 2/1992, s. 12–17.

Otto, Hans-Jochen, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr. Der Betrieb (ISSN 0005-9935), Beilage nr. 12/88 1988, s. 1–12.

P

Page, Alan – Ferguson, Robert, Investor protection & the law. London 1992: Weidenfeld & Nicolson (ISBN 0-297-82132-6).

Palandt. Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz, Verschollenheitsrecht, Beurkundungsgesetz, Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geshäftsbedingungen, Abzahlungsgesetz, Gesetz über den Widerruf von Haustürgeschäften und ähnlichen Geschäften, § 13a gegen den unlauteren Wettbewerb, Gesetz zur Regelung der Miethöhe (Art. 3 des 2. WKSchG), Produkthaftungsgesetz, Erbbaurechtsverordnung, Wohnungseigentumsgesetz, Ehegesetz, Hausratsverordnung bearbeitet von *Peter Bassenge, Uwe Diederichsen, Wolfgang Edenhofer, Helmut Heinrichs, Andreas Heldrich, Hans Putzo, Heinz Thomas.* 50., neubearbeitete Auflage München 1991: C. H. Beck'she Verlagsbuchhandlung (ISBN 3-406-34764-9).

Palmer's Company Law. Principal Editor *Geoffrey Morse.* Editors *Paul L. Davies, Ian Fletcher, John L. Powell, Richard Morris, David A. Bennet, Michael Bridge, Judith Freedman, Eva Lomnicka, Christopher Ryan, David Milman, Margaret Chamberlain, John Usher, Keith Walmsley, David Williams, Stephen Bailey.* Twenty-fifth Edition. London – Edinburgh – Release 51: November 1993: Sweet & Maxwell, W. Green (jatkuvatäydenteinen, kuusiosainen) (ISBN 0-420-44660-5).

Palmgren, Gunnar, Kan i aktiebolag, vars bolagsordning innehåller s.k. utlänningsparagraf, ägare av fria aktier fordra att dessa förses med påteckning om förbud mot överlåtelse till utlänning? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland (ISSN 0040-6953) 1947, s. 229–237.

Parkinson, Chris, Hostile Takeover Bids and Shareholder Wealth: Some UK Evidence. European Management Journal (ISSN 0263-2373) 1991, s. 454–459.

Paul, Alan, Calling the tune on concert parties. International Corporate Law (ISSN 0961-5326) April 1993, s. 39–44.

Paul, Alan, Concert parties and the right to know. International Corporate Law (ISSN 0961-5326) July/August 1993, s. 39–42.

Peczenik, Aleksander, Causes and Damages. Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr 33. Lund 1979: Juridiska Föreningen i Lund (ISBN 91-544-1161-0).

Pehrson, Lars, Generalklausuler i aktiebolagslagen. Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887–1987. Rättsvetenskapliga studier. Redaktionskommitté *Mats Müllern, Stefan Lindskog, Sven Unger.* Stockholm 1987: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-877042-8), s. 483–502. (*Pehrson,* Festskrift till Sveriges Advokatsamfund).

Pehrson, Lars, Förvärv av egna konvertibler och teckningsrättsoptioner. Festskrift till *Gotthard Calissendorff.* Redaktionskommitté *Leif Thorsson – Sven Unger.* Stockholm 1990: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-897842-8), s 219–240. (*Pehrson,* Festskrift till *Calissendorff*).

Peltzer, Martin, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland. Möglichkeiten und Hindernisse. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ISSN 0723-9416) 1989, s. 69–79.

Peltzer, Martin, Übernahmeangebote nach künftigem Europa-Recht und dessen Umsetzung in deutsches Recht. *Assman, Heinz-Dieter – Basaldua, Nathalie – Bozenhardt, Friedrich – Peltzer, Martin:* Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 9. Berlin – New York 1990: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012311-8), s. 179–233.

Pennington, Robert R., Pennington's Company Law. Sixth edition, London – Edinburgh 1990: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-51041-5).

Penttilä, Seppo, Osakkeen arvo verotuksessa. Tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja N:o 201. Tampere 1991 (ISBN 951-848-036-2).

Pombo, Fernando, Chapter 11, Spain. International M&A Law. Bath, England 1991: Euromoney Books and The International Financial Law Review (ISBN 1-85564-087-2), s. 117–136.

Posselius, Elisabet – Grosskopf, Göran – Gometz, Ulf – Huldén, Lennart, Skyddet för aktiebolagets egna kapital. 2:a reviderade upplagan, Skriftserien Nr 3. Stockholm 1990: Ernst & Young AB (ISBN 91-87178-18-4).

A Practitioner's guide to the City Code on Take-overs and Mergers. Introduction by *Geoffrey Barnett,* Director General, The Panel on Take-overs and Mergers. 1991 Edition, Surrey 1991: Westminster Management Consultants Limited (ISBN 1-872660-05-3). (*Practitioner's guide*).

A Practitioner's guide to the Stock Exchange Yellow Book. Overview by *Gavin H. Fryer,* Divisional Director of Listing, The International Stock Exchange. 1991 Edition, Surrey 1991: Westminster Management Consultants Limited (ISBN 1-872660-99-1). (*Practitioner's Guide to the Yellow Book*).

Pylkkönen, Pertti, Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. Suomen rahoitusmarkkinat 1990. Toiminnot, lainsäädäntö ja instituutiot. Suomen Pankki sarja A:79. Helsinki 1991 (ISBN 951-686-270-5), s. 119–134.

Pöyhönen, Juha, Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 179. Helsinki 1988 (ISBN 951-855-103-0).

Pöyhönen, Juha, Kan man jämka beräkningsgrunderna för lösen i ett aktiebolags bolagsordning? Tidsskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland (ISSN 0040-6953) 1991, s. 215–241.

R

Ramberg, Göran, Något om värdering av "måttligt stora företag". Värdering av företag. Handelsrättslig skriftserie Nr 4, Utgiven av Institutionen för handelsrätt. Lund 1991: Lunds universitet (ISBN 91-87998-02-5), s. 43–49. (*Ramberg,* Värdering av företag).

Ramberg, Jan, Allmän avtalsrätt. 3:e upplagan, Stockholm 1991: Juristförlaget (ISBN 91-7598-487-3). (*Ramberg*).

Ramberg, Jan, Nobelutredningen. Slutrapport avgiven den 16 mars 1992 av professor, jur.dr Jan Ramberg. (*Ramberg,* Nobelutredningen).

Rapakko, Timo, Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki 1990 (ISBN 951-640-445-6).

Rasmussen, Hjalte, European Community Case Law. Summaries of Leading EC Court Cases. Copenhagen 1993: Handelshøjskolens Forlag, Munksgaards Forlag (ISBN 87-16-13221-1).

Ratner, David L. – Hazen, Thomas Lee, Securities Regulation. Cases and Materials. Fourth Edition, St. Paul, Minn. 1991: West Publishing Co. (ISBN 0-314-79326-7). (*Ratner – Hazen,* Cases).

Ratner, David L. – Hazen, Thomas Lee, Securities Regulation. Selected statutes, rules and forms. 1992 Edition, St. Paul, Minn. 1992: West Publishing Co. (ISBN 0-314-00133-6). (*Ratner – Hazen,* Statutes).

Relas-Vuorio, Tuovi, Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksestä (esitelmä). Lakimiesliiton koulutuskeskuksen seminaari Yritysmuodon valinta ja yrityksen perustaminen 10.-11.10.1989, Hyvinkää.

Reul, Jürgen, Die Pflicht zur Gleichbehandlund der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen. Eine juristische und ökonomische Analyse. Tübinger rechtswissenschaftliche Abhandlungen, Band 70. Tübingen 1991: J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) (ISBN 3-16-145687-4).

Rhodes, Melissa J., The White Knight Privilege in Litigated Takeovers: Leveling the Playing Field in Discovery. Stanford Law Review (ISSN 0038-9765) 1991, s. 445–473.

Rissanen, Kirsti, Osuus osakeyhtiössä. Juhlajulkaisu *Matti Ylöstalo* 1917· 4/2 · 1987. Toimituskunta *Juhani Wirilander, Matti L. Aho, Pirkko Liisa Aro, Timo Esko* (toimittaja), *Leena Kartio, Erkki-Juhani Taipale ja Olli Tarkka.* Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, C-sarja N:o 21. Helsinki 1987 (ISBN 951-855-087-5), s. 317-334. (*Rissanen,* Juhlajulkaisu *Matti Ylöstalo*)

Rissanen, Kirsti, Lait arvopaperimarkkinoille. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1988, s. 638–654.

Rissanen, Kirsti, Yritykset ja kansainvälinen yhteisö. Euroopan integraatio ja Suomen oikeus. Toim. *Seppo Laakso.* Tampere 1991 (ISBN 951-44-2897-8), s. 51–67. (*Rissanen,* Euroopan integraatio ja Suomen oikeus).

Rissanen, Kirsti, Ongelmallinen viides yhtiödirektiivi. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1992, s. 168–172.

Rissanen, Kirsti, Lausunto, Cast-Rixa Oy:n julkinen ostotarjous Castrum Oy:n osakkeista. (Julkaisematon 1.9.1993 päivätty lausunto, 13 s., jätetty Helsingin raastuvanoikeudelle 6.9.1993). (*Rissanen,* Lausunto).

Rissanen, Kirsti – Korah, Valentine, EY:n ja Suomen kilpailuoikeus. Helsinki 1991 (ISBN 951-640-531-2).

Robert, Marie-Claude, The Internationalization of the Markets and the Experience of the French COB with Mergers and Acquisitions. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 403–418.

Roberts, A. C. R. – Wiseman, R. M., Possible defensive measures against stock exchange raids in the UK. Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market, editors *J. M. M. Maeijer – K. Geens.* Nordrecht – London 1990: Martinus Nijhoff Publishers, Graham & Trotman (ISBN 0-7923-0834-4), s. 213–225.

Rodhe, Knut, Tvångsinlösen av minoritetsaktier. Förbättringar möjliga. Ekonomisk Revy (ISSN 0013-3167) 1973, s. 533–537.

Rodhe, Knut, Tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. Tidskrift för Sveriges Advokatsamfund (ISSN 0040-6902) 1977, s. 249–255.

Rodhe, Knut, Convertibles and Warrants – Some Notes by a Company Lawyer. Accounting Development – some perspectives. A book in honour of *Sven-Erik Johansson.* Editors: *Bo Fridman, Lars Östman.* The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics 1989 (ISBN 91-7258-287-1). (*Rodhe,* Convertibles and Warrants).

Rodhe, Knut, Kontobaserat aktiesystem. Frågetecken i brytningen mellan gammalt och nytt. Festskrift till *Kurt Grönfors.* Redaktionskommitté *Lars Gorton, Jan Ramberg, Jan Sandström.* Stockholm 1991: Norstedts Juridikförlag (ISBN 91-1-897572-0), s. 371–386. (*Rodhe,* Festskrift till *Kurt Grönfors*).

Rodhe, Knut, Aktiebolagsrätt. Enligt 1975 års aktiebolagslag av Knut Rodhe. Sextonde upplagan, Stockholm 1993: Norstedts Förlag (ISBN 91-38-50191-0). (*Rodhe*).

Romano, Roberta, The state competition debate in corporate law. Corporate law and economic analysis. Edited by *Lucian Arye Bebchuk.* Cambridge 1990: Cambridge University Press (ISBN 0-521-36054-4), s. 216–254.

Roos, Carl Martin, Avtal och rösträtt. En aktiebolagsrättslig studie. Stockholm 1969: Almqvist & Wiksell. (*Roos*).

Roos, Carl Martin, Varför rättsekonomi? Tidsskrift for rettsvitenskap (ISSN 0040-7143) 1993, s. 227–249.

Routamo, Eero – Hoppu, Esko, Suomen vahingonkorvausoikeus. Toinen painos. Helsinki 1988 (ISBN 951-640-387-5).

Ruback, Richard S., An Overview of Takeover Defenses. Mergers and Acquisitions. Edited by *Alan J. Auerbach.* Chicago 1989: The University of Chigago Press (ISBN 0-226-03209-4), s. 49–67.

Rudanko, Matti, Rakennuttajan myötävaikutushäiriöistä rakennusurakassa. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 183. Helsinki 1989 (ISBN 951-855-112-X). (*Rudanko,* Myötävaikutushäiriöistä).

Rudanko, Matti, Civil law and the regulation of financial services (esitelmä). Nordic Seminar on European Financial Integration 27.–28.4.1992, Hanasaari, Helsinki. Nordic Perspectives on European Financial Integration. Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law 4. Edited by *Pekka Timonen.* Helsinki 1992 (ISBN 951-45-6219-4), s. 201–229. (*Rudanko*).

Rundfelt, Rolf, Insideraffärer och börsetik. Stockholm 1984: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (ISBN 91-7150-256-4).

Ryan, Christopher, Company Directors. Liabilities, Rights and Duties. Third Edition, Oxfordshire 1990: CCH Editions Limited (ISBN 0-86325-249-4).

Rydqvist, Kristian, Takeover bids and the relative prices of shares with different voting rights. Handelshögskolan i Stockholm, Ekonomiska forskningsinstitutet. Stockholm 1990.

Räihä, Henrik, Börslagstiftningen i EG. Festskrift utgiven i anledning av Juristklubben Codex' 50-års jubileum: Europeisk rätt i utveckling. Red. *Thomas Wilhelmsson, Tomas Lindholm, Esbjörn af Hällström, Mårten Aspelin, Ingeborg Kainlauri, Jan Ollila.* Helsingfors 1990. (ISBN 952-90-2056-2), s. 173–186.

Räihä, Henrik, Yrityskaupat ja yhtiölainsäädäntö (esitelmä). Lakimiesliiton koulutuskeskuksen järjestämä EY-oikeuden jatkokurssi Tavaroiden, palveluiden ja pääoman vapaa liikkuvuus 12.4.1991, Bryssel. (*Räihä,* esitelmä).

Röhrich, Martina, Feindliche Übernahmeangebote. Eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA. Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, Band 123, 1. Auflage, Baden-Baden 1992: Nomos Verlagsgesellschaft (ISBN 3-7890-2745-6).

Röhrich, Martina, Gleichbehandlungspflicht bei Kontrollakquisitionen: Eine Analyse der dreizehnte EG-Richtlinie aus ökonomischer Sicht. Recht der Internationalen Wirtschaft – Betriebs-Berater International (ISSN 0340-7926) 1993, s. 93–98.

S

Samuels, J. M. – Wilkes, F. M. – Brayshaw, R. E., Management of Company Finance. Fifth edition, London 1990: Chapman and Hall (ISBN 0-412-37470-6).

Samuelsson, Per, Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Stockholm 1991: Norstedts Juridikförlag (ISBN 91-1-908162-6).

Sandström, Jan, Aktiebok och rösträtt. Festskrift till *Knut Rodhe.* Studier i krediträtt och associationsrätt. Redaktionskommitté: *Kurt Grönfors, Jan Hellner, P. G. Persson.* Stock-

holm 1976: P A Norstedt & Söners Förlag (ISBN 91-1-767042-X), s. 385–404. (*Sandström* Festskrift till *Rodhe*).

Sandström, Jan, Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [LXXXVIII]. Stockholm 1976: P. A. Norstedt & Söners Förlag (ISBN 91-1-767194-4). (*Sandström*).

Sandström, Jan, Take-over Bids. Stock Exchange Law and Corporation Law. Report from a symposium in Sweden 1984. Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund s. 39–47. (*Sandström*, Take-over Bids).

Sarvilinna, Teppo, Oikeustapauksia, KKO 1990:171. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1991, s. 1310–1323.

Schaaff, Petra, Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und USA. Recht der Internationalen Wirtschaft – Betriebs-Berater International (ISSN 0340-7926) 1985, s. 273–280.

Schaumburg-Müller, Peer – Hansen, Erik Bruun, Dansk Børsret. København 1993: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-02191-1).

Scherer, F. M., Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. Journal of Economic Perspectives (ISSN 0895-3309) 1988, s. 69–82.

Schiessl, Maximilian, Neue Erfahrungen mit Unternehmenskäufen und Unternehmensübernahmen in den USA. Recht der Internationalen Wirtschaft – Betriebs-Berater International (ISSN 0340-7926) 1988, s. 522–526.

Schluep, Walter René, Die Wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht. Dissertation der Handels-Hochschule St. Gallen zur Erlangung der Würde eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften. Dissertation Nr. 81. Zürich und St. Gallen 1955: Polygraphisher Verlag AG.

Schmidt, Karsten, Gesellschaftsrecht. 2., völlig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Köln, Berlin, Bonn, München 1991: Carl Heymanns Verlag KG (ISBN 3-452-21957-7).

Schneider, Susan C. – Dunbar, Roger L. M., A Psychoanalytic Reading of Hostile Takeover Events. Academy of Management Review (ISSN 0363-7425) 1992, s. 537–567.

Schockenhoff, Martin, Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsausschluss. Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht 58. Köln, Berlin, Bonn, München 1988: Carl Heymanns Verlag KG (ISBN 3-452-21217-3).

Af Schultén, Gerhard, "Skiljemannapraxis vid inlösen av dotterbolagsaktier". Asianajajan työkentältä – Från advokatens arbetsfält. Suomen Asianajajaliiton juhlakirja. Helsinki 1994 (ISBN 951-95033-6-6), s. 377–398.

Af Schultén, C. G. – Finne, Sten – Koski, Pauli – Malinen, Eino, Ehdotus uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. Oikeusministeriön lainsäädäntöosaston julkaisu 9/1974. Helsinki 1974 (ISBN 951-46-1080-6). (*Schultén – Finne – Koski – Malinen*).

Schwartz, Jörg, Das neue schweizerische Aktienrecht und der Übernahme-Kodex. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapier Mitteilungen (ISSN 0342-6972) 1992, s. 1053–1058.

Schwegmann, Vinzent – Pfaffenberger, Werner C., Möglichkeiten und Grenzen von Abwehrmassnahmen der Verwaltung gegen feindliche Übernahmeangebote. Die Betriebswirtschaft (ISSN 0342-7064) 1991, s. 561–580.

Sealy, L. S., The Draft Thirteenth E.C. Directive on Take-overs. E.C. Financial Market Regulation and Company Law edited by *Mads Andenas – Stephen Kenyon-Slade.* London 1993: Sweet & Maxwell Limited (ISBN 0-421-50350-5), s. 135–148.

Sharpe, William F. – Alexander, Gordon J., Investments. Fourth Edition, Englewood Cliffs, N J 1990: Prentice-Hall, Inc. (ISBN 0-13-477555-4).

Sillanpää, Matti J., Vapaat osakkeet. Ulkomaalaisen omistusoikeutta rajoittavaan lakiin liittyvistä erityiskysymyksistä. Yritysjuridiikka 11. Helsinki 1988 (ISBN 951-640-418-9). (*Sillanpää*).

Sillanpää, Matti J., Katsaus arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n tulkintaongelmiin. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, sarja Keskustelua ja raportteja 14:1991. Turku 1991 (ISBN 951-738-566-8). (*Sillanpää*, Katsaus).

Sillanpää, Matti J., Julkisesta ostotarjouksesta I. Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1991, s. 662–699.

Sillanpää, Matti J., Julkisesta ostotarjouksesta II. Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1992, s. 251–279.

Sillanpää, Matti J., Julkisesta ostotarjouksesta III. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä. Defensor Legis (ISSN 0356-262X) 1992, s. 643–674.

Sillanpää, Matti J., EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1992, s. 1105–1134.

Sillanpää, Matti J., Lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1993, s. 161–194.

Skog, Rolf, Erbjudandeplikt. Särtryck ur Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet (ISSN 1100-7761) nr 1/1993–94. Stockholm 1994 (ISBN 91-7598-636-1).

Skogh, Göran (red.), Rättsekonomi. Ekonomi Under Debatt: Rättsekonomi. Upplaga 1:1. Stockholm 1983: LiberFörlag (ISBN 91-38-61193-7).

Skåre, Jan – Knudsen, Gudmund, Lov om aksjeselskaper. Lov 4 juni 1976 nr. 59 med kommentarer av *Jan Skåre og Gudmund Knudsen*. 3. utgave, Kolbotn 1987: Tano A.S. (ISBN 82-518-2279-3).

Smith, Lucy, Ny lov om verdipapirhandel. Lov og Rett (ISSN 0024-6980) 1986, s. 247–273.

Smith, Lucy, Kampen på aksjemarkedet. En rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak. Oslo 1988: Universitetsförlaget AS (ISBN 82-00-02667-1). (*Smith*).

Snaith, Ian, The City Code in 1989: creativity and it's limits. The Company Lawyer (ISSN 0144-1027) 1990, s. 98–106.

Sneholt, Lone – Thomsen, Niels, Aktieselskapsloven med ændringer senest af 23. december 1992 kommenteret af *Lone Sneholt og Niels Thomsen*. 5. revidere udgave. København 1994: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-02432-5).

Speck, Kurt, Übernahmen in den USA, Europa, Japan: 3 Kontinente – 3 Philosophien. Mergers & Acquisitions. Herausgegeben von *Hans Siegwert – Julian I. Mahari – Ivo G. Caytas – Bernd-Michael Rumpf*. Stuttgart & Basel 1990: Schäffer Verlag für Wirtschaft und Steuern, Verlag Helbing & Lichtenhahn (ISBN 3-7190-1080-5), s. 237–242.

Stedman, Graham – Jones, Janet, Shareholders' Agreements. Second edition, London 1990: Longman Group (ISBN 0-85121-655-2).

Steinberg, Marc I., Understanding Securities Law. 1989 Edition, 1990 Reprint, New York 1990: Matthew Bender & Co.

Steinberg, Marc I., Securities Regulation. New York 1991: Matthew Bender & Co.

Steinmann, Markus, Präventive Abwehrmassnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes. Reihe Handels- und Wirtschaftsrecht. Band 21. Grüsch 1989: Verlag Rüegger (ISBN 3-7253-0351-7).

Stenbeck, Einar – Wijnbladh, Mauritz – Nial, Håkan, Aktiebolagslagen jämte dithörande författningar med förklaringar. Sjätte upplagan, Stockholm 1970: P. A. Norstedt & Söners Förlag.

Stockholms fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling. *Ingemund Hägg* (red). Stockholm 1988: SNS Förlag (ISBN 91-7150-321-8).

Stoll, Jutta, Rechtliche Aspekte von "feindlichen" Übernahmen von Aktiengesellschaften. Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (ISSN 0340-7918) 1989, s. 301–305.

Stonehill, Arthur – Dullum, Kåre B., Corporate Wealth Maximization, Takeovers, and The Market for Corporate Control. Nationaløkonomisk Tidsskrift (ISSN 0028-0453) 1990, s. 79–96.

Strömholm, Stig, Rätt, rättskällor och rättstillämpning. En lärobok i allmän rättslära. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [CIX]. Tredje upplagan, Lund 1988: Norstedts (ISBN 91-1-877321-4).

T

Taggart, Robert A. Jr., The Growth of the "Junk" Bond Market and Its Role in Financing Takeovers. Mergers and Acquisitions. Edited by *Alan J. Auerbach.* Chicago 1989: The University of Chigago Press (ISBN 0-226-03209-4), s. 5–24.

Takeover bids code. International Business Lawyer (ISSN 03097576) 1992, s. 313.

Takeovers/EC/UK, Continuing unease with Directive. Business Law Brief (ISSN 02-7630) January 1991, s. 10–11.

Takeover Panel Report. The Takeover Panel, Report of the Year ended 31st March 1991. London.

Taxell, Lars Erik, Aktiebolagsstyrelsens kompetens att rättshandla. En studie i Finlands gällande bolagsrätt. Juridiska föreningen i Finland publicationsserie N:o 16. Helsingfors 1946. (*Taxell,* Kompetens).

Taxell, Lars Erik, Aktieägarens rättskydd. Acta Academiae Aboensis Humaniora XXIV.5. Åbo 1961. (*Taxell,* Rättskydd).

Taxell, Lars Erik, Avtal och rättskydd. Acta Academiae Aboensis, ser. A. Vol. 43. Åbo 1972. (*Taxell*).

Taxell, Lars Erik, Skadestånd vid avtalsbrott. Åbo 1993 (ISBN 952-9616-35-X). (*Taxell,* Skadestånd).

Telaranta, K. A., Arvopaperioikeus. Helsinki 1981 (ISBN 951-99304-2-6). (*Telaranta,* Arvopaperioikeus).

Telaranta, K. A., Sopimusoikeus. Helsinki 1990. (ISBN 951-640-464-2). (*Telaranta*).

Tettamanti, Tito, Takeover: Ein kulturelles, staatspolitisches, wirtschaftliches und rechtliches Problem aus der Sicht des Unternehmers. Mergers & Acquisitions. Herausgegeben von *Hans Siegwert – Julian I. Mahari – Ivo G. Caytas – Bernd-Michael Rumpf.* Stuttgart & Basel 1990: Schäffer Verlag für Wirtschaft und Steuern, Verlag Helbing & Lichtenhahn. (ISBN 3-7190-1080-5), s. 95–104.

Teweles, Richard J. – Bradley, Edward S., The Stock Market. A revision of earlier editions by the late *George L. Leffler and Loring C. Farwell.* Fifth Edition, New York 1987: John Wiley & Sons (ISBN 0-471-82044-X).

Theisen, Manuel René, Der Konzern. Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung. Stuttgart 1991: C. E. Poeschel Verlag (ISBN 3-7910-0511-1).

Thomsen, Niels, Aktieselskabsloven med ændringer senest af 16. maj 1990 kommenteret af *Niels Thomsen.* 4. reviderede udgave, København 1990: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-01853-8).

Tikka, Kari S., Flat Rate Taxation of Capital Income as a Reaction to International Tax Competition. Economic Policy Issues in Financial Integration. Proceedings of Nordic Seminar on European Financial Integration. Edited by *Seppo Honkapohja.* Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law 9, Helsinki 1993 (ISBN 951-45-6577-0), s. 291–306.

Timonen, Pekka, Different interests involved in takeovers – A paper for Nordic Seminar on European Financial Integration. Hanasaari 28.4.1992. Nordic Perspectives on European Financial Integration. Edited by *Pekka Timonen.* Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law 4, Helsinki 1992 (ISBN 951-45-6219-4), s. 285–318. (*Timonen*).

Timonen, Pekka, Arvostelu teoksesta Christensen, Jan Schans, Contested Takeovers in Danish Law – A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1992, s. 586–588.

Timonen, Pekka, ETA-sopimuksen vaikutus suomalaiseen oikeuslähde- ja laintulkinta-oppiin. Lakimies (ISSN 0023-7353) 1993, s. 583–597.

Tjernberg, Mats, Stockholms fondbörs rättsliga ställning och möjligheterna att överpröva vissa beslut. Svensk Juristtidning (ISSN 0339-6591) 1991, s. 40–57.

Tricker, R. I., Corporate Governance. Practices, procedures and powers in British companies and their boards of directors. Oxford 1984: Gower Publishing Company Limited (ISBN 0-566-00749-5).

Toiviainen, Heikki, Yhdenvertaisuus yhdistyksissä. Tutkimus tasa-arvosta sekä yhdenvertaisuusnormista ja sen lainsäädännöllisistä takeista 4 päivänä tammikuuta 1919 yhdistyksistä annetun lain (1919/1) soveltamisalaan kuuluvissa rekisteröidyissä aatteellisissa yhdistyksissä. Helsinki 1982 (ISBN 951-640-162-7). (*Toiviainen,* Yhdenvertaisuus yhdistyksissä).

Toiviainen, Heikki, Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Helsinki 1992 (ISBN 951-640-589-4).

Tolley's Company Law. Edited by *Stephen Barc and Nicholas Bowen.* Croydon 1990 – Issue 10, November 1992: Tolley Publishing Company Ltd. (jatkuvatäydenteinen) (ISBN 0-85459-663-1).

Tolonen, Juha Pentti, Der allgemeine Erklärungshintergrund der wirtschaftlichen Ordnung und seine anwendung auf das Aktiengesellschaftsrecht. Rechtsvergleichende Untersuchung. Suomalaisen tiedeakatemian toimituksia, Sarja B, Nide 189. Helsinki 1974 (ISBN 951-41-0204-5).

Tolonen, Juha, Das Recht und die wirtschaftlichen Theorien. Zum Fortschritt von Theorie und Technik in Recht und Ethik. Herausgegeben von *Ilmar Tammelo / Aulis Aarnio.* Rechtstheorie, Zeitschrift für Logik, Methodenlehre, Kybernetik und Soziologie des Rechts, Beiheft 3. Berlin 1981: Duncker & Humblot (ISBN 3-428-04963-2), s. 95–107.

Travlos, Nickolaos G., Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns. The Journal of Finance (ISSN 0022-1082) 1987, s. 943–963.

Trockels, Friedrich, "Business Judgement Rule" und "Corporate Take-overs". Die Aktiengesellschaft (ISSN 0002-3752) 1990, s. 139–144.

U

Ughi, Giovanni, Positive incentives for investment. International Corporate Law (ISSN 0961-5326) April 1992, s. 16–19.

Urwitz, Gabriel, Är budplikten verkligen laglig? Dagens Industri (ISSN 0346-640X) 24.6.1993, s. 3.

U. S. Regulation of the International Securities Markets. A Guide for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries. Volume 1 & 2. By *Edward F. Greene – Alan L. Beller – George M. Cohen – Manley O. Hudson, Jr. – Edward J. Rosen.* Englewood Cliffs, New Jersey 1992: Prentice Hall Law & Business. (jatkuvatäydenteinen, kaksiosainen) (ISBN 0-13-952904-7).

V/W

Vapaavuori, Ahti, Suomeen suuntautuvien portfoliosijoitusten verokohtelu. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 186. Helsinki 1991 (ISBN 951-855-120-0).

Watter, Rolf, Unternehmensübernahmen. Kontrolwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände. Zürich 1990: Schulthess Polygraphischer Verlag (ISBN 3-7255-2824-1).

McVea, Harry, Financial Conglomerates and the Chinese Wall. Regulating Conflicts of Interest. New York 1993: Clarendon Press, Oxford University Press Inc. (ISBN 0-19-825713-9).

Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers. By *Laurence Rabinowitz.* Consulting Editor *M. A. Weinberg,* Taxation Editor *J.O. Dick,* Accountancy Editor *Neil Lerner,* European Editors *Jeremy Lever, Q.C. and Paul Lasok.* Fifth Edition, London 1989 – Release 9: 31.1.1994: Sweet & Maxwell (jatkuvatäydenteinen, kaksiosainen) (ISBN 0-421-35970-6).

Werlauff, Erik, Generalforsamling og beslutning. En aktieretlig studie i generalforsamlingsbeslutningers indhold, tilblivelse og anfægtelse. Viborg 1983: FSRs Forlag (ISBN 87-88109-54-2). (*Werlauff,* Generalforsamling).

Werlauff, Erik, Europæisk selskapsret. 1. udgave, 2. oplag, Kobenhavn 1989: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. (*Werlauff,* Selskapsret).

Werlauff, Erik, Selskabsmasken – loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten. København 1991: G. E. C. Gads Forlag (ISBN 87-12-01757-4). (*Werlauff,* Selskabsmasken).

Werlauff, Erik, The Development of Community Company Law. European Law Review (ISSN 0307-5400) 1992, s. 207–231.

Werlauff, Erik, EC Company Law. The common denominator for business undertakings in 12 states. First edition, Copenhagen 1993: Jurist- og Økonomforbundets Forlag/ DJØF Publisching (ISBN 87-574-5562-7). (*Werlauff,* EC Company Law).

Werlauff, Erik – Nørgaard, Jørgen, Vedtægt og aktionæraftale. Viborg 1987: Bikubenfonden (ISBN 87-574-3930-3).

Werner, Winfried, Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote im Aktienrecht: Vortrag gehalten von der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 26. April 1989. Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft zu Berlin, Heft 115. Berlin – New York 1989: Walter de Gruyter (ISBN 3-11-012326-6).

Wessel, Robert H., The Takeover Mania on World Capital Markets. Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali (ISSN 0035-6751) 1990, s. 629–644.

Widhagen, Gunnar, Om tvångsinlösen av aktier – några reflektioner. Festskrift till *Gotthard Calissendorff.* Redaktionskommitté *Leif Thorsson – Sven Unger.* Stockholm 1990: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-897842-8), s. 309–327.

Wiedemann, Gerhard, Kommentar zu den Gruppenfreistellungsverordnung des EWG-Kartellrechts. Band I, Allgemeiner Teil. Köln 1989: Verlag Dr. Otto Schmidt KG (ISBN 3-504-41193-7).

Wiedemann, Herbert, Spätlese zu Autokran – Besprechung der Entscheidung BGHZ 95, 330 ff –. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ISSN 0340-2479) 1986, s. 656–671.

Wiedemann, Herbert, Zur Frage a) der Anfechtbarkeit eines Mehrheitsbeschlusses über die Auflösung einer Kapitalgesellschaft (Ergänzung zu BGHZ 76, 352), b) der gesellschaftsrechtliche Treuepflicht der Aktionäre. BGH, Urteil v. 1.2.1988 – II ZR 75/87 (OLG Frankfurt). Juristen Zeitung (ISSN 0022-6882) 1989, s. 443–449.

Vihanto, Martti, Prominenssi julkisen vallankäytön rajoitteena. Politiikka (ISSN 0032-3365) 1992, s. 159–169.

Wihuri, Antti-Juhani, Ryhmäkanne. Perusselvitys käyttömahdollisuuksista Suomen oikeusjärjestelmässä. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1992. Helsinki 1992 (ISBN 951-47-5952-4).

Wikström, Kauko, Oikeuskäytännön tulkinnasta. Erittely oikeusnormien soveltamistoiminnasta esitettävien väitteiden teoreettisista perusteista ja oikeuskäytännön rakenteesta. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 128. Helsinki 1979 (ISBN 951-855-001-8).

Williamson, Oliver E., Corporate Finance and Corporate Governance. The Journal of Finance (ISSN 0022-1082) 1988, s. 567–591.

Williamson, Oliver E., Mergers, acquisitions, and leveraged buyouts: an efficiency assessment. Corporate law and economic analysis. Edited by *Lucian Arye Bebchuk.* Cambridge 1990: Cambridge University Press (ISBN 0-521-36054-4), s. 1–28.

Wils, Wouter, Concurrent Liability of the Community and a Member State. European Law Review (ISSN 0307-5400) 1992, s. 191–206.

Vinell, Lars – de Ridder, Adri, Aktiers avkastning och risk. Teori och praktik. Stockholm 1990: Norstedts Förlag (ISBN 91-1-907512-X).

Virtanen, Martti, Market Dominance and its Abuse in Competition Policy. An economic inquiry. Eurooppa-Instituutin julkaisuja 5/93. Turku 1993 (ISBN 952-9581-25-4).

Viotti, Staffan – Urwitz, Gabriel, Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution. Stockholms Fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling. *Ingemund Hägg* (red.) Stockholm 1988: SNS Förlag (ISBN 91-7150-321-8), s. 10–37.

Vogt, Nedim Peter – Watter, Rolf, Mergers & Acquisitions in Switzerland. Basle 1993: Helbing & Lichtenhahn Verlag AG (ISBN 3-7190-1262-X).

Wolff, Gisbert J., The Commission's Programme for Company Law Harmonisation: The Winding Road to a Uniform European Company Law? E.C. Financial Market Regulation and Company Law edited by *Mads Andenas – Stephen Kenyon-Slade.* London 1993: Sweet & Maxwell (ISBN 0-421-50350-5), s. 19–41.

Woolridge, Frank, Company Law in the United Kingdom and the European Community. Its Harmonisation and Unification. London 1991: The Athlone Press (ISBN 0-485-70003-4).

Würdinger, Hans, Aktienrecht und das Recht der verbundenem Unternehmen. Eine systematische Darstellung. 4., völlig neubearbeitete Auflage. Heidelberg – Karlsruhe 1981: C. F. Müller Juristischer Verlag (ISBN 3-8114-2681-8).

Wyatt, Michael, Company Acquisition of Own Shares. Third Edition, London 1989: Longman Law, Tax and Finance, Longman Group UK Ltd. (ISBN 0-85121-634-X).

Wymeersch, Eddy, Securities Regulation at the Level of the European Community. Publications of the Institute of Private Law, University of Helsinki 34. Helsinki 1989 (ISBN 951-45-4986-4). (*Wymeersch*).

Wymeersch, Eddy, The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A Comparative Overview. European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1991: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-11557-5), s. 65–128. (*Wymeersch*, Insider Trading).

Wymeersch, Eddy, The mandatory takeover bid. A critical view (esitelmä). Nordic Seminar on European Financial Integration 27.–28.4.1992, Hanasaari, Helsinki. Julkaistu myös teoksessa European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 351–368. (*Wymeersch*, Mandatory bid).

Wymeersch, Eddy, Takeover Bids in Europe. Nordic Perspectives on European Financial Integration. Edited by *Pekka Timonen.* Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law 4, Helsinki 1992 (ISBN 951-45-6219-4), s. 231–259. (*Wymeersch*, Takeover Bids).

Wymeersch, Eddy, The mandatory takeover bid. A critical view. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X). (*Wymeersch*, European Takeovers).

Wymeersch, Eddy, Problems of the Regulation of Takeover Bids in Western Europe: A Comparitive Survey. European Takeovers – Law and Practice. Edited by: *Klaus J. Hopt – Eddy Wymeersch.* London 1992: Butterworth & Co (Publishers) Ltd. (ISBN 0-406-01311-X), s. 95–131. (*Wymeersch*, Problems).

Y

Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita. Pauli Koski 14.6.1940–10.11.1992. Toimittanut *Matti J. Sillanpää.* Helsinki 1993 (ISBN 951- 599-099-8).

Ylänkö, Olavi, Yhtiön rakennemuutokset ja määrävähemmistö (esitelmä). Lakimiesliiton koulutuskeskuksen seminaari Vähemmistönsuoja ja velkojainsuoja osakeyhtiössä 4.–5.2.1988, Hämeenlinna.

Ö

Öster, Anna, Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv "Vem försvarar företaget?" En studie i ett internationellt perspektiv. Stiftelsen för börsrätt. Skriftserien 4. Stockholm 1992: Juristförlaget JF AB (ISBN 91-7598-552-7).

Z

Zöllner, Wolfgang, Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen. Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz herausgegeben von *Marcus Lutter · Peter Ulmer · Wolfgang Zöllner.* Köln 1992: Verlag Dr. Otto Schmidt KG. (ISBN 3-504-32101-6), s. 85–125.

Virallisluontoiset lähteet

Amended proposal for a thirteenth Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. COM(90) 416 final – SYN 186. Brussels, 10. September 1990. OJ C 240, 26.9.1990.

Arvopaperimarkkinarikokset. Rikoslakiprojektin ehdotus. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1993. Helsinki 1993 (ISBN 951-47-7743-3).

Betænkning nr. 540 1969. Betænkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning. Afgivet af det af handelsministeriet den 6. november 1964 nedsatte udvalg. København.

The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares. Fourth edition, London July 1993, The Panel on Takeovers and Mergers (jatkuvatäydenteinen) (ISBN 0-9500466-6-3). (City Code).

COM(88) 823 final. Proposal for a thirteenth Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids (presented by the Commission) 16.2.1989. Documents, Luxembourg 1989: Office for Official Publications of the European Communities (ISBN 92-77-46292-2). (Proposal).

The Commission's legislative programme for 1993 (COM(93) 43 final). Bulletin of the European Communities. Supplement 1/93, Office for Official Publications of the European Communities (ISBN 92-826-5358-7).

Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council, COM (85) 310.

Ds Fi 1986:21. Riktade emissioner av aktier m. m. Rapport av kommissionen för undersökning av vissa aktieemissioner m. m. (Fi 1986:A). Finansdepartementet, Stockholm 1991: Allmänna Förlaget (ISBN 91-38-09445-2).

Ds 1991:39. Lämplighetsprövning av ägare i banker. Finansdepartementet. Departemensserien 1991:39. Stockholm 1991 (ISBN 91-38-10836-4).

ETA, EY-säädössarja 6/1992. Rahoituspalvelut ja pääomien vapaa liikkuvuus. Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan talousalueen perustamiseen liittyvien sopimusten eräiden määräysten hyväksymisestä, HE 95/1992 (ISBN 951-37-0918-3).

ETA, EY-säädössarja 12/1992. Yhtiöoikeus. Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan talousalueen perustamiseen liittyvien sopimusten eräiden määräysten hyväksymisestä, HE 95/1992 (ISBN 951-37-0924-8).

The European financial common market. European documentation, Luxembourg 1989: Office for Official Publications of the European Communities.

European Parliament: Legislative resolution embodying the opinion of the european parliament on the proposal from the commission to the council for a thirteenth directive on company law concerning takeover and other general bids. 1990.

HE 27/1977. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. 1977 vp. n:o 27.

HE 157/1988. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1988 vp. – HE n:o 157.

HE 104/1990. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1990 vp. – HE n:o 104.

HE 11/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta. 1992 vp. – HE 11.

HE 95/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan talousalueen perustamiseen liittyvien sopimusten eräiden määräysten hyväksymisestä, ETA hallituksen esitys, ETA-sopimuksen sisältö ja vaikutukset.

HE 120/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle ulkomaalaisten yritysostoja ja kiinteistönhankintaa koskevaksi lainsäädännöksi. 1992 vp – HE 120.

HE 318/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. 1992 vp – HE 318.

HE 56/1994. Hallituksen esitys Eduskunnalle ETA-sopimuksen pöytäkirjan 47 ja tiettyjen liitteiden muuttamista koskevan ETA:n sekakomitean päätöksen N:o 7/94 eräiden määräysten hyväksymisestä. 1994 vp – HE 56.

Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan toimintaa koskevat säännöt. Helsinki 1988.

Helsingin Arvopaperipörssin toimintaa koskevat säännöt 1992. Osa 1: Osuuskunnan säännöt. Ohjesääntö. Suositus pörssiyhtiön tilinpäätösinformaatioksi. Arvopaperien osto- ja myyntitoimeksiannon ehdot. Arvo-osuuden osto- ja myyntitoimeksiannon ehdot. Pörssieettisen lautakunnan säännöt. Arvopapereiden painatusta koskevat säännöt. Helsinki 1992. Osa 2: Osakkeiden atk-kaupankäynnin säännöt. Joukkovelkakirjojen atk-kaupankäynnin säännöt. Kauppaselvityksen säännöt. Selvityssäännöt. Meklaritutkinnon tutkinto-ohje. Helsinki 1992.

Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan säännöt 17.12.1993. Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö 22.12.1993. Helsinki 1994.

Innst. O. nr. 91 (1988–89). Innstillning fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel – tillbudsplikt ved større aksjekøp (ot. prp. nr. 53).

KM 1921 N:o 25. Till statsrådet från Kommittén för avgivande av förslag till lagstiftning angående bankir- och börsverksamhet. Kommittébetänkande 1921 N:o 25.

KM 1969: A 20. Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi. Osakeyhtiölakikomitean mietintö ja pohjoismaiset rinnakkaisehdotukset. Helsinki 1969.

KM 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö (ISBN 951-46-7959-8).

KM 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikauppakomitean II osamietintö (ISBN 951-47-2349-X).

KM 1991:48. Yhdentyvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö (ISBN 951-47-5260-0).

KM 1992:32. Osakeyhtiölakitoimikunnan mietintö (ISBN 951-47-5291-0).

Laintarkastuskunnan lausunto N:o 4/1989: Arvo-osuusjärjestelmä. Helsinki 1989.

LaVM 4/1978. Lakivaliokunnan mietintö 1978 vp. n:o 4 hallituksen esityksen johdosta uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten. Julkaistu esim. BMF-Finanznachricten 6/79 s. 1–8 "Bundesminister Matthöfer begrüßt Leitsätze der Börsensachverständigenkomission", Bonn 31.1.1979. (Leitsätze).

Markkinapaikkatyöryhmän muistio. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1992:12. Helsinki 1992 (ISBN 951-47-6285-1).

Näringslivets börskommitté: Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988). Stockholms Handelskammare. Industriförbundet. Stockholm 1988. (NBK:OE).

Näringslivets börskommitté 1991: Tillägg till rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) i fall då erbjudandet lämnas av ledande befattningshavare i målbolaget. Stockholm 1991. (NBK:OE Tillägg).

NOU 1978:42. Verdipapirhandel. Utkast med motiver til lov om verdipapirhandel. Utredning II fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon av 12. september 1969. Norges offentlige utredninger. Oslo 1978: Universitetsforlaget.

NOU 1985:33. Lov om verdipapirbørs (børsloven). Fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon av 1. august 1980. Norges offentlige utredninger. Oslo 1985:Universitetsforlaget.

NOU 1991:25. Lånefinansierte selskapsoppkjøp. Utredning fra arbeidsgruppe oppnevnt av Finans- og tolldepartementet ved brev av 7. september 1989. Avgitt 22. august 1991. Norges offentlige utredninger. Oslo 1991: Statens forvaltningstjeneste (ISBN 82-585-0235-3).

Ohje arvopaperimarkkinalain soveltamisesta yhtiöille, joiden arvopapereita on julkisen kaupankäynnin kohteena. 14.1.1994. Rahoitustarkastus Ohje 204.1, Dnro 1/546/94, Korvaa ohjeen 6.01 (687/8.9/89). (Ohje 204.1).

Opinion of the Economic and Social Committee on the amended proposal for a 13th Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. (Doc. COM(90) 416 final) (Rapporteur: Mr *Tyrie*) European Communities, Economic and Social Committee 28.2.1991. CES(91) 277. Series: ESC Opinions and reports.

Opinion of the Economic and Social Committee on the Commission's Proposal for a Thirteenth Council Directive on company law concerning Takeover and Other General Bids. (Doc. COM(88) 823 final) (Rapporteur: Mr. *Drago*) European Communities, Economic and Social Committee 27.9.1989. CES(89) 298. Series: ESC Opinions and reports. OJ C 298, 27.11.1989.

Optio- ja futuuritoimikunnan mietintö. Helsingin Arvopaperipörssin Optio- ja futuuritoimikunnan mietintö. Helsinki 1987.

Optioselvitys. Työryhmämuistio. Helsinki 1987.

Ot prp nr 53 (1988–89). Om lov om endringer i lov av 14 juni 1985 nr 61 om verdipapirhandel – tilbudsplikt ved større aksjekøp.

Pankkitarkastusvirasto: Ohjeet arvopaperinvälittäjille. 17.7.1989 (672/8.1/ 89). Nro 4.01. (PTV Ohje 4.01).

Pankkitarkastusvirasto: Ohjeet pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöille. 17.7.1989 (687/8.9/89). Nro 6.01. (PTV Ohje 6.01).

Pankkitarkastusvirasto: Tarjousesite. 17.7.1989 (661/8.9/89). Nro 7.01. (PTV Ohje 7.01).

Pankkivaliokunnan mietintö n:o 1 hallituksen esityksestä arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1989 vp. – PaVM n:o 1 – Esitys n:o 157/1988 vp.

Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Presented to the Council by the Commission on 19 January 1989. COM(88) 823 final. OJ C 64, 14.3.1989 ja Bulletin of the European Communities, Supplement 3/89, Office for Official Publications of the European Communities (ISBN 92-825-9849-7).

Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Report drawn up on behalf of the Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights. 5.12.1989.

Prop. 1973:93. Regeringens proposition nr 93 år 1973 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Prop. 1975:103. Regeringens proposition nr 103 år 1975. Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.; beslutad den 10 april 1975. Del A, Del B.

Prop. 1975/76:175. Regeringens proposition 1975/76:175 om ändring i lagen (1919:249) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet; beslutat den 18 mars 1976.

Prop. 1984/85:157. Regeringens proposition 1984/85:157 med förslag till lag om värdepappersmarknaden; beslutad den 21 mars 1985.

Prop. 1990/91:142. Regeringens proposition 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m. Stockholm 1991.

Report drawn up on behalf of the Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights on the proposal from the Commission to the Council for a thirteenth directive on company law concerning takeover and other general bids (COM88) 823 final – Doc. C 3–57/89). (Rapporteur: Mrs. *N. Fontaine)* European Parliament, Session Documents 5 December 1989. OJ C 38, 19.2.1990.

Report on Takeover and Other Bids, Commission Doc./XI/56/74–E. Brussels. (ns. Pennington-raportti).

Schweizerischer Übernahme-Kodex mit Erläuterungen der Kommission für Regulierungsfragen. Zürich, 1. Mai 1991, Vereinigung der Schweizer Börsen.

SOU 1971:9. Större företags offentliga redovisning. Betänkande av fondbörsutredningen. Statens offentliga utredningar 1971:9 Finansdepartementet. Stockholm 1971.

SOU 1971:15. Förslag till aktiebolagslag m.m. Betänkande avgivet av aktiebolagsutredningen. Statens offentliga utredningar 1971:15 Justitiedepartementet. Stockholm 1971.

SOU 1973:60 Fondbörsen. Betänkande av Fondbörs utredningen. Statens offentliga utredningar 1973:60 Finansdepartementet. Stockholm 1973.

SOU 1983:44. Kapitalplaceringar på aktiemarknaden. Betänkande av placeringsutredningen. Statens offentliga utredningar 1983:44 Finansdepartementet. Stockholm 1983.

SOU 1983:46. Bulvanlag. Delbetänkande av Kommissionen mot ekonomisk brottslighet. Statens offentliga utredningar 1983:46 Justitiedepartementet. Stockholm 1983.

SOU 1984:2. Värdepappersmarknaden. Betänkande av värdepappersmarknadsutredningen. Statens offentliga utredningar 1984:2 Finansdepartementet. Stockholm 1984 (ISBN 91-38-08047-8).

SOU 1986:23. Aktiers röstvärde. Betänkande av röstvärdekommittén. Statens offentliga utredningar 1986:23. Justitiedepartementet. Stockholm 1986: Allmänna Förlaget (ISBN 91-38-09336-7).

SOU 1988:13. Handel med optioner och terminer. Betänkande av optionsutredningen. Statens offentliga utredningar 1988:13 Finansdepartementet. Stockholm 1988: Allmänna Förlaget (ISBN 91-38-10136-X).

SOU 1988:38. Ägande och inflytande i svenskt näringsliv. Huvudbetänkande av ägarutredningen. Statens offentliga utredningar 1988:38 Industridepartementet. Stockholm 1988: Allmänna Förlaget (ISBN 91-38-10189-0).

SOU 1989:72. Värdepappersmarknaden i framtiden. Betänkande av värdepappersmaknadskommittén. Del 1: Sammanfattningar, författningsförslag jämte kap. 1–9. Del 2: Kap. 10–16, reservation osh särskilda yttranden jämte bilagor. Statens offentliga utredningar 1989:72 Finansdepartementet. Stockholm 1989: Allmänna Förlaget (ISBN 91-38-10403-2).

SOU 1992:83. Aktiebolagslagen och EG. En anpassning av den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1, 2, 3 och 12. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén. Justitiedepartementet. Stockholm 1992: Allmänna Förlaget (ISBN 91-38-13148-X).

TaVM 16/1993. Talousvaliokunnan mietintö n:o 16 hallituksen esityksestä laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. 1993 vp – TaVM 16 – HE 318/1992 vp.

Tiivistelmä osakeyhtiölainsäädännön uudistamista koskevasta hallituksen esityksestä (HE 27/1977 vp.) annetuista lausunnoista. Lakivaliokunta, Sihteeri 28.2.1978, moniste. (Tiivistelmä OYL lausunnoista).

Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan unionin neuvoston direktiiviksi. 1994 vp – Y 14.

Yhdistelmä osakeyhtiölakikomitean mietinnöstä annetuista lausunnoista. Lainvalmistelukunta. Helsinki 1971 (moniste). (Yhdistelmä OYL lausunnoista).

LYHENTEET

A	Asetus.
AB	Aktiebolag.
ADR	American Depositary Receipts.
AG	Aktiengesellschaft.
AktG	Aktiengesetz 6.9.1965.
alav.	Alaviite.
AML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495.
art.	Artikla.
BankABL	Bankaktiebolagslagen (1987:618).
BCC	British Company Cases.
BGH	Bundesgerichtshof.
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen.
BMF	Bundesministerium der Finanzen.
bzw.	Beziehungsweise.
C	C-series (Official Journalin sarja, joka sisältää mm. komission lainsäädäntöesityksiä neuvostolle).
CBI	Confederation of British Industry.
CBV	Conseil des Bourses de Valeurs.
CCH	Commerce Clearing House.
CES	Economic and Social Committee of the EC.
Cir.	Circuit (esim. United States Court of Appeals, 2. Cir.).
City Code	The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares.
COB	Commission des Opérations de Bourse.
COM	Commission.
COREPER	Comité des représentants permanents.
Corp.	Corporation.
DG	Directorate-General.
DC	District Court.
DL	Defensor Legis.
Ds	Departementsserien.
DTI	Department of Trade and Industry.
E.C.	European Community.
ECSC	European Coal and Steel Community.
EEC	European Economic Community.
EEIG	European Economic Interest Grouping.
EG	Europeiska Gemenskapet / Europäische Gemeinschaft.
EURATOM	European Atomic Energy Community.

ETA	Euroopan talousalue.
ETEY	Eurooppalainen taloudellinen etuyhtymä.
ETY	Euroopan talousyhteisö.
EU	Euroopan unioni.
EY	Euroopan yhteisö.
Fed. Sec. Rep.	Federal Securities Law Reporter.
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung.
HD	Högsta Domstolen.
HE	Hallituksen esitys Eduskunnalle.
HGB	Handelsgesetzbuch.
HO	Hovioikeus.
IFL	International Financial Law Review.
Inc.	Incorporation.
Insead	Institut Européen d'Administration des Affaires.
Int.	International (engl.) tai Internationalen (saks.).
ISBN	International Standard Book Number (kirjan kansainvälinen luettelointitunnus).
ISSN	International Standard Serial Number (aikakauslehden kansainvälinen luettelointitunnus).
J.	Journal.
JFT	Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland.
JZ	Juristen Zeitung.
KG	Kommanditgesellschaft.
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien.
KKO	Korkein oikeus.
KM	Komiteanmietintö.
KOP	Kansallis-Osake-Pankki.
kurs.	Kursivointi.
L	L-series (Official Journalin sarja, joka sisältää EY/EU:n lainsäädännön, ns. sekundäärilainsäädännön).
L	Laki.
LBO	Leveraged buy out.
Leitsätze	Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten (Börsensachverständigenkomission 1979).
LM	Lakimies.
M & A	Mergers and Acquisitions.
MBO	Management buy out.
NBK	Näringslivets Börskommitté.
NBK:OE	Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv avgiven i juni 1988 av Näringslivets Börskommitté.
NBK:OE Tillägg	Tillägg till rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) i fall då erbjudandet lämnas av ledande befattningshavare i målbolaget avgiven av Näringslivets Börskommitté 1991.
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv.
NOU	Norges offentliga utredninger.

OikTL	Laki varallisuusoikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228 (Oikeustoimilaki).
OJ	Official Journal.
OLG	Oberste Landesgericht.
OPA	Offres publiques d'achat.
OPE	Offres publiques d'echange.
OSC	Ontario Securities Commission.
OTC	Over the counter.
OTC-lista	Arvopaperivälittäjien yhdistys ry:n ylläpitämä AML:n tarkoittamien sopimusmarkkina-arvopaperien markkinapaikka.
Oy	Osakeyhtiö.
OYL	Osakeyhtiölaki 29.8.1978/734.
OYLVpL	Laki osakeyhtiölain voimaanpanosta (29.9.1978/735).
passim	Viittaus koko lähteenä mainittuun teokseen tai artikkeliin.
PaVM	Pankkivaliokunnan mietintö.
PLC	Public Limited Company.
prop.	Proposition.
PTV	Pankkitarkastusvirasto.
Q.B.	Queen's Bench.
Q.C.	Queen's Counsel.
R	Rex/Regina.
Rev.	Review.
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Betriebs-Berater International).
RL	Rikoslaki.
S.D.	State District.
S.D.N.Y.	United States District Court, Southern District of New York.
SA	Société anonyme.
SABL	Aktiebolagslagen 15.12.1975/1385.
saks.	Saksaksi.
SEA	Securities Exchange Act 1934.
SEC	Securities and Exchange Commission.
SKOP	Säästöpankkien Keskusosakepankki.
SOU	Statens offentliga utredningar.
STT	Suomen tietotoimisto.
SvJT	Svensk Juristtidning.
Take-over Panel	The Panel of Take-overs and Mergers.
TfR	Tidskrift for Retsvitenskap.
USA/US	United States of America.
U.S.C.A	United States Code Annoted.
Vol.	Volume.
vp.	Valtiopäivät.
VYL	Vakuutusyhtiölaki 28.12.1979/1062.
Williams Act	The provisions added to the U.S. Securities Exchange Act in 1968 and i.a. dealing with tender offers.
WM	Wertpapier Mitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht.
YhdL	Yhdistyslaki 26.5.1989/503.
Z.	Zeitschrift.

1. JOHDANTO

1.1. Tutkimusaihe

1.1.1. Tutkimuskohde

Tutkimuksen kohteena on arvopaperimarkkinoilla noteeratun osakeyhtiön omistusjärjestelyihin usein liittyvän julkiseksi ostotarjoukseksi kutsutun menettelyn[1] ja siihen liittyvien oikeudellisten kysymysten selvittäminen. Julkinen ostotarjous[2] on yhtiön omistajille osoitettu tarjous ostaa joko kaikki osakkeet tai jokin määräosa niistä käteismaksua vastaan taikka tarjoamalla vastikkeeksi muita, usein tarjouksentekijän itsensä liikkeeseenlaskemia, arvopapereita.[3] Tehokkaasti toimivat arvopaperimarkkinat ovat kansantaloudellisesti tarpeelliset, jotta yritykset voivat hankkia menestymisensä kannalta välttämätöntä oman pääoman ehtoista rahoitusta. Arvopaperimarkkinoiden toimivuus puolestaan edellyttää, että osakkeisiin ja muihin arvopapereihin varojaan sijoittavat henkilöt voivat luottaa markkinoiden puolueettomuuteen ja oikeudenmukaisuuteen. Tähän vaikuttavat mahdollisten julkisten ostotarjousten yhteydessä noudatettavat säännökset ja niihin kiinteästi useiden maiden säännöksissä liittyvä lunastusvelvollisuus – pakollinen julkinen ostotarjous, jonka avulla on pyritty lisäämään osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Aihee-

---

[1] Julkinen ostotarjousmenettely on kehittynyt Englannissa, jossa se alkoi yleistyä II maailmansodan jälkeen. Ks. *Gower* s. 703, erit. alav. 3, jossa tämä kertoo yllättyneensä havainnosta, ettei menettelyä tunnettu juuri lainkaan Yhdysvalloissa vielä 1950-luvun puolivälissä, jolloin se jo oli Englannissa hyvin yleinen. Yhdysvalloissa sen käyttö yleistyi vasta 1960-luvulla, ks. *Ratner – Hazen* s. 747. Ks. myös *Würdinger* s. 240 s.

[2] Lukuisista vastaavista määritelmistä ks. esim. *Werlauff*, EC Company Law s. 290, *Bittner*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1992 s. 182 tai *Astola* s. 156.

[3] *Easterbrook* ja *Fischel* kuvaavat julkisen ostotarjouksen ominaispiirteitä: "Because the tender offer is a voluntary transaction between the bidder and the target's investors, it has a build-in market test. Investors won't tender unless the offer is higher than the one prevailing in the market (which reflects the price of potentially competitive bids); bidders won't make such offers unless they believe they can use the target's assets well enough to make the premium payment profitable, which implies increased productivity." *Easterbrook – Fischel* s. 162.

Sharpe ja *Alexander* puolestaan kuvaavat menettelyn syitä: "Periodically, a firm or a wealthy individual who is convinced that the management of a corporation is not fully exploiting its opportunities will attempt a *takeover*. This is frequently done with a *tender offer* being made by a *bidder* to a *target* firm." *Sharpe – Alexander* s. 406.

seen liittyy myös niin sanotun yritysvaltauksen ja sen torjunnan problematiikka.

Julkinen ostotarjous on monimuotoinen ja taloudellisesti varsin merkittävä ilmiö. Ostotarjoukset ja niiden perusteella syntyvät kaupat koskevat useimmiten suuria taloudellisia arvoja sekä osakkeiden omistajanvaihdosten yhteydessä suoranaisina kauppahintoina että suurten yritysten omistuspohjan muutosten aiheuttamina seurannaisvaikutuksina yritysten käytännön toimintaan. Julkinen ostotarjous liittyy lähes aina yrityskauppaan, joko enemmistö- tai vähemmistöosuuden hankkimiseen, ja siksi siihen johtavat syyt ovat mitä moninaisimmat. Monissa tapauksissa julkiseen ostotarjoukseen liittyy osakkeiden hankinnan avulla saavutetun määräysvallan saamisen jälkeen yhtiön fuusiointi ostajayhtiöön tai ostetun yhtiön varallisuuden rahaksi muuttaminen ja varojen jako määräysvallan hankkineelle yhtiölle ja mahdollisille muille osakkeenomistajille. Julkiset ostotarjoukset ja niin sanotut yritysvaltaukset ovat tavallisia maissa, joissa on kehittyneet arvopaperimarkkinat, ja viime vuosina ne ovat yleistyneet myös Suomessa.[4] Sekä lukumääräisesti että taloudellisesti tarkasteltuna on julkisia ostotarjouksia toteutettu eniten Yhdysvalloissa, vaikka itse ilmiö onkin lähtöisin Englannista.[5] Myös Euroopassa, erityisesti Englannissa, on jo vuosikymmenten perinteet julkisen ostotarjouksen käyttämisestä. Englannissa määräysvallan siirtymiseen johtavat osakekaupat tehdään pääsääntöisesti arvopaperimarkkinoilla ja julkisia ostotarjouksia on totuttu käyttämään tavoiteltaessa määräysvaltaa jossakin yhtiössä.[6] Julkisten ostotarjousten kannalta tarkasteltuna Ranskan arvopaperimarkkinat ovat Englannin jälkeen Euroopan aktiivisimmat.[7] Saksassa on käytetty julkista ostotarjousmenettelyä vain harvoissa ta-

---

[4] Tilastoja julkisista ostotarjouksista laatii esim. Englannissa niitä valvova elin Takeover Panel, ks. sen vuosikertomukset, ja keskuspankki, ks. esim. *Benzie*, Bank of England Quarterly Bulletin 1989 s. 78 ss. Julkisten ostotarjousten lukumäärä ja merkitys laajemmin käy ilmi esim. *Wesselin* tutkimuksesta The Takeover Mania on World Capital Markets, Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali 1990 s. 631 ss. Ks. myös *Wymeerschin* esittämä taulukko, Takeover Bids s. 255.

Suomessa on arvopaperimarkkinalain voimassa ollessa, ts. noin viiden vuoden aikana toteutettu viitisenkymmentä julkista osto- ja lunastustarjousta. Ks. *Sillanpää*, Katsaus s. 123 ss.

[5] *Gower* s. 703. Eräitä suurimpia Yhdysvalloissa toteutettuja tarjouksia on selostettu esim. *Röhrichin* teoksessa, ks. s. 159–238. Julkisen ostotarjouksen taloudellista merkitystä on tarkasteltu jäljempänä s. 149 ja s. 253 ss.

[6] Englannissa on alan valvontaviranomaisen, Takeover Panelin 20-vuotisen toiminnan aikana toimeenpantu yli 5 000 julkista ostotarjousta, joista kaksi kolmannesta on ollut kohdeyhtiön johdon kanssa yhteisymmärryksessä suoritettuja omistusjärjestelyjä ja yksi kolmannes on ollut vihamieliseksi yritysvaltaukseksi luokiteltavia tapauksia, näin *Alexander*, Journal of Business Law 1990 s. 211. Tilasto Takeover Panelin vuosina 1969–1990 käsittelemistä tapauksista sisältyy myös *Leen* kirjoitukseen s. 142.

[7] *Coopers & Lybrandin* laatiman selvityksen *Barriers to takeovers* mukaan v. 1988 Euroopan yhteisön maissa suoritetuista yritysvaltauksista lähes 75 % (taloudellisten arvojen perusteella, lukumääräisesti 85 %) tapahtui Englannissa. Seuraavina olivat Ranska n. 10 %:n sekä Italia ja Saksa kumpikin n. 5 %:n osuudella. Ranskan osalta ks. lähemmin esim. *Robert* s. 403 ss.

pauksissa, mikä johtunee suuryritysten omistuspohjan keskittyneisyydestä ja maan arvopaperimarkkinoiden kehittymättömyydestä, mutta viime aikoina ilmiön on todettu yleistyvän myös siellä.[8]

Yritysvaltaus (take-over) määritellään alan yhtiöoikeudellisessa perusteoksessa Weinberg and Blank on Take-Overs and Mergers "yhdeksi tai useammaksi liiketoimeksi, jonka avulla henkilö (luonnollinen henkilö tai näiden muodostama ryhmä taikka yhtiö) hankkii määräysvaltaansa[9] jonkin yhtiön (kohdeyhtiön) varat joko suoraan tai välillisesti. Jos kohdeyhtiön osakkeet ovat pienen omistajaryhmän hallussa, määräysvalta hankitaan tavallisesti osake-enemmistön omistajien kanssa tehtävällä sopimuksella. Jos taas omistus on levinnyt laajalle, voidaan määräysvalta saavuttaa a) tekemällä sopimus yhtiössä määräysvaltaa käyttävien omistajien kanssa, b) hankkimalla osakkeita arvopaperipörssin välityksellä tai c) tekemällä julkinen ostotarjous".[10] Määritelmä on laadittu Englannissa, jossa on kehittyneet arvopaperimarkkinat ja jossa yritysvaltauksiin on pitkän kehityksen tuloksena opittu suhtautumaan neutraalisti. Lisäksi siellä, osittain paikallisen normiston, City Code'in[11] säännösten vuoksi, julkisen ostotarjouksen avulla pyritään yleensä ostamaan kaikki kohdeyhtiön osakkeet, toisin kuin meillä ja joissakin muissa maissa, joissa tarjouksiin usein liitetään ostettavien osakkeiden määrää koskevia tai muita rajoittavia ehtoja.

Julkinen ostotarjous ja sen erityistapaus, lunastusvelvollisuus, on Suomessa säännelty arvopaperimarkkinalain 6 luvussa.[12] Tässä teoksessa tarkastellaan tuon luvun normeihin liittyviä sääntely- ja tulkintakysymyksiä, kuten tarjouksentekijän mahdollisen yhteistoiminnan merkitys, tarjoukseen vastanneiden yhdenvertaisen kohtelun turvaaminen ja lunastusvelvollisuuden yhtiökohtainen tiukentamismah-

---

[8] Ks. *Werner* s. 6 s. ja *Peltzer*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1989 s. 76 ss.

[9] Määräysvallalla (control of a company) voidaan tarkoittaa kohdeyhtiön 1) kaikkien osakkeiden omistusta, 2) yhtiökokouksessa normaalisti ääntenenemmistöön riittävän osakemäärän omistusta (voting control), 3) merkittävän vähemmistöosuuden omistuksen yhdessä käytettävissä olevien valtakirjojen tuottamien äänten kanssa antamaa valtaa erityisesti silloin, kun muut osakkeet ovat hajaantuneet pieninä erinä laajan omistajajoukon haltuun (effective control) 4) osakkeenomistajan ja mahdollisesti tämän kanssa yhteistoiminnassa olevien henkilöiden omistusta, joka ao. säännöstön mukaan saa aikaan lunastusvelvollisuuden siitä riippumatta, tuottaako se todellisuudessa määräysvallan vai ei ja 5) toimivan johdon käyttämää valtaa, joka perustuu valtakirjojen keräämiseen yhtiössä, jonka osakkeet ovat hajaantuneet pieninä erinä laajan omistajajoukon haltuun. Näin *Weinberg & Blank* s. 1015 s.

[10] Lainaus on suora käännös teoksessa *Weinberg & Blank*, s. 1001, olevasta englanninkielisestä määritelmästä.

[11] The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares.

[12] Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495 ja sitä koskeva hallituksen esitys *HE 157/1988* sekä laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 9.8.1993/740 ja *HE 318/1992*.

dollisuus. Eduskunta hyväksyi keväällä 1993 pääasiassa Euroopan talousaluetta koskevasta sopimuksesta johtuvan arvopaperimarkkinalain muutoksen, joka sisältää myös joitakin kansallisesta tarpeesta johtuvia julkiseen ostotarjoukseen ja lunastusvelvollisuuteen liittyviä muutoksia. Mainitun sopimuksen kanssa vuoden 1994 alusta samanaikaisesti voimaantullut julkisen ostotarjouksen sääntelyä koskeva lainmuutos merkitsee arvopaperimarkkinalain 6 luvun osalta aiemman kahden pykälän laajentamista yhdeksäksi pykäläksi. Ennen kahden pykälän eri momentteihin sisältyneet säännökset erotettiin pääasiassa erillisiksi omalla otsikollaan varustetuiksi pykäliksi. Ilmeisesti tarkoituksena oli parantaa lain luettavuutta ja korostaa säännöstöön sisältyvien yksittäisten normien merkitystä. Samalla pyrittiin säännöksiä täsmentämällä ja muuttamalla poistamaan eräitä käytännössä ilmenneitä puutteita ja epäkohtia.[13] Tässä teoksessa tarkastelun kohteena oleviin kysymyksiin lainmuutos ei olennaisesti vaikuta, joten tutkimuksen ennen lainmuutosta julkaistut osat (jäljempänä olevat artikkelit 1–5) eivät menetä merkitystään, vaikka pykälien numerot ovat muuttuneet.[14]

Suomen lainsäädäntöön on tehtävä nyt toteutettua suurempi muutos julkisen ostotarjouksen sääntelyn osalta siinä vaiheessa, kun Euroopan unioni hyväksyy esitetyn yritysvaltauksia ja muita julkisia ostotarjouksia koskevan 13. yhtiöoikeudellisen direktiivin.[15, 16] Tätä direktiiviehdotusta, jolla tulee aikanaan olemaan suuri vaikutus myös Suomessa ja jonka mahdolliseen voimaantuloon suomalaisten sijoittajien ja julkisesti noteerattujen yhtiöiden olisi hyvä varautua jo ennakolta,[17] on tässä työssä tarkasteltu jäljempänä.[18] Direktiivin voimaantulo vaikuttaa myös sellaisissa maissa, joissa julkinen ostotarjous on säännelty arvopaperipörssin tai muun

---

[13] *HE 318/ 1992* s. 6 s. ja s. 73 ss.

[14] Ks. lähemmin jäljempänä 2. luku ja erit. kappale 2.1.2.

[15] Amended proposal for a thirteenth Council Directive on company law concerning takeover and other general bids, COM(90) 416 final, OJ C 240, 26.9.1990. Eri EU:n jäsenmaissa suhtautuminen julkisiin ostotarjouksiin on hyvin erityyppistä, minkä vuoksi komissiolla on ollut vaikeuksia muotoilla direktiiviä sellaiseksi, että se tyydyttäisi koko yhteisöä. Nyt se on kuitenkin jälleen esillä, kun direktiiviehdotus mainittiin EY:n komission vuoden 1993 lainsäädäntöohjelmassa tarkistettavien säännösehdotusten luettelossa, ks. *The Commission's legislative programme*, s. 48. Komissio pyrkii muokkaamaan esitystä siten, että suurimmat siihen liittyneet ristiriidat voitaisiin sopia, ks. *Internal Market*, Vol. 3 s. 29.

[16] Direktiivin mahdollisen voimaantulon vaikutuksia Suomen lainsäädäntöön tarkastellaan valtioneuvoston kirjelmässä eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan unionin neuvoston direktiiviksi (1994 vp – Y 14), johon sisältyy oikeusministeriön asiaa koskeva lyhyt muistio.

[17] Siitä aiheutuvia käytännön vaikutuksia julkisesti noteerattujen suomalaisten yhtiöiden osalta tarkastellaan mm. *Blomqvistin* selvityksessä.

[18] Ks. jäljempänä 4. artikkeli "EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta". Erilaisista julkisen ostotarjouksen sääntelymenetelmistä ja niiden vaikutuksista ks. lisäksi *Wymeersch*, Problems s. 95–131.

vastaavan elimen vahvistamilla itsesääntelynormeilla. Näiden tilalle tulee tällöin koko Euroopan unionin kattavat legaalinormit.[19] Tämän vuoksi yhteisymmärryksen saavuttaminen direktiivin sisällöstä on osoittautunut vaikeaksi Euroopan komissiossa. Eräänä vaihtoehtona on mainittu 13. yhtiöoikeudelliseen direktiiviin tarkoitetun sääntelyn jakaminen kahteen osaan siten, että toisaalta julkistamis- ja menettelytapakysymyksistä säädettäisiin direktiivissä ja toisaalta yhdenvertaisuus- ja puolustautumiskysymyksistä laadittaisiin ainoastaan komission suositus.[20]

1.1.2. Arvopaperimarkkinaoikeuden käsite

Lähtökohtana arvopaperimarkkinaoikeuden kehitykselle on meillä luonnollisesti ollut yhteisöoikeus, lähinnä osakeyhtiöoikeus. Se on niin muissa Pohjoismaissa kuin muuallakin Euroopassa ollut perusta, josta arvopaperimarkkinoita käsittelevä oikeudenala on vähitellen erkaantunut omaksi erityisalakseen. Aiemmin osakeyhtiöoikeudellinen sääntely oli riittävää, mutta arvopaperimarkkinoiden yhteiskunnallisen merkityksen kasvaessa ja toimintatapojen yhä monimutkaistuessa havaittiin tarve luoda julkisia arvopaperimarkkinoita koskevaa erityissääntelyä. Kehitys on ollut erilainen Yhdysvalloissa, jossa arvopaperimarkkinat ovat muodostaneet lähtökohdan sääntelylle, koska siellä yhtiöoikeus on perinteisesti ollut eri osavaltioissa hyvinkin erilaista. Arvopaperipörssien ja varsinkin New Yorkin pörssin merkityksen huomattava kasvu ja vuoden 1929 pörssiromahdus saivat aikaan sääntelytarpeen, joka oli mahdollista toteuttaa ainoastaan liittovaltiotason lainsäädännön avulla.[21] Sen ytimen muodostavassa Securities Actissä on selvästi nähtävissä markkinoiden merkityksen korostaminen, vaikka tämän 1930-luvulla luodun lainsäädännön perusajatukset ovatkin peräisin englantilaisesta yhtiöoikeudesta.

Arvopaperimarkkinaoikeudessa käsitellään julkisen kaupankäynnin ja vaihdannan kohteeksi hyväksyttyjä yritys- tai muita osuuksia (esimerkiksi osake) tai saamisoikeuksia (esimerkiksi joukkovelkakirja) ja niiden vaihdantaa. Arvopaperimarkkinaoikeudelliset säännökset pyrkivät turvaamaan yksittäisen sijoittajan aseman, jotta elinkeinoelämälle tarpeellisten arvopaperimarkkinoiden toimivuus säi-

---

[19] *Werlauff*, EC Company Law s. 292. Julkista ostotarjousta koskevasta sääntelystä sekä sen eduista ja haitoista Euroopan yhteisössä, ks. *Hopt*, Festschrift für *Fritz Rittner* s. 193 ss.

[20] Näin *Andenas*, The Company Lawyer 1994 s. 122. Tosin tällöin palattaisiin tavallaan takaisin tilanteeseen, josta koko keskustelu lähti liikkeelle. Euroopan yhteisön komissiohan on laatinut jo vuonna 1976 osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua koskevan suosituksen, OJ 1977 L 212 20.8.1977 s. 37 s.

[21] *Hazen* s. 7.

lyisi.[22, 23] Muissa pohjoismaissa siitä käytetään varsin yleisesti nimitystä pörssioikeus.[24] Arvopaperimarkkinaoikeus on kuitenkin käsitteenä kattavampi kuin pörssioikeus (börsrätt). Saksassa on alettu käyttää pörssioikeuden sijasta pääomamarkkinaoikeuden käsitettä (Kapitalmarktrecht), jonka eräs alalaji on pörssioikeus. Tämä saksalainen, Hoptin käyttämä jaottelu on selkeämpi kuin esimerkiksi ruotsalaisessa tai tanskalaisessa oikeuskirjallisuudessa käytetty pörssioikeuden laajentavan tulkinnan varaan rakentuva käsite.[25] Selkeintä on rajata pörssioikeuden käsite

---

[22] Saksassa *Hopt* on määritellyt arvopaperimarkkinaoikeuden seuraavasti: "die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw. öffentlich registrierten Geldforderungstiteln – kurz fungiblen Kapitalmarktpapieren – befassen, um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionenschutz von Kapitalanleger und den Funktionenschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten." *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1977 s. 431.

[23] Arvopaperimarkkinalain soveltamisalasäännöksessä arvopaperi on määritelty todistukseksi, joka annetaan 1) osakkeesta tai muusta osuudesta yhteisön omaan pääomaan tai siihen liittyvästä osinko-, korko- tai merkintäoikeudesta, 2) osuudesta joukkovelkakirjalainaan tai siihen rinnastuvasta velallisen sitoumuksesta, joka on tarkoitettu yleiseen liikkeeseen saatettavaksi useiden samansisältöisten sitoumusten kanssa, taikka sanottuun osuuteen tai sitoumukseen liittyvästä korko- tai tuotto-oikeudesta, 3) edellä mainittujen oman ja vieraan pääoman muotoisten arvopaperien yhdistelmästä ja 4) sijoitusrahasto-osuudesta, AML 1:2, ks. myös *HE 157/1988* s. 22 s. Osakekirjaa koskevasta pohjoismaisesta tutkimuksesta ks. esim. *Kôersner* ja *Nial*, Om Aktiebrev.

Suomalainen säännöksessä oleva arvopaperin määritelmä on paljon suppeampi kuin esim. vastaava amerikkalainen säännös. Rajauksella on vältetty monet Yhdysvalloissa esille nousseet ongelmat, kun arvopaperimarkkinoille tarkoitettuja säännöksiä on ollut pakko soveltaa myös muissa tilanteissa. Toisaalta suppea määrittely voi joissakin erityistapauksissa heikentää sijoittajan suojaa. Arvopaperin käsitteen laaja-alaisuus ja sen tarkkaan rajaamiseen liittyvät ongelmat käyvät ilmi, kun tarkastellaan miten arvopaperi on esim. Yhdysvaltain lainsäädännössä määritelty [15 U.S.C.A. § 77b(1)] "The term 'security' means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option or priviledge on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, or priviledge entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing." Ks. lähemmin esim. *Hazen* s. 22 ss.

[24] Ks. esim. *Clausen* s. 9 ss. Tätä ilmentää myös *Mobergin* ja *Samuessonin* teoksen nimi Börsrätt.

[25] Ks. *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1976 s. 201 ja *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1977 s. 390–441 sekä esim. *Schmidt* s. 653.

Suoraan käännettynä Kapitalmarktrecht merkitsee pääomamarkkinaoikeutta ja pääomamarkkinat on käsitteenä sinänsä hieman laajempi kuin arvopaperimarkkinat, mutta koska arvopaperimarkkinalain nimeksi on valittu nimenomaan arvopaperimarkkinalaki voitaneen se katsoa vakiintuneeksi käsitteeksi Suomessa.

ainoastaan pörssitoiminnan ja -kaupan sääntelyyn liittyviin kysymyksiin ja lukea se osaksi laajempaa arvopaperimarkkinaoikeuden käsitettä. Englannin kielessä ovat vakiintuneet käsitteet securities regulation, jota käytetään amerikkalaisessa kirjallisuudessa ja investor protection, jota käytetään brittiläisessä kirjallisuudessa.[26] Niillä tarkoitetaan pääpiirteissään samaa kuin Suomessa arvopaperimarkkinaoikeudella.

Tutkimuksen pääpaino on arvopaperimarkkinaoikeudellisissa kysymyksissä, joita tarkastellaan sekä koti- että ulkomaisen aineiston pohjalta.[27] Arvopaperimarkkinaoikeus käsittää ne yhtiöoikeuden ja pörssioikeuden osa-alueet, jotka liittyvät arvopaperien julkiseen kaupankäyntiin ja sijoittajan aseman suojaamiseen. Se käsittää näin myös yhtiön ja markkinoiden samoin kuin yhtiöoikeuden ja pörssioikeuden väliin jäävän sääntelyn kannalta epäselvän alueen. Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi todetaan arvopapereihin perustuvan oikeutemme perustuvan "pääosiltaan yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen, eräisiin yksittäisiin lakeihin sekä yhtiöoikeuteen."[28] Koska kansainvälisen kehityksen oli todettu edellyttävän arvopaperikaupan saattamista valtion viranomaisten valvontaan, päätettiin säätää yleinen arvopaperimarkkinoita sääntelevä laki. Tämä laki muodostaa arvopaperimarkkinaoikeuden ytimen, mutta arvopaperimarkkinaoikeuteen liittyy kiinteästi myös eräitä edellä mainittujen oikeudenalojen normeja. Tämä alue on, kuten jäljempänä tarkemmin selvitetään, ollut talouspainotteisessa oikeustieteessä huomion kohteena tutkittaessa sitä sopimussuhteiden verkkoa, josta yhtiön katsotaan muodostuvan.[29] Taloustieteen näkökulmasta lainsäädännön tehtävänä on pidetty liikesuhteiden solmimisesta ja niihin liittyviin riskeihin varautumisesta aiheutuvien kustannusten vähentämistä tarjoamalla eri osapuolten käyttöön lainsäädännöllisiä normeja, eräänlaisia vakiosopimuksia. Näin tarkastellen esimerkiksi osakeyhtiölaki nähdään joukkona vakiosopimuksia tai sopimusehtoja.[30] Ilman olemassaolevia normeja osapuolten olisi pitänyt uhrata paljon aikaa ja vaivaa liikesuhteeseen liittyvistä asioista sopimiseen eikä kaikkia tulevia tilanteita olisi kenties kuitenkaan osattu

---

[26] Amerikkaisesta terminologiasta ks. esim. *Steinberg*, Understanding Securities Law s. 15 ss. ja englantilaisesta terminologiasta ks. esim. *Palmer's Company Law*, part 11.

[27] Pörssitoimintaan ja arvopaperikauppaan liittyviä oikeudellisia kysymyksiä ei ole Suomessa kovin laajalti tutkittu, ks. *Mahkonen*, LM 1978 s. 674. Viime vuosina on tosin ilmestynyt *Tiina Astolan* kirjoittama arvopaperimarkkinalain kommentaariteos sekä joitakin aiheeseen liittyviä artikkeleita. Vero-oikeuden alalta voidaan lisäksi mainita *Ahti Vapaavuoren* portfoliosijoitusten verokohtelua käsittelevä väitöskirja.

[28] *HE 157/1988* s. 3.

[29] *Easterbrook – Fischel*, The corporate contract s. 8–25.

[30] Näin ajateltuna esim. jokainen osakeyhtiölaissa oleva yksittäinen lause sisältää yhden tai useampia sopimusehtoja. Näiden ehtojen katsotaan olevan tai paremminkin niiden tulisi olla sellaisia, joita sopijapuolet olisivat itsekin käyttäneet, jos heillä olisi ollut mahdollisuus laatia ne täydellisissä olosuhteissa.

ennakoida sopimuksessa. Kun peruskysymysten sääntely on valmiina, voidaan sopimuksissa keskittyä tapauskohtaisten erityistilanteiden järjestämiseen.[31]

Osakeyhtiölain säännöksistä arvopapaperimarkkinoihin liittyvät muun muassa osakkeiden liikkeeseen laskemista, yhtiön tiedonantovelvollisuutta ja osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua koskevat normit. Pörssioikeus sääntelee erityistä kaupan muotoa, arvopaperipörssissä solmittavaa arvopaperikauppaa. Siihen kuuluvat ensinnäkin arvopaperipörssiä, johdannaismarkkinoita ynnä muuta markkinapaikkaa koskevat säännökset ja toiseksi siellä suoritettavia toimia, kuten osakekauppoja koskevat normit, joilla pyritään turvaamaan eri osapuolten asema[32] sekä kolmanneksi – ehkä tärkeimpänä – sijoittajille noteerattujen yhtiöiden, markkinapaikan ja muiden henkilöiden toimesta annettavien tietojen riittävyyttä ja luotettavuutta turvaavat säännökset.[33] Aiheeseen liittyvät läheisesti myös osakeyhtiön vähemmistönsuojakysymykset,[34] koska julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevat normit on eräiltä osin tarkoitettu suojaamaan vähemmistöosakkeenomistajia. Julkisen ostotarjouksen yhteydessä esille tulevat myös eräät muut osakeyhtiöoikeudelliset säännökset, koska julkisen ostotarjouksen tekijänä useimmiten on osakeyhtiö ja tarjouksella pyritään ostamaan osakeyhtiön osakkeita. Osakeyhtiölain säännöksillä ei kuitenkaan voida säännellä julkista ostotarjousta, koska tarjous ei välttämättä edellytä kohdeyhtiöltä mitään toimenpiteitä.[35] Kohdeyhtiö saattaa myös erilaisin toimenpitein pyrkiä vastustamaan tarjousta. Koska kyseessä nimensä mukaisesti on ostotarjous, niin tarkastelu sivuaa myös eräitä sopimusoikeudellisia tarjouksen tekemistä, sopimuksen syntymistä ja mahdollista sopimusrikkomusta koskevia säännöksiä.[36] Kaikki nämä tekijät yhdessä muodostavat tässä työssä tarkastelun kohteena olevan arvopaperimarkkinaoikeuden osan. Huomio kiinnitetään

---

[31] *Macey* s. 43 s. ja s. 47 s. ja laajemmin *Easterbrook – Fischel*, passim ja erit. s. 34 s.

[32] Arvopaperipörssit ovat kautta aikojen pyrkineet omilla säännöillään turvaamaan sijoittajan aseman. Arvopaperipörssien säännöt ovat myös korvanneet lainsäädännössä olleita puutteita. Koska arvopaperipörssi on pyrkinyt houkuttelemaan mahdollisimman paljon yhtiöitä ja kaupankäyntiä pörssiin, sen on pitänyt luoda sijoittajien asemaa turvaavia säännöksiä. Pörssilistalta poistamisen uhka pakottaa sekä yhtiön että sijoittajat noudattamaan sääntöjä, koska tällainen pitkällä tähtäimellä vaikuttava uhka alentaa myös lyhyellä tähtäimellä saatavissa olevia voittoja. Ks. *Macey* s. 49.

[33] Pörssioikeutta lähellä oleva käsite on joskus käytetty sijoitusoikeus, jolla tarkoitetaan sijoittajan näkökulmasta tarkastellen niitä oikeudellisia kysymyksiä, jotka ovat hänen asemansa ja toimiensa kannalta merkityksellisiä. Tällöin esille tulevat em. arvopaperimarkkinaoikeudellisten seikkojen lisäksi osakeyhtiöoikeudelliset säännökset laajemmin, erityisesti vähemmistönsuojaan liittyvät normit ja ainakin sijoituksiin liittyvät vero-oikeudelliset säännökset.

[34] Osakeyhtiöoikeudellisista vähemmistönsuojasäännöksistä ks. esim. *Cederberg – Ylöstalo*, passim, *Olsson*, passim, *Taxell*, Rättskydd, passim, *Huttunen* s. 288 ss. ja s. 416 ss., *Kyläkallio* s. 116, *Koski – Sillanpää*, s. 9:4 s. ja *Johansson*, Minoritetsrätt, passim sekä *Schluep*, passim.

[35] Näin *Gower* s. 703 s.

[36] Näitä ei kuitenkaan käsitellä yksityiskohtaisesti, koska toisaalta tällöin työ laajenisi liikaa ja toisaalta arvopaperikauppaan liittyviä sopimusoikeudellisia kysymyksiä on tutkittu ruotsalaisessa *Christi-*

arvopaperimarkkinaoikeuden osakemarkkinoita sääntéleviin normeihin, joten rahamarkkinoiden sääntelyä ei käsitellä.[37]

Arvopaperimarkkinaoikeuden käsite on erotettava sitä vanhemmasta arvopaperioikeuden käsitteestä. Arvopaperioikeus käsittelee arvopaperien, lähinnä velkakirjan, vekselin, shekin ja osakkeen vaihdantaan liittyviä siviilioikeudellisia kysymyksiä erityisesti eri osapuolten vaihdantasuojan kannalta.[38] Siinä ei tarkastella arvopaperimarkkinoiden mukanaan tuomia erityispiirteitä eikä osakeyhtiön ja sen osakkeenomistajan tai osakkeenomistajien keskinäisiin suhteisiin liittyviä ongelmia, vaan lähinnä yksittäiseen oikeussuhteeseen liittyviä saanto-, maksu- ja väitesuojan muotoja. Arvopaperioikeus kuuluu velvoiteoikeuden alaan, kun taas arvopaperimarkkinaoikeus liittyy läheisesti yhtiöoikeuteen.

Arvopaperimarkkinat ovat kansainvälistyneet viime vuosikymmeninä paljon ja ulkomaisten sijoittajien taloudellinen merkitys myös Helsingin arvopaperipörssissä[39] ja koko Suomen kansantaloudessa on aivan viime vuosina kasvanut huomattavaksi. Tämä kehitys edellyttää myös säännöstasolla kansainvälisen kehityksen seuraamista ja säännösten ja niiden tulkintaperiaatteiden yhdenmukaistamista sekä sääntelyn saattamista sijoittajien asettamat edellytykset täyttäväksi.[40] Jos lainsää-

---

na Hultmarkin väitöskirjassa Kontraktsbrott vid köp av aktie, ks. erit. s. 51 ja s. 186. Osakkeiden myyjän vastuuta yhtiön ominaisuuksista käsittelee myös *Mäntysaari* LM 1994 s. 663 ss.

Kokonaan oma kysymyksensä on se voidaanko arvopaperipörssissä toisilleen tuntemattomien osapuolten kesken tehtyihin kauppoihin ylipäätään soveltaa, ja jos voidaan, niin missä määrin, sopimusoikeudellisia säännöksiä, vai korvaavatko esim. arvopaperimarkkinalain normit, erit. sisäpiirisäännökset, osan niistä. Ks. *Hultmark* s. 97 ss., s. 267 ja erit. alav. 20, *Samuelsson* s. 26, *Moberg – Samuelsson* s. 96 ss. ja *Lindskog*, Svensk Juristtidning 1993 s. 104 ss. Suomen osalta ks. *Rudanko* s. 209 ss. Tilannetta voidaan jossain määrin verrata ensimarkkinoihin, ts. osakemerkintään. Eihän sen yhteydessä sattuneisiin virheisiinkään voida enää osakepääoman korotuksen rekisteröinnin jälkeen vedota siviilioikeudellisilla pätemättömyysperusteilla, ks. *Danielsson* s. 83 ss. ja *Rodhe* s. 43 sekä *Samuelsson* s. 26.

Laaja esitys arvopaperimarkkinoilla tapahtuviin osakekauppoihin liittyvistä tilanteista ja niiden sääntelystä on esim. *Guttmanin* teos.

[37] Rahamarkkinoiden sääntelystä laajemmin ks. *Christiansen*, Pengerett, passim ja erit. käsitteiden osalta s. 49 s. ja s. 131 ss.

[38] Ks. *Telaranta*, Arvopaperioikeus, passim.

[39] Ulkomaalaisomistuksessa olevien osakkeiden tarkkaa määrää on vaikea arvioida. Koska kuitenkin valtaosa pörssinoteeratuista yhtiöistä on jo siirtynyt arvo-osuusjärjestelmään, antavat osakekeskusrekisterin tilastot varsin hyvän kuvan asiasta. Osakkeiden markkina-arvojen perusteella tarkasteltuna ulkomaalaisten osuus 31.5.1994 oli hieman yli yksi viidesosa (n. 36 mrd. mk) Helsingin arvopaperipörssin koko markkina-arvosta. Ks. Kauppalehti 9.6.1994.

[40] Kuten *Aspling* arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntijärjestelmien osalta osuvasti toteaa, "Placerarna är de som dikterar villkoren för 1990-talets värdepappershandel och inte intermediärerna eller emittenterna. Om emittenterna skall kunna attrahera placerarna, måste de själva medverka till att placerarna tillförsäkras en säker värdepappershantering som uppfyller internationella krav". *Aspling* s. 16.

dännön jonkin osa-alueen säännös tai sääntelyn puuttuminen aiheuttaa tappioita ulkomaisille sijoittajille, niin nämä saattavat menettää kokonaan luottamuksensa maahan pitkäksi aikaa ja sijoittaa varansa muualle. On muistettava, että Suomi on ulkomaisen sijoittajan näkökulmasta hyvin pieni markkina-alue, mutta ulkomainen sijoittaja on Suomen kansantaloudelle varsin tärkeä.[41]

1.1.3. Julkisen ostotarjousmenettelyn sääntely

Julkinen ostotarjous kaipaa erityistä oikeudellista sääntelyä sen vuoksi, että siinä tarjouksen tekijä ja sen kohde eivät ole normaalissa neuvottelukosketuksessa keskenään. Arvopaperin myyjän on tehtävä ratkaisunsa tarjousasiakirjassa ja julkisuudessa olleiden tietojen pohjalta usein melko lyhyessä ajassa. Lisäksi osapuolet voivat olla sekä tiedoiltaan että taloudellisilta resursseiltaan toisiinsa nähden eriarvoisessa asemassa. Lainsäädännössä on haluttu suojata erityisesti julkisesti noteerattujen yhtiöiden vähemmistöosakkaita, sijoittajia, jotta arvopaperipörssissä osakkeita ja muita arvopapereita ostavat ja myyvät osapuolet voisivat luottaa markkinoiden toimivuuteen, puolueettomuuteen ja oikeudenmukaisuuteen. Nämä tavoitteet pyritään saavuttamaan velvoittamalla julkisen ostotarjouksen tekijä noudattamaan tiettyjä menettelysäännöksiä, erityisesti tarjoukseen vastanneiden osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun varmistamiseksi.[42] Toisaalta yhtiössä selvän määräysvallan hankkinut osakas velvoitetaan lunastamaan muiden omistamat osakkeet, koska osakkeiden jälkimarkkinat eivät enää omistuksen keskittymisen jälkeen toimi normaalisti. Tällaisessa tilanteessa pyritään vähemmistöosakkaille varaamaan mahdollisuus luopua omistuksestaan kohtuullisin ehdoin.

Julkisen ostotarjouksen sääntelemisen tekevät erityisen vaikeaksi juuri yritysvaltaukset, jotka voivat olla hyvin monimuotoisia ja vaihtelevia. Sinänsä tiukat lakiin sidotut säännökset soveltuvat huonosti sääntelyyn tällaisella alueella, joka muuttuu koko ajan ja jossa toimivat ihmiset kehittävät jatkuvasti uusia menetelmiä päämäärän, toisin sanoen yritysvaltauksen, onnistuneen loppuunsaattamisen saavuttami-

---

[41] Ks. suomalaisten pääomamarkkinoiden kansainvälistymisen vaikutuksista *Martikainen – Yli-Olli*, Liiketaloustieteellinen aikakauskirja 1991 s. 277 s. Ks. myös *Vapaavuori* s. 19 ss.

[42] Kilpailevat ostajat voisivat ilman sääntelyä ottaa yhteyttä yksittäisiin osakkeenomistajiin ja pyrkiä ostamaan näiden osakkeet väittäen tarjoavansa juuri heidän osakkeistaan hyvän hinnan, koska ne ovat äänten enemmistön saavuttamisen kannalta ratkaisevat osakkeet. Osakkeenomistaja ei voisi tietää onko asia näin vai ei ja joutuisi siten tekemään päätöksensä puutteellisten tietojen varassa ja siten ehkä myisi osakkeensa hyvin halvalla. Tämä oli *Gowerin* mukaan syynä City Code'in luomiseen, ks. *Gower* s. 704. Alaviitteessä 11 hän kertoo tapauksesta, jossa ostaja oli hankkinut enemmistöön tarvittavat osakkeet maksaen niistä 2 ja 15 punnan välillä vaihtelevia hintoja. Tällainen ei tietenkään ole osakkeenomistajien eikä osakemarkkinoiden yleisten etujen kannalta tyydyttävä tilanne.

seksi.[43] Toisaalta on todettava, että sääntely voi olla lakiinkin perustuvaa, kunhan normit antavat asianomaiselle valvontaelimelle mahdollisuuden reagoida erilaisiin tilanteisiin.[44] Valvontaelimellä on oltava riittävästi arvovaltaa, jotta sitä kunnioitettaisiin ja sen päätöksiä noudatettaisiin.[45] Lisäksi sillä tulee olla riittävät valtuudet tulkintaongelmien ratkaisemiseen ja tarpeellisten normi- tai niiden tulkintamuutosten nopeaan aikaansaamiseen.[46] Säännösten tulisi olla myös arvopaperimarkkinoiden parissa toimivien asiantuntijoiden mielestä oikeudenmukaisia, sillä muutoin niitä ei arvosteta eikä sen vuoksi välttämättä noudatetakaan.[47]

---

[43] Joustavan sääntelyn tarpeellisuutta korostaa englantilaisen valvontaelimen, Takeover Panelin, entinen puheenjohtaja lordi *Alexander*, Journal of Business Law 1990 s. 208, seuraavasti: "Why is flexibility needed in control of takeover when a potentially more rigid, statutory control may be apt to govern other transactions? There are some financial activities which take a predictable and relatively constant form: examples are the sale of stocks and shares, or insurance policies. They can more easily be brought within a relatively strict code, capable of legal interpretation and enforcement by the law. Even in those transactions, however, it may be important to avoid an over-detailed, legalistic structure and to search for a principle-oriented approach. But takeovers, involving as they do the quest for control of a company, provide the artist with large canvas. The methods of achieving a successful outcome, or defending a bid, constantly evolve and challenge both the creativity and knowledge of clever, inventive and sometimes aggressive people. Bids may be in cash, or in securities, or in a combination of both. The characteristics may differ in a market which is rising from those seen in a falling market. Methods of financing change. The amount of information required for shareholders to be properly informed may depend very much on the charasteristics of the individual bid."

[44] Näin *Gower* s. 705.

[45] Esim. Ranskassa julkisia ostotarjouksia valvovan elimen arvovalta on pyritty saavuttamaan siten, että mm. Ranskan keskuspankki, korkein oikeus, korkein hallinto-oikeus ja arvopaperipörssin hallitus nimeävät edustajansa siihen. Lisäksi jäseniksi valitaan aina kaksi erityisesti pörssikysymyksiä tuntevaa jäsentä. Jäsenet valitaan neljäksi vuodeksi ja puheenjohtaja kuudeksi vuodeksi. Puheenjohtajaa ei voida valita uudelleen, jotta hänen vaikutusvaltansa ei voisi kasvaa liian suureksi. Ks. *Hertslet*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 284 s. Englantilaisen Takeover Panelin jäsenet puolestaan nimittää Englannin keskuspankin pääjohtaja, ks. *Morse*, Journal of Business Law 1991 s. 509. Valvontaviranomaisen "valta-aseman" tarpeellisuutta korostaa myös *Knoll* s. 185, joka huomauttaa, että muutoin sillä ei ole mahdollisuutta turvata säännösten tarkoittamien oikeuksien toteutumista. Näkemys perustuu ennen muuta siihen käsitykseen, että markkinaosapuolet pyrkivät paremmin noudattamaan sellaisen viranomaisen ohjeita, jota ja jonka asiantuntemusta ne arvostavat.

[46] Esim. Englannin ao. säännöstön, City Code'in noudattamista valvova elin Takeover Panel puuttuu aktiivisesti ja oma-aloitteisesti havaitsemiinsa epäkohtiin. Sen pääjohtaja on todennut Panelin toimivan eräänlaisena palokuntana, joka epäkohdan havaittuaan puuttuu tapahtumiin "It acts as a sort of fire brigade to extinguish quickly the flames of unacceptable and unfair practice." Ks. tapaus R. v. The Panel on Take-overs and Mergers, ex parte Guinness plc; [1988] 4 BCC 325, 337 (D.C.), joka on julkaistu esim. *Palmer's Company Law* s. 12088.

[47] Tätä seikkaa korostettiin myös oikeustapauksen R. v. The Panel on Take-overs and Mergers, ex parte Datafinn perusteluissa; [1987] Q.B. 815, 825. Oikeus totesi, ettei Panelilla ole lakiin tai oikeuskäytäntöön perustuvaa valtaa eikä se ole sopimussuhteessa arvopaperimarkkinoihin tai siellä

Julkista ostotarjousmenettelyä käytetään tyypillisesti yritysoston yhteydessä ostajan pyrkiessä hankkimaan kaikki laajaomistuspohjaisen yhtiön osakkeet, yritysvaltauksen yhteydessä ostajan tavoitellessa määräysvallan tuottavia osakkeita tai vanhoista omistajista muodostuvan ryhmittymän taikka tätä tukevan sijoittajan tehdessä kilpailevan tarjouksen yritysvaltauksen kohteena olevan yhtiön osakkeista ja vedettäessä yhtiön osakkeet pois julkisesta noteerauksesta sekä yhtiön lunastaessa omia osakkeitaan.[48] Julkinen ostotarjous eroaa osakkeiden normaalista ostamisesta siinä, että julkisen ostotarjouksen tehdessään ostajan tulee sitoutua kohtelemaan kaikkia myyjiä tasapuolisesti ja muutoinkin noudattamaan lain edellyttämiä menettelytapoja. Myyjien päätöksenteon helpottamiseksi on muun muassa velvoitettu ostaja ilmoittamaan tietyt tarjousta, sen tekijää ja kohdeyhtiötä koskevat perustiedot.

Julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta sääntelevän lainsäädännön tarpeellisuudesta ja sen sisällöstä on oikeudellisessa kirjallisuudessa käyty laajaa keskustelua. Saksalaisessa kirjallisuudessa on pohdittu säännösten soveltuvuutta yleisten siviili- tai yhteisöoikeudellisten lakien puitteisiin ja todettu julkisiin ostotarjouksiin liittyvien ongelmien vaativan joustavien erityissäännösten kehittämistä. Lähtökohtana tulisi olla asiantuntijaelimen antamat tulkintaohjeet, joiden noudattamista tukisi riittävä seuraamusjärjestelmä.[49] Englannissa on pitkään ollut käytössä itsesääntely, jossa alan asiantuntijoista koostuva valvontaelin, Takeover Panel,[50] valvontatehtävän ohella vahvistaa julkista ostotarjousta sääntelevät normit, City Code'in. Euroopan unionin valmisteilla olevan direktiiviehdotuksen takia on Englannissa viime aikoina keskusteltu lainsäädännön ja itsesääntelyn eduista ja

---

toimiviin henkilöihin. Sen toiminta perustuu itsesääntelyyn, jossa joukko ihmisiä käyttää kollektiivista valtaa pakottaakseen itsensä ja muut noudattamaan tekemiään päätöksiä. Tosiasiassa sillä on huomattavasti valtaa, koska se voi ohjata, muuttaa ja tulkita City Code'in säännöksiä sekä suorittaa tutkimuksia ja raportoida havaitsemistaan rikkomuksista ja lisäksi asettaa välillisesti vaikuttavia seuraamuksia, jotka ovat varsin tehokkaita, vaikka ne eivät olekaan oikeudellisesti täytäntöönpanokelpoisia. Ks. laajemmin esim. *Palmer's Company Law* s. 12086 ja s. 12091 s.

[48] Osakeyhtiölakitoimikunnan mietinnössä ehdotetaan nykyisestä laajennettavaksi osakeyhtiön mahdollisuutta hankkia omia osakkeitaan. Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun varmistamiseksi ja eräiden muiden epäkohtien välttämiseksi esitetään kuitenkin, että julkisen osakeyhtiön tulisi hankkia osakkeet julkisen ostotarjouksen avulla tai arvopaperipörssin kautta. Ks. *KM 1992:32* s. 258, s. 461 ja s. 590.

[49] Laaja katsaus mainittuun keskusteluun sisältyy *Assmann – Basaldua – Bozenhardt – Peltzer* teoksessa *Assmannin ja Bozenhardtin* kirjoittamaan osuuteen s. 42–156.

[50] The Panel on Take-overs and Mergers vastaa ensiksikin City Code'in säännösten laatimisesta ja niiden muutoksista. Toiseksi se tulkitsee tätä säännöstöä. Kolmanneksi se valvoo säännöstön noudattamista ja muutoinkin seuraa tämän sääntelyn piiriin kuuluvaa toimintaa ja neljänneksi se asettaa säännösten noudattamisen varmistamiseksi tarpeellisia sanktioita. Ks. *Palmer's Company Law* s. 12088 ss. ja *Gower* s. 706. Ks. lähemmin Takeover Panelin historiasta *Johnston* s. 51 ss.

haitoista toisiinsa nähden.[51] Myös Yhdysvalloissa on kannatettu joustavaa sääntelyä, koska on katsottu yhtiön itse pystyvän parhaiten ratkaisemaan, miten lunastusvelvollisuutta koskeva kysymys tulisi sen osalta ratkaista lainsäädännön luodessa ainoastaan menettelyn puitteet. Samoin Ruotsissa, jossa julkista ostotarjousta koskevat elinkeinoelämän pörssikomitean vahvistamat itsesääntelynormit, on pohdittu itsesääntelyn ja lakiin perustuvan sääntelyn eroja ja todettu lain säännösten osoittavan toivottujen käyttäytymistapojen suunnan paremmin kuin itsesääntelynormien, jotka puolestaan ovat yleensä tehokkaammin toimivia.[52]

Ennen arvopaperimarkkinalakia julkisesta ostotarjouksesta oli lyhyt normi Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännössä. Yleisen arvopaperimarkkinoita sääntelevän lainsäädännön valmistelun yhteydessä todettiin tarve sisällyttää lainsäädäntöön ulkomaisten esikuvien mukaisesti myös julkista ostotarjousta koskevia normeja. Arvopaperikauppakomitean I osamietinnössä päädyttiin ehdottamaan, että säädettävään arvopaperimarkkinalakiin otettaisiin lunastustarjousta, kuten julkista ostotarjousta mietinnössä kutsuttiin, ja lunastusvelvollisuutta koskevat perussäännökset. Mietinnössä todettiin sääntelyn tavoitteeksi, että "pientenkin osakemäärien omistajat tuntevat osakkeita myydessään olevansa yhdenvertaisessa asemassa suuromistajien kanssa niissä yhtiöissä, jotka keräävät osakepääomaa suurelta yleisöltä".[53] Osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta on pyritty lisäämään niin, ettei joillakin osakkeenomistajilla olisi mahdollisuutta saada samanlaisissa olosuhteissa osakkeistaan parempaa hintaa kuin toisilla. Edelleen pyrittiin selkeiden "pelisääntöjen" luomiseen ja menettelyn avoimuuteen tilanteissa, joissa yhtiöiden omistuspohja muuttuu merkittävästi.[54] Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi korostettiin sitä, että säännökset ovat tarpeen markkinoiden puolueettomuuden takaamiseksi. Säännösten tarkoituksena todettiin olevan se, että "pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöiden omistuspohjan muutosjärjestelyt mahdollisuuksien mukaan toteutetaan järjestäytyneille markkinoille tehdyillä julkisilla ostotarjouksilla".[55]

Euroopan talousyhteisön perustamissopimuksen artiklan 54 perusteella on laadittu yhtiöoikeudellisia direktiivejä, joiden avulla on pyritty harmonisoimaan yhtiölainsäädäntö sellaiseksi, että eri jäsenmaissa olevat osakkeenomistajat ja muut yhtiön kanssa tekemisissä olevat tahot olisivat lainsäädännöllisesti samanarvoisessa

---

[51] Englantilaisesta itsesääntelymallista ja tästä keskustelusta laajemmin ks. *Morse*, Journal of Business Law 1991 s. 509–524.

[52] *Samuelsson* s. 326 s. Ks. myös *Bylund*, joka pörssietiikkaa käsittelevässä artikkelissaan painottaa hyvän tavan mukaisen menettelyn merkitystä oikeusnormien täydentäjänä, *Bylund*, Festskrift till *Gotthard Calissendorff* s. 39–56, erit. s. 43 ja s. 48.

[53] *KM 1987:44* s. 351, samoin *HE 157/1988* s. 51.

[54] *HE 157/1988* s. 51.

[55] *HE 157/1988* s. 51.

asemassa toisiinsa nähden ja että jossakin jäsenmaassa rekisteröity yhtiö voisi toimia toisessakin maassa. Lähtökohtana sääntelyssä on kunkin jäsenmaan kansallinen lainsäädäntö, jolle Euroopan unionin direktiivit asettavat tietyt vähimmäisvaatimukset. Ainoastaan muutamissa voimakasta ylikansallista puuttumista edellyttävissä kysymyksissä turvaudutaan sellaisenaan noudatettavaan Euroopan unionin lainsäädäntöön – asetuksiin. Tällainen on esimerkiksi fuusiovalvonta-asetus. Arvopaperimarkkinoiden sääntely tapahtui aluksi yhtiöoikeudellisten direktiivien rinnalla, mutta myöhemmässä vaiheessa ne erkanivat omaksi enemmän markkinoiden lähtökohdat huomioon ottavaksi sääntelyksi. Osa näistä direktiiveistä perustuu artiklaan 100, jolloin niiden keskeisenä tavoitteena on harmonisoinnin lisäksi yhteismarkkinoiden aikaansaaminen ja toimivuuden edistäminen.[56] Esimerkkinä viimeksi mainituista on sisäpiirikauppoja koskeva direktiivi.

Euroopan yhteisössä on keskusteltu pitkään yritysvaltausten ja muiden merkittävien omistusosuuksien (controlling stake) vaihdosten sääntelyn tarpeesta. Erityisesti on haluttu turvata kaikkien osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu näissä tilanteissa, joissa usein tehdään kaupat määräysvallan tuottavista osakkeista suoraan suurosakkaiden välillä eikä osakkeita hankita avoimesti arvopaperimarkkinoilta. Tällaisissa olosuhteissa on arvopaperimarkkinoiden toimivuuden ja sijoittajien luottamuksen säilyttämiseksi tarjottava muille osakkeenomistajille mahdollisuus luopua osakkeistaan. Ainakin osittain tavoitteeseen päästään velvoittamalla määräysvallan hankkinut osakas tekemään muille osakkeenomistajille kohdistettu julkinen ostotarjous. Arvopaperimarkkinoiden osalta 13. yhtiöoikeudellinen direktiivi merkitsee voimaantullessaan yhdessä muiden yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisten direktiivien kanssa eri maiden arvopaperimarkkinoiden ja niiden sääntelyn yhdenmukaistamista. Tavoitteena on lisätä Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden houkuttelevuutta sijoittajan kannalta ja näin parantaa siellä toimivien yritysten rahoitusmahdollisuuksia. Päämääränä voidaan myöskin sanoa olevan julkisesti noteerattujen yritysten valtausten toteuttamiselle selkeät puitteet tarjoavien vapaiden markkinoiden luominen. Toisin sanoen on pyritty luomaan yritysvaltausten kannalta neutraali sääntely, jota englannin kielessä kutsutaan level playing field -periaatteeksi.

[56] *European Company and Financial Law* s. 49 s. Ks. lähemmin perustamissopimuksen artiklojen 54 ja 100 direktiivien tulkinnassa aiheuttamasta erosta *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 603.

1.2. Tutkimustehtävä

1.2.1. Tutkimuksen tavoitteet

Hankittaessa jonkin julkisilla arvopaperimarkkinoilla noteeratun osakeyhtiön osakkeita on normaalisti kysymyksessä pelkästään sijoitusluonteinen toiminta, jolloin ostaja ei tavoittele valtaa yhtiössä, vaan tämän tarkoituksena on myöhemmin myydä osakkeet. Tutkimuksessa ei suoranaisesti tarkastella tällaista tilannetta, vaikka siihenkin liittyy monia arvopaperimarkkinaoikeudellisia säännöksiä, joista sovellettavaksi voivat tulla muiden muassa tiedonantovelvollisuutta tai sisäpiirin tietoa koskevat normit. Tähän liittyy kuitenkin eräänä keskeisenä teemana työssä oleva arvopaperimarkkinoiden yleinen luottamus, toisin sanoen markkinoiden luotettavan toiminnan edellytyksenä oleva sijoittajien oikeudenmukainen kohtelu. Jos hankittava osakemäärä on niin suuri, että se tuottaa yhtiössä määräysvaltaan riittävän äänimäärän tai määrävähemmistöaseman, tilanne muuttuu tämän tutkimuksen kannalta kiinnostavaksi. Lisäksi tutkimuksen piiriin kuuluvat myös muun merkittävän osuuden hankkimiseen johtavat osakekaupat, jos ne toteutetaan julkisesti esitetyn ostotarjouksen avulla tai jos ne osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun takaamiseksi olisi tullut suorittaa julkisen ostotarjouksen avulla.

Kysymys siitä, millä edellytyksellä osakkeenomistajalle tulee suoda mahdollisuus irtautua yhtiöstä, toisin sanoen muuttaa osakeomistuksensa käteiseksi rahaksi tai likvideiksi arvopapereiksi, jos yhtiön omistusrakenne muuttuu merkittävästi, on ulkomailla ollut hyvin laajan mielenkiinnon kohteena niin oikeustieteessä kuin taloustieteessäkin. Meillä on perinteisesti yhtiöoikeudessa katsottu osakkeen luovutettavuuden olevan osakkeenomistajan kannalta vastapaino sille, ettei yhtiöön sijoitettua pääomaa ole mahdollista yhtiön toiminnan aikana "irtisanoa".[57] Arvopaperimarkkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden osalta tämän ei kuitenkaan ole katsottu muodostavan riittävää turvaa sijoittajille, vaan yleensä osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteeseen vedoten on vaadittu irtautumismahdollisuuden turvaamista sellaisissa tilanteissa, joissa yhtiön omistusrakenne ja mahdollisesti toimintapolitiikka muuttuvat olennaisesti. Yhdenvertaisuusperiaatteesta ei sellaisenaan ilman lain tai muiden säännösten tukea voida johtaa yleistä lunastusvelvollisuussäännöstä, mutta kysymys on siitä, missä määrin sitä voidaan käyttää apuna julkista ostotarjousta tai lunastusvelvollisuutta koskevien säännösten tulkinnassa. Arvopaperimarkkinalaissa katsotaan kahden kolmasosan omistuskeskittymä niin ratkaisevaksi, että sen saadessaan enemmistöosakkaan tulee tar-

[57] *Rissanen*, Juhlajulkaisu *Matti Ylöstalo* s. 319 ja erityisesti siinä siteerattu *Olssonin* toteamus "Man brukar i doktrinen uttrycka detta så, att överlåtbarheten utgör en ersättning för den starka bundenheten i aktiebolag." *Olsson* s. 21.

joutua lunastamaan vähemmistön osakkeet. Eräissä ulkomaisissa oikeusjärjestelmissä raja on alhaisempi, yleensä puolet tai yksi kolmasosa osakkeista tai äänimäärästä. Kysymys on muiden osakkaiden aseman suojaamisesta uuden merkittävän osakkaan luomaa uhkaa vastaan. Uhkana koetaan ennen kaikkea riski osakkeen kurssitason huomattavasta laskusta tai ennen likvidin osakkeen muuttumisesta epälikvidiksi sen jälkeen, kun uusi suurosakas on saavuttanut määräysvalta-aseman.

Määräysvaltaan saattaa monissa yhtiöissä riittää huomattavasti ääntenenemmistöä pienempi äänimäärä. Määräysvallan tuottavan osakemäärän lisäksi määrävähemmistöön riittävä osakemäärä voi olla sillä tavoin merkittävä, että siihen joissakin maissa sovelletaan lunastusvelvollisuutta koskevia säännöksiä, koska katsotaan kohdeyhtiön toimintaa tehokkaasti rajoittamaan pystyvän vähemmistön[58] olevan jo tämän asemansa perusteella velvollinen tarjoamaan muille osakkeenomistajille mahdollisuuden luopua omistuksestaan kohtuullisin ehdoin. Joskus julkinen ostotarjous voidaan toteuttaa myös pienen omistusosuuden hankkimiseksi, jos halutaan esimerkiksi korostaa osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua. Kaikki nämä tilanteet ovat tarkastelun kohteena.

Tarkasteltavissa tilanteissa on ensinnäkin kysymys siitä, miten oikeusjärjestyksen ylipäätään tulisi suhtautua tuollaisiin osakekauppoihin. Ovatko ne pelkästään kahden sopijapuolen, osakkeita hankkivan tahon ja niitä myyvien tahojen välinen asia, vai pitääkö lainsäätäjän puuttua niihin ja jos pitää, kuten tilanne Suomessa eräissä tapauksissa on, miten sääntely on toteutettu ja miten normeja tulee tulkita. Tähän liittyy myös kysymys siitä, tuleeko säännösten olla pakottavia vai voivatko normit olla dispositiivisia joko kokonaan tai osittain.[59] Käytännössähän omistajarakenne eri yhtiöissä vaihtelee ja toiselle yhtiölle "hyvä" säännös ei välttämättä ole yhtä "hyvä" toiselle. Lopuksi pohditaan, miten yksittäinen yhtiö voi yhtiöjärjestykseensä otettavilla määräyksillä tehostaa omalta kannaltaan sopivalla tavalla arvopaperimarkkinalain ja osittain osakeyhtiölain pakottavien säännösten muodostamaa vähimmäissääntelyä lunastusvelvollisuuden osalta.

Yhtiöoikeudessa on pääasiassa keskitytty osakeyhtiön sisäisiin sekä osakkeenomistajan ja osakeyhtiön välisiin kysymyksiin. Osakkeenomistajien väliset oikeussuhteet liittyvät kuitenkin eräissä tapauksissa kiinteästi yhtiön toimintaan ja

---

[58] EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen perusteluissa käytetty englanninkielinen termi blocking minority kuvaa hyvin tilannetta: "The threshold of one-third is that from which the offeror may exercise a blocking minority." *Proposal for a 13th company law Directive*, Bulletin of the European Communities, Supplement 3/89 s. 8.

[59] *Eisenberg* on esittänyt yhtiöstä ja siihen liittyvistä säännöksistä seuraavan varsin kuvaavan määritelmän: "A corporation is a profit-seeking enterprise of persons and assets organised by rules. Most of these rules are determined by the unilateral action of corporate organs or officials. Some of these rules are determined by market forces. Some are determined by contract or other forms of agreement. Some are determined by law." Ks. *Eisenberg*, Columbia Law Review 1989 s. 1461.

päätöksentekoon. Niin Euroopan unionin jo vahvistetut kuin vielä valmisteltavina olevat direktiivitkin osoittavat selvää pyrkimystä taloudelliselta kannalta mahdollisimman tehokkaan yritystoiminnan mahdollistavien yhtiöoikeudellisten säännösten aikaansaamiseen. Taloudellisten tosiasioiden huomioon ottaminen oikeustieteellisessä pohdinnassa on välttämätöntä, jotta olisi mahdollista järkevällä tavalla tutkia julkiseen ostotarjoukseen liittyviä oikeudellisia kysymyksiä. Tässä teoksessa käytetään soveltuvin osin taloustieteellisiä tutkimustuloksia apuna pyrittäessä löytämään kulloisenkin sääntelytilanteen parhaiten tyydyttävä, toisin sanoen toiminnallisesti tehokas, ratkaisuvaihtoehto. Viime kädessä voi siis tavallaan sanoa, että kyseessä on yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden optimointi. Näillä oikeudenaloilla saattaa olla edessä ainakin jonkinlainen valtioiden välinen säännösten kilpailutilanne valtioiden pyrkiessä luomaan tehokkaan ja houkuttelevan sääntely-ympäristön, jotta mahdollisimman monet yhtiöt sijoittuisivat kyseessä olevaan valtioon tai jotta siellä toimivat arvopaperimarkkinat voisivat toimia mahdollisimman tehokkaasti.[60] Tällainen kilpailuasetelma on ollut selvästi havaittavissa Yhdysvalloissa eri osavaltioiden yhtiölainsäädäntöjen välillä[61, 62] ja ainakin vero-oikeudessa kilpailutilanne on avoimesti tunnustettu myös Suomessa.[63] Markkinapaikat, toisin sanoen arvopaperipörssit, joka tapauksessa kilpailevat avoimesti keskenään ja eräs olennainen kilpailutekijä on juuri sääntely, olipa se sitten markkinapaikan omiin sääntöihin tai lainsäädäntöön perustuvaa.[64]

---

[60] Euroopan unionin tavoitteena on tuollaisen kilpailuasetelman syntymisen välttäminen, ks. *Werlauff*, European Law Review 1992 s. 230 s. Nähtäväksi jää onnistuuko unioni siinä. Yhtiöoikeudellisissa direktiiveissähän säännönmukaisesti asetetaan ainoastaan kansallisen sääntelyn vähimmäis- tai enimmäistaso, joten eri valtioille jää varsin suuri liikkumavara oman lainsäädäntönsä muotoilussa. Ks. tarkemmin *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 606. Saksalainen *Heinz-Dieter Assman* puolestaan epäilee EU:n arvopaperimarkkinoita koskevien direktiivien, joissa yleensä asetetaan jonkin kysymyksen osalta sääntelyn enimmäis- tai vähimmäisvaatimukset, pikemminkin innostaneen jäsenvaltioita kehittämään omia erikoisia säännöksiään kuin edesauttaneen sääntelyn harmonisoinnissa, *Assman*, Die Aktiengesellschaft 1993 s. 410.

[61] Sitä kutsutaan usein Delaware–ilmiöksi, koska Yhdysvalloissa juuri Delawaren osavaltio on tässä mielessä menestynyt parhaiten. Noin puolet Yhdysvaltain suuryhtiöistä on rekisteröity tuossa kooltaan ja asukasluvultaan pienessä osavaltiossa. Sen liberaali yhtiölainsäädäntö on ollut edelläkävijä monissa yhtiöoikeudellisissa asioissa. Ks. *Hamilton* s. 6 s. ja s. 141 s. ja *Macey* s. 84 ss. Delawaren osavaltion yhtiölainsäädännöstä ks. esim. *Eisenberg Statutes* s. 89–374. Laajemmin tästä Yhdysvaltain eri osavaltioiden välisestä yhtiöoikeudellisesta "kilpailusta" ks. *Romano* s. 216 ss.

[62] Yhdysvalloissa ei ole yleistä liittovaltiotason osakeyhtiölakia, vaan kussakin osavaltiossa on oma laki. Tärkeimmät lait on julkaistu esim. teoksessa *Eisenberg*, *Statutes*. Siinä Delawaren laki on sijoitettu ensimmäiseksi, mikä ilmentää sen keskeistä merkitystä. *Eisenberg* on *Maceyn* mukaan Yhdysvaltain tämän hetken ehkä arvostetuin yhtiöoikeuden tutkija, *Macey* s. 127 viite 38.

[63] *Tikka* s. 297 ss. Sama ilmiö on tunnustettu myös Ruotsin vero-oikeudessa, ks. *Lindencrona* s. 284 s.

[64] Sveitsin pörssilakiuudistusta käsitellessään *Assman* korostaa eri maiden pyrkimyksenä sääntelyä uudistaessaan olevan juuri tehokkaan pörssitoiminnan edellyttämän perusnormiston luominen ja

Tutkimus on myös tavallaan markkinalähtoinen, koska oikeuskysymyksiä tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta. Kuten Jürgen Reul on todennut, oikeusjärjestelmä joutuu nyt esillä olevien tilanteiden osalta jatkuvasti sen ongelman eteen, tuleeko määräysvallan vaihdokseen johtavia kauppoja arvioida niiden oikeudellisen muodon vai niiden taloudellisten seurausten perusteella.[65] Nähdäkseni sekä säännöksiä laadittaessa että niitä tulkittaessa tulisi markkinoiden toimintaan liittyvät tekijät ottaa huomioon, tulkintakysymyksissä luonnollisesti vain säännösten normaalien oikeudellisten tulkintaperiaatteiden sallimissa rajoissa.[66] Tällainen markkinat huomioon ottava lähestymistapa ilmenee muun muassa Yhdysvalloissa julkisia ostotarjouksia sääntelevää niin kutsuttua Williams Actiä[67] koskevassa tuomioistuinten ratkaisukäytännössä.[68]

1.2.2. Teoksen jäsennys

Teos koostuu aiheen taustaa, tutkimusmenetelmiä ja eräitä arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen liittyviä kysymyksiä selvittävistä jaksoista sekä yhdenvertaisuusperiaattetta arvopaperimarkkinaoikeuden kannalta julkisten ostotarjousten yhteydessä käsittelevästä luvusta ja jaksosta, jossa aiemmin julkaistujen artikkelien sisältö

---

jatkaa "deshalb ist es nicht verwunderlich, daß dem Börsenrecht im Wettbewerb der Finanzplätze im allgemeinen und der Börsen im besonderen stets eine zentrale Rolle zugefallen ist". *Assman*, Die Aktiengesellschaft 1993 s. 410.

[65] *Reul* s. 1.

[66] Tulkinnassa tulee muistaa se, että jokin yksittäinen normi kuuluu yleensä aina osana johonkin kokonaisuuteen. *Nuolimaa* ilmaisee asian tarkastellessaan OYL:n 9 luvun normeja seuraavasti: "9:nnenkään luvun normeja ei saa tarkastella oy-lain muista luvuista irrotettuna. Oy-laki – ja oikeastaan koko yhteisöoikeus – muodostaa *systeemin*. Sillä on keskeinen asema normien tulkinnassa." Samassa yhteydessä hän korostaa edelleen sitä, että "elinkeinoelämän tarpeet vaativat joustavaa tulkintaa sanamuotoon yltiöpäisesti tukeutuvan tulkinnan asemasta" ja painottaa vielä sijoittajien olettaman tulkinnan tarpeellisuutta todetessaan, että "tulkinnassa sanamuotoon pitäytyvä tulkinta johtaa helposti tuloksiin, joita tavalliset osakesäästäjät vierastavat". *Nuolimaa*, LM 1991 s. 599. Arvopaperimarkkinoita sääntelevien normien osalta tämä merkitsee juuri lain kokonaistavoitteiden huomioon ottamista.

[67] Williams Act'iksi kutsutaan Securities Exchange Act'iin v. 1968 lisättyä julkisia ostotarjouksia koskevia säännöksiä, kohdat (13(d), 13(e), 14(d) ja 14(f). Ks. siitä laajemmin esim. *Hazen* s. 514 ss.

[68] Kuten *Hitzeman* toteaa "Williams Act embodies a 'market approach' to investor protection", millä hän tarkoittaa sitä, että julkisen ostotarjouksen yhteydessä sijoittajille ja kohdeyhtiön johdolle pitää lainsäädännöllisin keinoin taata riittävät tiedot, minkä jälkeen nämä voivat vapaasti ratkaista myyvätkö osakkeensa vai eivät. Edelleen Hitzemanin mukaan tämän market approach -periaatteen vastainen osavaltiotason lainsäädäntö on mitätön, koska se on ristiriidassa liittovaltiotason lainsäädäntöä olevan Williams Actin kanssa. Kantansa tueksi hän viittaa useisiin oikeustapauksiin, mm. Great W. United Corp. v. Kidwell, 577F.2d 1256 (5th Cir. 1978), National City Lines v. LLS Corp., 687 F.2d 1122, 1133 (8th Cir. 1982) ja Fleet Aerospace Corp. v. Holderman, 637 F. Supp. 742, 755–59 (S.D. Ohio 1986). Ks. *Hitzeman*, American Business Law Journal 1988 s. 136 s.

saatetaan ajan tasalle. Nämä muodostavat yhdessä teoksen niin sanotun yhteenvedon. Teoksen loppuosa koostuu viidestä jo aiemmin erikseen artikkeleina julkaistusta tutkimuksesta.

Yhteenveto-osan ensimmäisessä luvussa tarkastellaan tutkimusaihetta, julkista ostotarjousta ja sen oikeudellista sääntelyä, tutkimusmenetelmiä sekä aiheeseen liittyvää lähdeaineistoa, normeja ja kirjallisuutta. Toisessa luvussa tarkastellaan arvopaperimarkkinalain vuoden 1994 alusta voimaan tulleiden muutosten ja muun uuden aineiston vaikutuksia tähän teokseen sisältyviin aikaisemmin julkaistuihin artikkeleihin. Taustan selvittelyyn kuuluu tutkimusaiheen ja sen tulkinnan kannalta olennaisella tavalla arvopaperimarkkinat ja niiden toimintaperiaatteet, joita tarkastellaan kolmannessa luvussa. Arvopaperimarkkinat ovat osa pääoma- ja rahoitusmarkkinoita, joiden toimintaperiaatteiden ymmärtämiseksi selvitetään lyhyesti markkinoiden rakennetta ja niiden tehtäviä. Julkinen ostotarjous vaikuttaa usein voimakkaasti arvopaperin kurssikehitykseen, minkä vuoksi samassa yhteydessä tutkitaan arvopaperimarkkinoiden vääristämistä, toisin sanoen sitä, milloin on kyseessä normaali, hyväksyttävä hinnan nousu tai lasku ja milloin taas epänormaali, paheksuttava hinnan muutos. Kolmannessa luvussa tarkastellaan lisäksi julkisen ostotarjousmenettelyn käyttämissyitä ja tarjouksen käytännön toteuttamistapoja. Tämä on tarpeen, jotta olisi mahdollista ymmärtää sääntelyn ja tulkintaongelmien taustalla olevia menettelytapoja. Neljännessä luvussa pohditaan yhtiöoikeudessa vakiintuneeksi katsotun yhdenvertaisuusperiaatteen taustaa, toisin sanoen sitä, miksi tällaisen periaatteen noudattaminen on perusteltua, sekä sen sisältöä niin osakeyhtiöoikeudessa kuin arvopaperimarkkinaoikeudessakin. Samassa luvussa selvitetään myös ulkomaisten esimerkkien avulla muun muassa sitä, milloin syntyy velvollisuus julkisen ostotarjousmenettelyn käyttämiseen. Viidennessä luvussa esitetään tutkimustuloksiin perustuvia arvioita julkista ostotarjousta koskevien säännösten tulkinnasta. Keskeisenä argumenttina on lainsäädännön tavoitteiden toteutuminen ja markkinoiden tehokkaan toiminnan turvaaminen.

Teoksen jälkimmäisen puoliskon artikkeleista kolme ensimmäistä *Julkisesta ostotarjouksesta I–III* muodostaa perusselvityksen tutkittavana olevasta oikeudellisesta ongelmasta. Jälkimmäiset kaksi artikkelia koskevat aiheeseen liittyviä erityiskysymyksiä, toinen Euroopan unionissa valmisteilla olevaa sääntelyehdotusta ja toinen mahdollisuutta tiukentaa lunastusvelvollisuutta yksittäisen osakeyhtiön sisäisin, yhtiöjärjestykseen otettavin määräyksin.

Ensimmäinen artikkeli *Julkisesta ostotarjouksesta I – Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin* käsittelee otsikkonsa mukaisesti julkisen ostotarjousmenettelyn käsitettä, sen taloudellista merkitystä. Artikkelissa tarkastellaan oikeusvertailevasti tutkimusteeman osalta Suomen näkökulmasta tärkeimpien ulkomaiden, Ruotsin, Norjan, Englannin,

Yhdysvaltain,[69] Ranskan ja Saksan vastaavia säännöksiä sekä Euroopan yhteisön, nyttemmin unionin, valmisteltavina olevia säännöksiä. Julkisella ostotarjousmenettelyllä ja sen sääntelyllä on pisimmät perinteet Englannissa, mutta toisaalta Ruotsi ja Norja ovat lainsäädäntöperinteeltään ja yhteiskunnallisilta olosuhteiltaan niin paljon lähempänä meitä kuin anglosaksiset tai Keski-Euroopan maat, että oikeusvertailu aloitetaan niistä. Tämänkaltaisen aiheen osalta oikeusvertailevaa aineistoa on lähes rajattomasti, mutta artikkelissa on pyritty luomaan lyhyt katsaus tärkeimpien maiden arvopaperimarkkinoiden säännöksiin. Vaikka Japanin arvopaperimarkkinat, erityisesti Tokion arvopaperipörssi, ovat New Yorkin ja Lontoon arvopaperipörssien ohella yksi maailman kolmesta suurimmasta markkinapaikasta, niitä ja japanilaista sääntelyä ei tarkastella, koska Japanissa ei ole juurikaan tehty julkisia ostotarjouksia.[70]

Toinen artikkeli *Julkisesta ostotarjouksesta II – Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä* käsittelee arvopaperimarkkinalain ja eri-

---

[69] Pohjois-Amerikan osalta myös Kanadan arvopaperimarkkinat ovat varsin merkittävät, vaikka ovatkin huomattavasti Yhdysvaltain markkinoita pienemmät. Kanadassa toimii useita arvopaperipörssejä, joista Toronton pörssi on merkittävin. Kanadalaiset julkista ostotarjousta koskevat säännökset poikkeavat vastaavista amerikkalaisista (ts. Yhdysvaltain) säännöksistä. Kanadalaisista säännöksistä ks. esim. *Kofman*, International Financial Law Review, November 1989 s. 39 s. ja *Crotty – Weizman*, International Financial Law Review, December 1990 s. 8 s.

[70] Japanin arvopaperimarkkinat ovat historiallisten ja kulttuuristen syiden vuoksi olleet pitkään vakaat, ts. pörssiyhtiöiden omistus on keskittynyt harvojen suurten pankkien ja muiden suuromistajien käsiin, jotka eivät ole olleet halukkaita myymään omistamiaan osakkeita – mihinkään hintaan. Näin ollen yritysvaltausten suorittaminen ei ole ollut mahdollista. Tilanne on kuitenkin 1980-luvulla jonkin verran muuttunut ja eräät edellä mainituista perinteisistä omistajaryhmistä ovat olleet valmiita myymään omistamiaan osakkeita, jos niistä on saanut riittävän hyvän hinnan. Julkiset ostotarjoukset ovat olleet käytännössä hyvin harvinaisia. Parina viime vuosikymmenenä Japanissa on toteutettu ainoastaan kaksi julkista ostotarjousta. Valtaosa yritysvaltauksista on suoritettu hankkimalla osakkeita markkinoilta. Kohdeyhtiön osakkeita voidaan hankkia vapaasti arvopaperipörssin välityksellä, koska säännökset eivät edellytä julkisen ostotarjouksen käyttämistä. Käytännössä yritysvaltausten suosiota vähentää myös säännös, joka kieltää yhtiötä hankkimasta omia osakkeitaan suoraan tai välillisesti. Näistä seikoista huolimatta avoimesti markkinoilla tapahtuvien osakeostojen avulla suoritetut nurkanvaltaukset ovat viime vuosina yleistyneet. Näin *Kester* s. 17 s., s. 24 ss., s. 53 ss., s. 99, s. 103, s. 203 s., s. 246 ss. ja s. 261.

Japanissa julkinen ostotarjous säänneltiin ensimmäisen kerran vuodelta 1971 olevassa arvopaperimarkkinalaissa. Säännöksiä täydennettiin ja ajanmukaistettiin vuonna 1990 voimaan tulleilla muutoksilla. Sinänsä säännökset ovat varsin yksityiskohtaiset, mutta laissa ei ole mitään velvollisuutta ostotarjousmenettelyn käyttämiseen, jos osakkeita hankitaan julkisten arvopaperimarkkinoiden välityksellä. Sen sijaan hankittaessa julkisesti noteerattuja osakkeita arvopaperipörssin ulkopuolisin kaupoin tulee noudattaa julkista ostotarjousta koskevia säännöksiä, jos ostotarjous voi onnistuessaan johtaa viiden prosentin tai tätä suurempaan omistusosuuteen kohdeyhtiössä. Tätä suurempikin määrä osakkeita on mahdollista hankkia ilman julkisen ostotarjouksen tekemistä, jos osakkeiden hankinta perustuu osapuolten välisiin kahdenkeskisiin kauppoihin. Kuitenkin, jos

tyisesti julkista ostotarjousta koskevien säännösten syntyhistoriaa, julkista ostotarjousta koskevan säännöksen soveltamisalaa, toisin sanoen sitä, milloin syntyy velvollisuus käyttää julkista ostotarjousmenettelyä ja sitoutua osakkeiden tai muiden arvopaperien myyjien yhdenvertaiseen kohteluun. Samassa yhteydessä tarkastellaan myös yhdenvertaisuusperiaatetta julkisen ostotarjousmenettelyn yhteydessä ja eritellään tähän mennessä ainoasta pohjoismaisesta julkista ostotarjousta koskeneesta Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisusta ilmeneviä tulkintaperiaatteita. Tähän ongelmaryhmään kuuluvat myös tarjousehtojen yhtäläisyys eri tilanteissa ja ehtoihin mahdollisesti sisältyvät rajoitukset ja muut määräykset.

Kolmas artikkeli *Julkisesta ostotarjouksesta III – Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä* käsittelee puolestaan otsikkonsa mukaisesti arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden ja toiminnan kannalta hyvin keskeisessä asemassa olevaa tiedonantovelvollisuutta, toisin sanoen sitä, milloin ja mitä tietoja eri osapuolten tulee antaa julkisen ostotarjouksen yhteydessä. Varsin usein tarjouksen tekijä pyrkii jollakin tavoin rajoittamaan ostotarjoustaan. Se voi tapahtua esimerkiksi siten, että tarjousehtojen mukaan osakkeita ostetaan ainoastaan, jos niitä saadaan riittävän suuri määrä tai niitä ostetaan vain jokin tietty enimmäismäärä. Samalla tutkitaan joitakin arvo-osuusjärjestelmän tarjoamia mielenkiintoisia mahdollisuuksia ehdollisten tarjousten tekemiseen. Ehdollisen tarjouksen käyttämismahdollisuus edellyttää myös tarjoukseen vastanneen suojaamista mahdollisilta väärinkäytöksiltä tai kohtuuttoman epäedullisilta sopimusehdoilta. Lunastusvelvollisuus on keskeinen osa julkista ostotarjousmenettelyä niin meillä kuin useimpien muidenkin maiden säännöksissä. Lunastusvelvollisuus syntyy arvopaperimarkkinalain mukaan, kun osakkeenomistajan osakkeiden tuottama äänimäärä ylittää kaksi kolmasosaa kohdeyhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Ongelmia voi aiheuttaa lunastusvelvollisuutta välttämään pyrkivä osakkeenomistaja, joka järjestää omistuksensa jonkin hänen kanssaan yhteistoiminnassa olevan henkilön avulla. Arvopaperimarkkinalaissa käytetyn sanonnan "omistaa yhdessä toisen kanssa" merkitys on tulkinnanvarainen. Ulkomaisissa vastaavissa säännöksissä käytetään yleisesti laajasti tulkittavaksi tarkoitettua acting in concert -käsitettä. Ongelma on tosin tämän vuoden alusta voimaan tulleen arvopaperimarkkinalain muutoksen myötä poistunut.

---

osakkeita hankitaan järjestelmällisesti pörssin ulkopuolisin kaupoin useammalta kuin kymmeneltä myyjältä 60 päivän ajanjakson kuluessa yhteensä yli viiden prosentin omistusosuutta vastaava määrä, on kyseessä tosiasiassa julkinen ostotarjous, jolloin sitä koskevia säännöksiä tulisi noudattaa. *Hamada – Ischiguro*, International Financial Law Review January 1992 s. 29 ss., ks. myös *Banker* teoksessa International M & A Law s. 266 ss. ja *Ischiguro*, International Financial Law Review March 1991 s. 25 ss.

Neljäs artikkeli *EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta* käsittelee Euroopan yhteisössä jo pitkään valmisteilla ollutta ja yhtiöoikeuden tutkijoiden piirissä Keski-Euroopassa suurta mielenkiintoa herättänyttä yritysvaltauksia ja muita julkisia ostotarjouksia koskevaa direktiiviä, jota ei kuitenkaan vielä ole hyväksytty. Artikkelissa tarkastellaan yhtiölainsäädännön yleistä harmonisointia Euroopan yhteisössä ja mainitun direktiiviehdotuksen vaiheita. Direktiiviehdotukseen sisältyy monia julkisen ostotarjouksen sääntelyn kannalta merkittäviä periaatteita, kuten osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu, tiedonantovelvollisuus, kohdeyhtiön toimintamahdollisuuksien rajoittaminen yritysvaltausta torjuttaessa ja arvopaperimarkkinoiden vääristämiskielto. Yksityiskohtaisesti on tarkasteltu myös ehdotettuja lunastusvelvollisuutta, valvontaviranomaista, tarjousasiakirjaa, tarjouksen julkistamista, kilpailevaa tarjousta, tarjouksen ehtojen muuttamista ja tarjouksen peruuttamista koskevia säännöksiä.

Viidennessä artikkelissa *Lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta* tarkastellaan osakeyhtiöoikeudelliselta kannalta mahdollisuutta yksittäisen osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen otettavilla määräyksillä tiukentaa lunastusvelvollisuutta, toisin sanoen alentaa lunastusrajaa ja muutoin tehostaa lunastusvelvollisuutta koskevia säännöksiä arvopaperimarkkinalaissa olevaan lunastusvelvollisuussäännöksen perusmuotoon nähden. Siinä selvitetään aluksi lyhyesti, miksi tällainen lunastusvelvollisuuden tiukentaminen voi olla joskus tarpeen. Tämän jälkeen tutkitaan osakkeen lunastusta koskevia säännöksiä, mahdollisuutta sisällyttää yhtiöjärjestykseen tiukennettu lunastusvelvollisuusmääräys, tällaisen määräyksen tehokkuuteen liittyviä ongelmia ja mahdollisuutta tehostaa lunastusvelvollisuusmääräystä lunastus- tai suostumuslausekkeella taikka äänivallan rajoituksella.

1.2.3. Tutkimuksen rajaaminen

Tutkimus rajautuu luonnollisella tavalla, koska sen kohteena on arvopaperimarkkinoilla toteutettavan julkisen ostotarjousmenettelyn sääntely. Esille otettavilla asioilla on suora tai välillinen yhteys tutkimuskohteeseen.[71]

Julkisen ostotarjouksen avulla tapahtuva osakkeiden hankkiminen on koko yrityksen tai sen osan kauppa, johon liittyy osapuolten ja kohdeyhtiön toimialan

[71] Rajaus on näin ollen samantyyppinen kuin englantilaisessa City Code'issa suoritettu rajaus. Kuten jäljempänä yksityiskohtaisemmin todetaan, se keskittyy pelkästään osakkeenomistajien yhdenvertaisen ja oikeudenmukaisen kohtelun takaamiseen julkisten ostotarjousten avulla toteutettavien yritysvaltausten yhteydessä ja normipuitteiden luomiseen tälle menettelylle. Se ei puutu valtausten taloudellisiin tai kaupallisiin etuihin tai haittoihin, koska ne ovat yhtiön ja osakkeenomistajien välisiä asioita eikä kilpailuoikeudellisiin kysymyksiin, koska ne ovat lähinnä valtiovallan vastuulla. Ks. *City Code* s. A1.

mukaan monenlaisia oikeudellisia, taloudellisia ja muita kysymyksiä.[72] Keskeisellä sijalla saattavat olla esimerkiksi kilpailulainsäädännön määräävän markkina-aseman muodostumista tai muuta liiallisena pidettävää keskittymistä koskevat säännökset,[73] joita ei kuitenkaan tässä työssä tarkastella. Kokonaan tutkimuksen ulkopuolelle jäävät erityisiin yhtiömuotoihin, kuten pankkeihin ja vakuutusyhtiöihin, liittyvät säännökset, jotka saattavat asettaa omia rajoituksiaan, jos tarjouksen tekijänä tai kohdeyhtiönä on mainitunlainen yhtiö. Lisäksi yritysostoon usein vaikuttavista tekijöistä tarkastelun ulkopuolelle jäävät muun muassa ulkomaalaisten yritysostojen seurantaa koskevat, samoin kuin työoikeudelliset kysymykset. Myöskään tarjoukseen ja siihen annettuun vastaukseen liittyviä sopimussuhteen syntymiseen liittyviä tai mahdollisesti sen pätemättömyyden taikka vahingonkorvausvastuun yksittäisissä sopimussuhteissa aikaansaavia seikkoja ei käsitellä kattavasti, vaan niitä ainoastaan sivutaan paikka paikoin.

Tutkimusaiheeseen läheisesti liittyvän, mutta tässä yhteydessä suppean tarkastelun varaan jäävän, ongelmaryhmän muodostavat erilaiset menetelmät puolustautua yritysvaltaukselta ja niihin liittyvät yhtiöoikeudelliset kysymykset, joita on tarkasteltu varsin laajasti monissa ulkomaisissa teoksissa.[74] Laajemmin on tarkasteltu ainoastaan mahdollisuutta tiukentaa yhtiöjärjestysmääräyksin lunastusvelvollisuutta yksittäisessä yhtiössä.[75] Tuollainen menettely voidaan lukea ennaltaehkäiseväksi puolustautumistoimenpiteeksi sen lisäksi, että se on, kuten jäljempänä todetaan, osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta lisäävä järjestely. Muita erityisesti ulkomaisessa kirjallisuudessa keskeisellä sijalla olevia puolustautumistoimia ei tarkastella, koska niin sanottujen vihamielisten yritysvaltausten merkitys ei ole Pohjois-

---

[72] Ks. *Timonen*, joka käsittelee yritysvaltaukseen liittyviä erilaisia intressejä, Nordic Perspectives on European Financial Integration s. 291 ss.

[73] Kilpailulainsäädännöllä on varsin keskeinen osa monissa EU:n säännöksissä, ks. näistä esim. *Bos – Stuyck – Wytinck*, passim, *Cooke – Kerse*, passim, *Korah*, passim tai *Wiedemann*, passim. Suomalaisesta yrityshankintojen valvontaa käsittelevästä kirjallisuudesta voidaan mainita esim. *Helkiön*, *Kuoppamäen* ja *Virtasen* teokset.

[74] Selkeä esitys erilaisista puolustautumismenetelmistä on esim. *Marcus Herrmannin* väitöskirja Zivilrechtriche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien ja *Jan Schans Christensenin* teoksessa oleva jakso s. 307–405. Lisäksi kysymystä ovat käsitelleet esim. *Gomard*, Defensive Measures s. 83 ss., *Lutter – Lammers* s. 113 ss., *Maeijer* s. 173 ss., *Roberts – Wiseman* s. 213 ss., *Steinmann* s. 49 ss., *Watter* s. 349 ss., *Assmann – Bozenhardt* s. 143 ss. ja *Schwegmann – Pfaffenberger* s. 561 ss. Amerikkalaisista kirjoituksista voidaan mainita esim. *Ruback* s. 49 ss., *Bhagat – Jefferis* s. 223 s., *Schaaf* s. 273 ss. ja *Rhodes* s. 445–473.

Erilaisten ennakoivien yritysvaltausten torjumismenetelmien vaikutuksia yrityksen toimintaedellytyksiin ja sen osakkeen kurssikehitykseen on myös tutkittu laajalti, ks. esim. *Eckbo*, Journal of Finance and Quantitative Analysis 1990 s. 491 ss.

[75] Ks. lähemmin jäljempänä oleva jakso 4.4. ja 5. artikkeli.

maissa, kuten ei myöskään Keski-Euroopassa, niin suuri kuin Englannissa ja Yhdysvalloissa. Tämä johtuu pitkälti näissä maissa vallitsevan yrityskulttuurin erilaisuudesta.[76]

1.3. Tutkimusmenetelmät

1.3.1. Taloudellisten seikkojen vaikutus

Tutkimusmenetelmien osalta voidaan todeta, että työssä on noudatettu pääosin perinteisiä positiivisoikeudellisia oikeustieteellisiä menetelmiä. Päämääränä on toisin sanoen ollut aiheeseen liittyvän oikeudellisen aineiston systematisointi ja yksityiskohtainen erittely.[77] Työssä ei ole noudatettu mitään yhtä, selkeästi nimettävissä olevaa menetelmää. Koska aihetta on tutkittu Suomessa vähän on tutkimuksessa jouduttu käyttämään paljon ulkomaista kirjallisuutta ja tukeutumaan skandinaavisen aineiston lisäksi erityisesti englantilaiseen ja amerikkalaiseen oikeuteen, koska näissä maissa arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä on pidemmät perinteet ja arvopaperimarkkinoihin liittyviä kysymyksiä on siellä tutkittu enemmän kuin Pohjoismaissa. Lisäksi on käytetty hyväksi olemassa olevaa varsin runsasta arvopaperimarkkinoita käsittelevää saksalaista ja sveitsiläistä oikeustieteellistä kirjallisuutta.

Tutkimusmenetelmien osalta korostuu tutkittavina oleviin oikeudellisiin ilmiöihin liittyvien taloudellisten tekijöiden ja niiden vaikutusten normaalia laajempi huomioon ottaminen argumentoinnissa. Tämä on law and economics -tutkimussuuntauksessa – jota tässä nimitetään talouspainotteiseksi oikeustieteeksi – tyypillinen piirre. Koska tämä oikeustieteen ja taloustieteen välimaastoon sijoittuva suuntaus on meillä jäänyt varsin vähäiselle huomiolle, sitä esitellään lyhyesti seuraavassa kappaleessa. Eräät tilanteet, kuten lainsäädännön pakottavuus, yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys, lainsäätäjän valintamahdollisuudet sekä säännösten arviointi ja tulkinta ovat sen luontoisia, että niiden käsittelyssä tämän talouspainotteisen oikeustieteen suuntauksen kehittämistä ajatuksista tai ylipäätään taloudellisten tosiseikkojen huomioon ottamisesta voi olla apua. Kaikissa yhteyksissä talouspainotteisen oikeustieteen vaikutus ei ehkä näy kovin suoraan, mutta koko ajan taustalla vaikuttaa kuitenkin ajatus tarkasteltavina olevien säännösten taloudel-

---

[76] Näin esim. *Stonehill – Dullum*, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1990 s. 79 ss., jotka huomauttavat eron johtuvan siitä, että Pohjois- ja Keski-Euroopan markkinoille on tyypillistä yhtiön varallisuuden maksimointi, kun taas Englannin ja Yhdysvaltain markkinoille on tyypillistä osakkeenomistajan varallisuuden maksimointi. Ks. myös *de Jong*, Review of Industrial Organisation 1991 s. 1 ss.

[77] Kysymyksenasettelu on tutkimusmenetelmien osalta samantyyppinen kuin ruotsalaisen *Per Samuelssonin* väitöskirjassa, joka käsittelee pörssiyhtiön vastuuta puutteellisten tietojen antamisesta osakemarkkinoilla, ks. menetelmien osalta *Samuelsson* s. 27 ja s. 30.

lisesta tehokkuudesta. Tehokkuus liittyy kiinteästi arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen ja sitä kautta yritysten pääomansaantimahdollisuuksiin ja viime kädessä kansantaloudelliseen hyvinvointiin. Tehokkuuden ohella tärkeä tekijä on myös oikeusvarmuus, jolla tarkoitan lähinnä sitä, että sääntelyn ja säännösten tulkinnan tulee olla sellaista kuin järkevä markkinoilla toimiva osapuoli olettaa, koska yllättävät ratkaisut horjuttavat luottamusta koko markkinoiden toimivuuteen.

Teoksessa on lisäksi pyritty esittelemään julkiseen ostotarjoukseen ja laajemminkin koko yritysvaltausproblematiikkaan liittyviä liiketaloustieteellisiä, lähinnä rahoitusteorian alaan kuuluvia, ja (kansan)taloustieteellisiä tutkimuksia. Näitä on tarkasteltu lyhyesti silloin, kun niiden tutkimustulosten on katsottu tukevan oikeudellista argumentaatiota. Lisäksi tällaisiin tutkimuksiin on viitattu, jos niissä on ollut aihetta taloudelliselta kannalta tutkivan tai käytännössä toteuttamiskelpoisia ja tehokkaita yritysvaltausstrategioita pohtivan henkilön kannalta tutustumisen arvoisia havaintoja.

Myös oikeusvertailulla on keskeinen sija tässä työssä, koska kotimainen tutkimuksen kohteena olevaa kysymystä käsittelevä lainsäädäntö ei ole kovin vanhaa eikä oikeuskäytäntöä ole vielä ehtinyt kehittyä. Tämän vuoksi on käytetty vertailevaa ulkomaista aineistoa, toisin sanoen lainsäädäntöä, itsesääntelynormeja, oikeus- ja muuta ratkaisukäytäntöä sekä oikeuskirjallisuutta. Näiden avulla on mahdollista löytää ratkaisuvaihtoehtoja kansallisiin tulkinta- ja sääntelyongelmiin. Lisäksi näiden ulkomaisten säännösten tunteminen helpottaa lähitulevaisuudessa mahdollisesti säädettävän Euroopan unionin 13. yhtiöoikeudellisen direktiivin normien ymmärtämistä.

1.3.2. Law and economics – talouspainotteinen oikeustiede

Law and economics – talouspainotteinen oikeustiede[78] – tarkastelee lain säännöksiä ja niiden tulkintaa taloudellisten realiteettien sekä tehokkuus- ja

[78] Tästä Law and economics tai Economics of law -suuntauksesta on käytetty myös nimitystä oikeustaloustiede, ks. esim. Suomen Akatemian teettämä maamme oikeustieteellistä tutkimusta arvioiva raportti Oikeustieteellinen tutkimus Suomessa s. 73. Lain taloustiede -nimitystä on meillä käyttänyt eräs kansantaloustieteen tutkija, ks. *Vihanto* s. 166. Ruotsissa siitä käytetään nimitystä rättsekonomi, *Hellner*, Festskrift till *Per Stjernquist* s. 101 ss. ja Saksassa Die ökonomische Analyse des Rechts, *Reul* s. 102 ss.

Terminologisesti myöskään "law and economics" ja "economics of law" -käsitteet eivät kaikkien tutkijoiden mielestä ole tarkkaan ottaen synonyymejä, vaan ensin mainittua on pidetty laajempana käsitteenä. Niiden yksityiskohtaisempi erittely ei kuitenkaan ole tässä yhteydessä tarpeen eikä se liene kovin hedelmällistäkään, koska käyttötilanteet vaihtelevat. Jaotteluyritysten kannalta kuvaava on esim. *McVean* toteamus: "Attempts have been made to classify the various 'schools' of economics and law; but convenient though these are, it must be borne in mind that the effective use of any interdisciplinary approach varies significantly according to how, where and why it is being applied." *McVea* s. 8.

toimivuusnäkökohtien valossa. Se pyrkii taloudellisten argumenttien avulla löytämään yksittäiseen oikeudelliseen ratkaisuongelmaan parhaan mahdollisen ratkaisun. Oikeuskysymys pelkistetään yleensä mahdollisimman yksinkertaiseksi perusmalliksi, minkä jälkeen selvitetään ja arvioidaan eri ratkaisuvaihtoehtojen taloudelliset vaikutukset sekä riidan osapuolten että koko kansantalouden kannalta. Talouspainotteiseen oikeustieteeseen luetaan myös yleisemmin taloudellisia tehokkuusargumentteja hyväksi käyttävä oikeustieteellinen tutkimus. Nimestään huolimatta law and economics on nykyisin varsin selkeästi oikeustieteellinen tutkimussuuntaus. Lähestymistapa tarjoaa arvopaperimarkkinaoikeudelliseen tutkimukseen eräitä käyttökelpoisia välineitä,[79] koska arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tulee, kuten edellä on todettu, olla tehokasta ja toimivaa, minkä lisäksi markkinaosapuolten tulee kokea se oikeudenmukaiseksi, sillä muutoin markkinat eivät toimi, yritykset eivät saa pääomaa ja koko kansantalous kärsii.

Law and economics -tutkimussuuntaus kehittyi Yhdysvalloissa. Sen kehitykseen on vaikuttanut taloustieteessä jo aiemmin luotu päämies–agentti-teoria (principal – agent -relationship)[80] ja taloustieteilijä Ronald Coasen markkinoiden transaktiokustannuksia käsittelevät tutkimukset aina 1930-luvulta alkaen. Ehkä tunnetuimmat tutkimussuuntauksen alkuvaiheisiin liittyneet kirjoitukset ovat Coasen artikkelit The Nature of the Firm vuodelta 1937[81] ja On the Problem of Social Cost vuodelta 1960.[82] Talouspainotteisen oikeustieteen tutkijoiden näkemyksen mukaan osakeyhtiömuodon käyttämisen pääasiallisena syynä on sijoittajien pyrkimys käyttää pääomiaan mahdollisimman pienen riskin sisältäviin kohteisiin, jotka kuitenkin samalla antavat parhaan mahdollisen tuoton. Yhtiö nähdään tehokkaasti toimivana järjestelmänä, jossa taitavasti toimiva johto yhdistää nämä sijoittajien tavoitteet pyrkiessään mahdollisimman edullisin kustannuksin houkuttelemaan yhtiöön pääomia, joilla voidaan rahoittaa yhtiön investoinnit. Pääomien mahdollisimman tehokas käyttö on luonnollisesti koko yhteiskunnan etujen mukaista.[83] Varsinaisesti oikeustieteeseen nämä (kansan)taloustieteelliset analyysit liitettiin Chicagon yli-

---

[79] Oikeudellisia ongelmia ja niiden ratkaisuvaihtoehtoja on siten mahdollista pohtia todellisten, käytännössä yleensä hyvin monitahoisten vaikutteiden kannalta.

[80] Ks. lähemmin esim. *Hart*, Columbia Law Review 1989 s. 1758 ss., jonka mukaan juuri päämies–agentti-teorian avulla on osoitettu joitakin heikkouksia muutoin varsin tunnustetussa neoklassisessa talousteoriassa.

[81] *Coase*, Economica 1937 s. 386–405. Hän pohtii tuossa artikkelissa yrityksen perusolemusta ja sitä, miksi osa taloudellisesta toiminnasta tapahtuu markkinoilla ja osa yrityksessä. Uudemmasta tähän kysymykseen liittyvästä keskustelusta ks. *Oliver Hart*, An economist's perspective on the theory of the firm, Columbia Law Review 1989 s. 1757 ss.

[82] *Coase*, The Journal of Law and Economics 1960 s. 1–44.

[83] *Macey* s. 12.

opiston oikeustieteellisen tiedekunnan tutkijoiden toimesta,[84] minkä vuoksi suuntausta nimitetään myös Chicagon koulukunnaksi. Sen läpimurto tapahtui 1970-luvulla.[85] Suuntaus on ollut jatkuvan kiinnostuksen kohteena Yhdysvalloissa myös 1980- ja 1990-luvuilla. Tosin kiinnostus on ollut pääasiassa akateemista, mutta 1980-luvulla on joitakin tämän koulukunnan edustajia nimitetty keskeisiin tuomarin virkoihin Yhdysvalloissa[86] ja myös korkeimman oikeuden ratkaisuissa on käytetty yhä enemmän taloudellisia argumentteja.[87]

Yhtiöoikeudelliset kysymykset olivat pitkään taka-alalla. Ainoastaan Henry Mannen sisäpiiritiedon käyttöä koskevat tutkimukset liittyivät osittain arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeuteen. Vasta 1970-luvun lopulta alkaen lisääntyneet yritysvaltaukset ja lukuisat vihamieliset ostotarjoukset saivat myös talouspainotteisen oikeustieteen tutkijoiden huomion kääntymään yhtiöoikeudellisiin kysymyksiin. Yhtiöoikeuteen talouspainotteisen oikeustieteen ovat kytkeneet Frank H. Easterbrook ja Daniel R. Fischel, jotka ovat tutkimuksillaan pyrkineet osoittamaan, ettei yrityksen omistajanvaihdostilanteissa tarvita valtiovallan sääntelyä sen paremmin vihamielisten yritysvaltausten osalta kuin osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun takaajanakaan. Toisena keskeisenä tutkimuskohteena ovat olleet sisäpiirisäännökset. Talouspainotteisessa oikeustieteessä on tutkittu lisäksi esine-, sopimus-, vahingonkorvaus-, rikos- ja julkisoikeutta.[88]

Talouspainotteista oikeustiedettä on sen alkuperäisessä muodossa harrastettu enemmän common law -järjestelmän maissa, mikä on sinänsä ymmärrettävää, koska niissä tuomari joutuu yksittäisen jutun ratkaisun yhteydessä joissakin tapauksissa luomaan oikeussäännöksiä. Niin Yhdysvalloissa ja Englannissa kuin muissakin common law -järjestelmän maissa on kuitenkin siirrytty yhä enemmän kirjoite-

---

[84] Perusta tälle suuntaukselle oli luotu jo aiemmin Englannissa, London School of Economics'ssa, jossa erityisesti *Frank Knightin* teos Risk, Uncertainty and Profit vuodelta 1921 vaikutti voimakkaasti *Coaseen*. Law and economics -tutkimussuuntauksen kehityksestä ks. *Coase*, The Journal of Law and Economics 1993 s. 239–254, erit. s. 239 s. ja 243 s.

[85] Law and economics -tutkimussuuntauksen kehitykseen keskeisesti vaikuttaneista henkilöistä voidaan mainita *Coasen* lisäksi mm. taloustieteilijät *Aaron Director* ja *George Stigler* sekä juristit *Guido Calabresi*, *Richard Posner* ja *Henry G. Manne*. Yhtiöoikeuteen suuntauksen ovat kytkeneet sisäpiirikauppoja tutkineen *Mannen* lisäksi erityisesti *Frank H. Easterbrook* ja *Daniel R. Fischel*, joiden tutkimukset ovat keskittyneet yritysvaltauksiin, julkisiin ostotarjouksiin ja ylipäätään ns. corporate control tilanteisiin liittyviin kysymyksiin. Ks. esim. *Cooter-Ulen* s. 1–14, *Reul* s. 105–119 ja *Easterbrook-Fischelin* artikkelit sekä *Maceyn* myös ruotsin kielellä julkaistu teos.

[86] Yli puolet Yhdysvaltain nykyisin virassa olevista tuomareista on suorittanut law and economics -kurssin, minkä lisäksi kaksi suuntauksen keskeistä edustajaa *Richard Posner* ja *Frank H. Easterbrook* on 1980-luvulla nimitetty tuomareiksi ylioikeuteen (U.S. Court of Appeals for the 7 th Circuit). Ks. *Reul* s. 118 alav. 107.

[87] Näin *Landes – Posner*, The Journal of Law and Economics 1993 s. 387.

[88] Tämä ilmenee esim. *Cooterin* ja *Ulenin* alan oppikirjan sisällysluettelosta.

tun lain käyttöön. Angloamerikkalaisissa maissa talouselämän toiminta on edellyttänyt säännösten kodifiointia, jotta mahdollisen riidan lopputulos olisi paremmin ennakoitavissa ja taloudellinen toiminta olisi tehokkaammin järjestettävissä. Euroopan yhteisön ja nyttemmin Euroopan unionin toiminta puolestaan on aiheuttanut legalistisen perinteen maissa lainsäädännön muutostahdin huomattavaa nopeutumista[89] ja tehokkuusnäkökohtien entistä tarmokkaampaa korostamista. Erityisen selvästi viimeksi mainittu kehitys on nähtävissä yhtiöoikeuden alalla.[90] Oikeusjärjestelmät ovat siis ainakin jossain määrin lähentyneet toisiaan, minkä vuoksi talouspainotteisesta oikeustieteestä on tullut käyttökelpoinen argumentoinnin väline myös Manner-Euroopassa.

Eurooppalaisessa oikeustieteessä on varsin harvoin käytetty hyväksi talouspainotteisen oikeustieteen menetelmiä, ainakaan erikseen mainiten. Suuntausta ei toisaalta ole mainittu myöskään eräissä siihen tyypillisesti luettavissa amerikkalaisissa tutkimuksissa, vaan niissä ainoastaan käytetään hyväksi taloudellista argumentointia. Meillä aihetta ovat käsitelleet pääasiassa kansantaloustieteen tutkijat.[91] Yritysvaltauksia käsittelevistä teoksista ainoastaan saksalaisen Jürgen Reulin[92] ja tanskalaisen Jan Schans Christensenin[93] väitöskirjoissa on erityinen law and economics -tutkimussuuntausta käsittelevä jakso.[94] Niissä ei kuitenkaan ole pohdittu kysymys-

---

[89] Esim. *Lutter* huomauttaa, että EY:n vaikutuksesta on Saksan osakeyhtiölakiin tehty yli 150 muutosta. Samalla hän kuitenkin toteaa, etteivät säännökset ole EY:n vaikutuksen takia menettäneet kansallista luonnettaan, mutta ne ja niiden tulkintaperiaatteet ovat eurooppalaistuneet. *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 593. Sama ilmiö on Euroopan talousaluetta koskevan sopimuksen vuoksi havaittavissa myös Suomessa.

[90] Sääntelyn harmonisoinnin ja erilaisten toiminnan esteiden poistamisen aikaansaamia tehokkuusetuja painottaa myös EU:n komission yhtiöoikeudellisia asioita käsittelevän DG XV:n johtaja *Gisbert Wolff*, ks. *Wolff* s. 19 ss.

[91] *Max Oker-Blom* on yksi harvoista aihetta Suomessa käsitelleistä oikeustieteen tutkijoista, ks. *Oker-Blom* JFT 1980 s. 245–265. Hän käyttää aiheesta nimitystä "jurionomi eller rätten i ekonomisk perspektiv". Yleisesti taloustieteellisten teorioiden suhteesta oikeustieteeseen ks. esim. *Juha Tolonen*, Rechtstheorie, Beiheft 3, 1981 s. 95 ss.

[92] *Jürgen Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlund der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen. Eine juristische und ökonomische Analyse. Tübingen 1991.

[93] *Jan Schans Christensen*, Contested Takeovers in Danish Law. A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach. Copenhagen 1991.

[94] *Reul* s. 102–128 ja *Christensen* s. 31–41. Christensen vertaa talouspainotteista oikeustiedettä *Alf Rossin* kehittämään ns. skandinaaviseen realismiin, joka myöskin käytti yhteiskunnallisia seikkoja perusteluinaan. *Christensenin* teoksesta kirjoittamassaan arvostelussa *Timonen* huomauttaa, etteivät taloudelliset argumentit sinänsä ole mikään uutuus myöskään Suomessa, vaan niitä on käytetty skandinaavisesta realismista vaikutteensa saaneessa siviilioikeustutkimuksessa jo 1940–50-luvuilla. Toisaalta hän kuitenkin myöntää, että law and economics -tutkimussuuntauksen käyttämät perustelut antavat argumentoinnille selkeän yhteyden taloudellisiin realiteetteihin ja markkinoiden toimivuus -näkökohtiin. *Timonen* LM 1992 s. 588. Mielestäni talouspainotteinen oikeustiede on kuitenkin varsin kaukana skandinaavisesta realismista.

tä samalla tavoin pelkistetysti kuin amerikkalaisessa kirjallisuudessa. Ruotsissa talouspainotteista oikeustiedettä on tutkimuksissaan käyttänyt muun muassa Per Samuelsson.[95] Lisäksi aiheesta on Ruotsissa kirjoitettu muutamia artikkeleita.[96] Eräässä näistä Carl Martin Roos on korostanut, ettei pelkkä juridiikan tuntemus riitä kovin pitkälle sen paremmin käytännön lakimiehellä kuin oikeustieteen tutkijallakaan, vaan oikeudellinen tieto vaatii tuekseen muiden alojen tietämystä. Hän korostaa talouspainotteisen oikeustieteen käyttökelpoisuutta sopimusoikeudellisessa kohtuullisuusarvioinnissa ja lainsäädäntöprosessin yhteydessä. Ennen kaikkea hän kuitenkin korostaa sitä, että talouselämään liittyvien oikeuskysymysten tutkijoiden on syytä tiedostaa talouspainotteista oikeustiedettä käsittelevässä kirjallisuudessa esitettyjen ajatusten olemassaolo.[97]

Alkuperäisessä muodossaan talouspainotteista oikeustiedettä voidaan luonnehtia perustutkimukseksi, jonka tuloksia käytetään erityisesti sellaisten oikeudenalojen soveltavassa tutkimuksessa, joihin liittyy kiinteästi taloudellinen näkökanta. Näitä ovat ainakin kilpailu-, yhtiö- ja ympäristöoikeus. Talouspainotteiselle oikeustieteelle tyypillinen oikeuskysymysten ja niiden ratkaisuvaihtoehtojen tehokkuuden pelkistetty pohdinta ei välttämättä sovellu kovin hyvin laajojen monivivahteisten oikeudellisten ongelmien tarkasteluun, koska ongelman kokonaiskuva saattaa hämärtyä, jos se puretaan pieniin osiin. Sen sijaan niiden taustalla olevan ajattelutavan tiedostaminen ja tapauskohtainen soveltaminen yksittäisiin argumentointitilanteisiin voi olla hyödyllistä, kun taloudellisiin tehokkuusargumentteihin vetoamalla pyritään löytämään taloudellisesti paras sääntely- tai tulkintavaihtoehto. Selkeästi law and economics -tutkimussuuntaukseen luettavissa uudemmissa kirjoituksissa on havaittavissa tällainen soveltava ote, kun niissä tutkimusongelmaa ei ole pelkistetty aivan niin perusteellisesti kuin Chicagon koulukunnan tyypillisimmissä töissä. Näitä tutkimuksia voisi nähdäkseni perustutkimuksen sijasta kutsua talouspainotteisen oikeustieteen soveltaviksi tutkimuksiksi. Soveltava ote on nähtävissä myös koulukunnan tämän päivän tyypillisimpien amerikkalaisten tutkijoiden joissakin kirjoituksissa.[98] Tämäntyyppinen lähestymistapa on monissa eurooppalaisissa yri-

---

Landesin ja *Posnerin* mukaan talouspainotteista oikeustiedettä pidetään merkittävimpänä oikeudellisen ajattelun suuntauksena oikeudellisen realismin (legal realism) jälkeen. He huomauttavat oikeudellisen realismin eläneen ainoastaan kaksikymmentä vuotta, kun taas law and economics on jo tähän mennessä vaikuttanut pitempään, *Landes – Posner*, The Journal of Law and Economics 1993 s. 385 ja s. 387.

[95] Ks. esim. *Samuelsson*, passim ja *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Ekonomisk Debatt 1993 s. 133 ss.

[96] Ks. esim. *Hellner*, Festskrift till *Per Stjernquist* s. 101–125 ja *Roos*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1993 s. 227–249 sekä *Göran Skoghin* toimittama artikkelikokoelma Rättsekonomi.

[97] *Roos*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1993 s. 227, s. 241 ja s. 246.

[98] Mm. *Easterbrook – Fischel*, Harward Law Review 1981 passim.

tysvaltauksiin liittyvää problematiikkaa käsittelevissä teoksissa, vaikkei niissä mainittaisikaan law and economics -tutkimussuuntausta.[99]

1.3.3. Yhtiöoikeus talouspainotteisen oikeustieteen näkökulmasta

Law and economics -tutkimussuuntauksen mukaan (osake)yhtiö koostuu sopimussuhteiden muodostamasta verkostosta,[100] johon kuuluvat osakkeenomistajat, lainanantajat, yritysjohto, työntekijät, tavarantoimittajat ja ympäröivä yhteiskunta.[101] Näitä sopimussuhteita, joita taloustieteilijät kutsuvat päämies–agenttisuhteiksi, on yhtiössä hyvin paljon. Johto palkkaa työntekijät, jotka suorittavat heille määrättyjä tehtäviä. Toimitusjohtaja ja muut johtajat valvovat alaisiaan ja nämä puolestaan omia alaisiaan. Hallitus taas valvoo johtajia. Periaatteessa kysymyksessä on sopimus, jossa yksi tai useampi henkilö (päämies) valtuuttaa toisen henkilön (agentin) toimimaan puolestaan jonkin päämäärän saavuttamiseksi ja jossa jälkimmäinen (siis agentti) sitoutuu toimimaan päämiehen parhaaksi.[102] Ehkä tärkein yhtiön sisäisistä agenttisuhteista on osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välinen suhde.[103] Viime kädessä tähän liittyvät seikat, kuten työnjako ja tehokkuus, pyritään järjestämään siten, että yhtiö voisi toimia mahdollisimman tehokkaasti ja tuottaisi siten omistajalleen, pääoman sijoittajalle, parhaan mahdollisen voiton. Keskeinen teorian

---

[99] Näistä voidaan mainita esim. julkista ostotarjousta ja yritysvaltauksia käsittelevät keskieurooppalaiset oikeustieteelliset väitöskirjat, kuten *Marcus Herrmannin, Heinz-Christian Knollin, Hans-Peter Kuhrin, Martina Röhrichin* ja *Rolf Watterin* teokset sekä osittain esim. norjalainen *Lucy Smithin* teos. Selkeästi taloudellista argumentointia hyödyntää myös ruotsalainen *Per Samuelsson* pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta käsittelevässä väitöskirjassaan.

[100] "The entire corporate structure is a web of agency relationships", *Easterbrook-Fischel* , The Yale Law Journal 1982 s. 700.

Sopimuksella ei tässä yhteydessä luonnollisestikaan tarkoiteta velvoiteoikeudellista sopimusta, vaan sopimusta käytetään huomattavasti yleisemmässä merkityksessä.

[101] *Macey* s. 22.

[102] "Agency is the fiduciary relation which results from the manifestation of consent by one person to another that the other shall act on his behalf and subject to his control, and consent by the other to so act." Restatement of Agency § 1 (1958). *Easterbookin* ja *Fischelin* sopimussuhteita käsittelevä artikkeli alkaa edellä mainitulla agenttisuhteen määritelmällä, *Easterbrook-Fischel*, The Journal of Law and Economics 1993 s. 425.

[103] *Macey* s. 28 s. *Bergström* ja *Samuelsson* liittävät päämies–agenttiteorian myös vähemmistönsuoja- ja velkojansuojakysymyksiin. Näillä tahoilla ei ole samantasoisia tietoja yhtiön tilasta ja tulevista toimintamahdollisuuksista kuin johdolla ja enemmistöosakkaalla. Osakkaan pitää yleensä sijoittaa yhtiöön varoja ennen kuin hänellä on mahdollisuus saada yhtiöstä tietoja ja samoin velkojalla, vaikka olisi sijoittanut yhtiöön huomattavastikin varoja, ei yleensä ole kovin hyviä valvonta- ja vaikutusmahdollisuuksia yhtiön asioihin. Valvontaongelma liittyy myös enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien väliseen suhteeseen. *Macey* s. 151.

Sisäpiirisäännösten osalta puolestaan osakkeenomistajia pidetään päämiehinä ja yrityksen johtajia agentteina, ks. esim. *Fenn – McGuire – Prentice* s. 8 s.

perusolettamus liittyy osakkeen kurssikehitykseen: mitä paremmin ja tehokkaammin yhtiön johto toimii, sitä korkeammaksi yhtiön osakkeen kurssi nousee, mutta päinvastaisessa tapauksessa kurssi laskee.[104] Talouspainotteinen oikeustiede pyrkii pelkistämään yhtiössä tapahtuvan toiminnan hyvin yksinkertaisiksi perussuhteiksi, joita sitten tutkitaan. Erilaisten etutahojen käyttäytymistä ohjaa kolmenlaiset markkinat, jotka kaikki pyrkivät viime kädessä osakkeenomistajan voiton maksimointiin. Nämä markkinat ovat pääomamarkkinat, yrityksen määräysvaltamarkkinat (market for corporate control) ja johtajamarkkinat. Yhtiöoikeuden merkitys on tämän katsantokannan mukaan siinä, että sen säännökset parantavat yksittäisten markkinoiden tehokkuutta ja toimivuutta luodessaan liiketoiminnalle yleiset puitteet, jotka puolestaan pienentävät transaktiokustannuksia. Jos näitä yleisiä säännöksiä ei olisi, pitäisi kaikki asiat järjestää lukuisten erillisten sopimusten avulla, mikä aiheuttaisi huomattavia kustannuksia.[105] Kustannusten katsotaan aiheutuvan sekä suoranaisesti sopimusten solmimisesta että koko sopimusjärjestelmän olemassaolon aiheuttamasta lisääntyneestä epävarmuudesta.

Ehkä selkein ero perinteisen oikeustieteellisen yhtiöoikeuden tarkastelutavan ja talouspainotteisessa oikeustieteessä suoritetun yhtiöoikeudellisen tutkimuksen välillä on siinä, että perinteisessä oikeustieteessä keskipisteenä on yhtiö kaikkine siihen liittyvine oikeussuhteineen, joita tutkitaan lähinnä voimassa olevien oikeussääntöjen valossa, kun taas talouspainotteisen oikeustieteen lähtökohtana voidaan pitää osakkeenomistajan sijoitukselleen saaman tuoton maksimointia ja sen pohdintaa, millainen yhtiöoikeudellisen normiston tulisi tämän päämäärän saavuttamiseksi olla tai miten olemassa olevia normeja tulisi tulkita.[106] Taloustieteellisesti painottunut yhtiöoikeus on ensi sijassa kiinnostunut osakkeenomistajan asemasta ja odotuksista, vaikka se samalla myöntää, että oikeusjärjestelmän tulee tarkoituksenmukaisella ja oikeudenmukaisella tavalla säännellä yhtiön toimintaa ja suojata kaikkia yhtiön kanssa tekemisissä olevia tahoja, kuten työntekijöitä, tavarantoimittajia, asiakkaita ja yhteiskuntaa.

Yhtiöoikeuden tehtävänä on edellä kuvattujen näkemysten perusteella luoda eri osapuolille sellaiset oikeussäännöt, joista nämä muutoinkin olisivat keskenään sopineet, jos heillä olisi ollut käytettävissään täydelliset tiedot eikä lainkaan transaktiokustannuksia. Yhtiöoikeus on tällöin eräänlainen sopimusoikeuden yleisten periaatteiden sovellutus ja osakeyhtiölaki eräänlainen sijoittajan ja yhtiön johdon

---

[104] *Easterbrook-Fischel*, Harward Law Review 1981 s. 1170.

[105] *Easterbrook-Fischel*, The Yale Law Journal 1982 s. 698 ss.

[106] Tulkinnan tulee luonnollisesti lähestymistavan erilaisuudesta huolimatta pysyä vakiintuneen laintulkinnan rajoissa. Tulkintatilanteissa voidaan ainoastaan käyttää talouspainotteisen oikeustieteen tarjoamia argumentteja hyväksi pohdittaessa, mikä normaalien tulkintasääntöjen mukaan sallituista ja niiden mukaan ehkä samanarvoisista vaihtoehdoista tulisi valita.

välinen vakiosopimus, jonka säännöksiä nämä voivat käyttää vähentääkseen sopimuksista aiheutuvia kustannuksia. Tärkeä näkökohta tässä yhteydessä on se, että osapuolet voivat muuttaa tätä vakiosopimusta, jos se ei vastaa heidän erityisiä vaatimuksiaan. Talouspainotteisen oikeustieteen mukaan kehittynyt talouselämä edellyttää yhtiöoikeudellisilta säännöksiltä joustavuutta, ja siksi ainakin osan säännöksistä tulisi olla sopimuksenvaraisia, jotta erilaiset yhtiöt voisivat valita omalta kannaltaan parhaan tavan jonkin yksittäisen kysymyksen ratkaisuun. Tämä on tarpeen, koska yhtiöiden omistajakunta voi olla hyvin erityyppinen: toisessa yhtiössä voi olla laaja joukko asiantuntemattomia osakkeenomistajia kun taas toisessa yhtiössä saattaa olla aktiivisesti yhtiön johtoon osallistuvia asiantuntevia osakkeenomistajia taikka toisen yhtiön toimiala voi olla sijoittajien ja markkinoiden kannalta helposti seurattava kun taas toisten toimintaa on vaikea arvioida.[107] Teoriassa olisi mahdollista toimia ilman yhtiölainsäädäntöäkin ja muodostaa yksityisesti joko asianajotoimistojen, investointipankkien tai muiden vastaavien asiantuntijoiden toimesta kokonaan sopimusperusteisia yhtiöitä, joiden sääntely perustuisi yksinomaan niiden yhtiöjärjestykseen ja muihin sopimuksiin. Käytännössä kuitenkin kaikkien mahdollisten tilanteiden ennakointi ja huomioon ottaminen sopimuksissa olisi varsin vaikeaa, minkä vuoksi tarpeellisen säännöstön suunnittelu tulisi kalliiksi. Tämän vuoksi yhtiölainsäädännön keskeisenä tehtävänä on nähty käytännön (liike)toiminnan helpottaminen ja yritysten arvon maksimointi.[108]

1.4. Lähdeaineisto

1.4.1. Normilähteet

Julkista ostotarjousta sääntelevät normit ovat vuonna 1989 voimaan tulleen arvopaperimarkkinalain[109] kuudennessa luvussa, jonka säännöksiä on täydennetty ja muutettu vuoden 1994 alusta voimaan tulleella lailla.[110] Lisäksi aiheeseen liittyvät läheisesti muut arvopaperimarkkinalain ja monet osakeyhtiölain säännökset sekä eräät sopimusoikeudelliset normit.

Koska Suomen lainsäädäntö on nyt tarkasteltavana olevan kysymyksen osalta suppeahko eikä aiheesta ole vielä ehtinyt muodostua oikeuskäytäntöäkään, sen

---

[107] *Macey* s. 20.

[108] *Easterbrook-Fischel*, The corporate contract s. 210 s.

[109] Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495, *HE 157/1988*, *KM 1987:44*.

[110] Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 9.8.1993/740, joka puolestaan on saatettu voimaan asetuksella 1617/1993. Muutos perustuu hallituksen esitykseen *HE 318/1992* sekä kahteen sen valmisteluun liittyvään mietintöön *KM 1989:36* ja *KM 1991:48*.

tulkintaongelmien ymmärtämiseksi on turvauduttava ulkomaisten säännösten tarkasteluun. Oikeusvertailun osalta esimerkiksi Strömholm suosittaa muiden pohjoismaiden säännösten ja ylimmän asteen oikeustapausten käyttämistä apuna sellaisissa epäselvissä tulkintatilanteissa, joissa lainsäädäntö on syntynyt pohjoismaisena yhteistyönä tai on muutoin samankaltainen ja toisessa maassa on kehittynyt selkeä jonkin säännöksen sisältöä täsmentävä ratkaisukäytäntö, jota ei vielä ole syntynyt toisessa maassa. Jos kyseessä on lakiin kirjaamaton yleinen tulkintaperiaate Strömholm edellyttää lisäksi, että itse säännös voidaan johtaa myös kotimaisten oikeuslähteiden perusteella.[111] Tästä suosituksesta voitaneen päätellä, että myös muiden maiden säännöksiä ja rajoitetusti myös muuta lähdemateriaalia voidaan käyttää oikeuslähteenä nyt tarkasteltavana olevassa tapauksessa, jossa sekä kotimaisten että skandinaavisten säännösten esikuvana ovat pitkälti olleet ulkomaiset säännökset ja tarkasteltavana oleva kysymys, julkinen ostotarjous arvopaperimarkkinoilla, on asiasisällöltään samankaltainen eri maissa. Amerikkalainen ja eurooppalainen arvopaperimarkkinoita sääntelevä lainsäädäntö eroaa lähtökohdiltaan toisistaan siinä, että eurooppalainen arvopaperimarkkinalainsäädäntö on syntynyt yhtiöoikeuden pohjalta ja tarkastelee esille tulevia kysymyksiä paljolti osakeyhtiön näkökulmasta, kun taas amerikkalainen lainsäädäntö on syntynyt enemmän itse arvopaperimarkkinoiden toiminnan ja markkinoilla esille tulleiden ongelmien pohjalta. Amerikkalaisen sääntelyn lähtökohtiin vaikutti luonnollisesti myös se, ettei Yhdysvalloissa ollut (eikä ole) liittovaltiotasoista yhtiölainsäädäntöä, mutta arvopaperimarkkinoiden suuri taloudellinen merkitys edellytti liittovaltiotason arvopaperimarkkinalainsäädäntöä. Englantilainen yhtiöoikeus on kuitenkin vaikuttanut paljon amerikkalaiseen lainsäädäntöön.[112]

Varsin usein oikeusvertailua käytettäessä tutkitaan ensi sijassa Pohjoismaisia säännöksiä,[113] koska ne ovat lainsäädäntöhistorian ja muun yhteiskunnallisen kehityksen vuoksi olleet monien suomalaisten lakien lähimpänä esikuvana. Ruotsissa on vuodesta 1971 lähtien ollut voimassa elinkeinoelämän pörssikomitean laatima julkisia ostotarjouksia koskeva suositus.[114] Tämän itsesääntelynormin perusajatuk-

---

[111] *Strömholm* s. 34 s.

[112] *Samuelsson* s. 28 ja s. 71 ss.

[113] Tanskassa, jonka säännöksiä (Fondbørsloven, Industriministeriets lovbekendtgørelse nr. 26 af 15. januar 1992) ei tässä työssä käsitellä, on julkinen ostotarjous ja lunastusvelvollisuus säännelty vuonna 1979 vahvistetuissa ja 1992 uusituissa pörssieettisissä säännöissä (§ 7). Ks. *Børshandel* s. 41 ss. ja s. 228 ss. ja *Schaumburg-Müller – Hansen* s. 154 ss. Yritysvaltauksiin ja julkisiin ostotarjouksiin liittyvien tanskalaisten säännösten tulkinnasta ks. esim. *Christensenin* väitöskirja ja *Guldborg – Høg – Lassenin* teos sekä *Frønsdalin*, Praktisk økonomi 1986 s. 63 ss., tai *Engellin* artikkelit.

[114] Näringslivets Börskommitté on vahvistanut pörssinoteerattuja yhtiöitä sopimusperusteisesti sitovat julkista ostotarjousta koskevat ohjeet Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieför-

set ovat peräisin Lontoon City Code'ista. Suosituksen tärkein tavoite on osakkeenomistajien suojaaminen epäoikeudenmukaiselta kohtelulta, jotta yleisön luottamus sijoittamiseen säilyy. Tavoitteeseen pyrittiin osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua ja tarjousvaiheeseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta sekä tarjouksen vähimmäisvoimassaoloaikaa koskevilla säännöksillä. Suositus koskee sellaisen ruotsalaisen osakeyhtiön osakkeista tehtyä ostotarjousta, jonka omistus on laajalle levinnyt. Suosituksen merkitys on enemmän käytännön menettelytapoja muokkaavana tekijänä kuin velvoittavana säännöksenä. Suositus ei sisällä lunastusvelvollisuussäännöstä.[115] Norjan arvopaperikauppalaissa on vuodesta 1989 lähtien ollut yksityiskohtaiset säännökset julkisesta ostotarjouksesta. Ne koskevat pörssinoteerattuja osakkeita. Lain mukaan osakkaan, jonka hankkimat osakkeet yhdessä ennestään omistettujen osakkeiden kanssa tuottavat yli 45 prosenttia kohdeyhtiön osakkeiden yhteenlasketusta äänimäärästä, on tarjouduttava lunastamaan kaikki muut osakkeet.[116]

Ruotsin ja Norjan säännösten olemassaolosta huolimatta keskeisin normilähde julkisesta ostotarjouksesta on englantilainen itsesääntelynormisto the City Code on Takeovers and Mergers and the Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (City Code), koska sillä on eurooppalaisittain pisimmät perinteet[117] ja sen pohjalta on ehtinyt jo syntyä runsaasti sekä oikeuskäytäntöä että muuta ratkaisukäytäntöä. City Code on vaikuttanut paljon sekä ruotsalaisen säännöstön,[118] norjalaisen lainsäädännön[119] että jossain määrin myös oman lainsäädäntömme[120] muotoutumiseen.

Ensimmäisenä julkisten ostotarjousten sääntelyn tarpeellisuus havaittiin Englannissa. Ensimmäisissä säännöksissä perustavoitteena oli arvopaperimarkkinoiden vapaan toiminnan turvaaminen, johon pyrittiin lisäämällä osakkeenomistajien käytettävissä olevia tietoja. Tätä itsesääntelynormistoa kehittää ja sen säännöksiin liittyviä tulkintakiistoja ratkaisee sekä sen noudattamista valvoo The Panel on

---

värv, ks. *NBK:OE*, passim. Ensimmäinen suositus annettiin jo vuonna 1971 ja nykyisen kaltaisena se julkaistiin 1988. Viimeksi sitä on täydennetty vuonna 1991 kohdeyhtiön johtohenkilöiden tekemää tarjousta koskevilla säännöksillä, ks. *NBK:OE Tillägg*.

115 Lähemmin Ruotsin itsesääntelynormien sisällöstä jäljempänä s. 155 ss.

116 Verdipapirhandelloven 5 A–C §, 14.6.1985 nr. 61. Norjan säännöksistä lähemmin jäljempänä s. 162 ss.

117 City Code'in ensimmäinen versio on vuodelta 1959 ns. Queensberry Rules (Notes on Amalgamation of British Businesses). Säännöstöä uudistettaessa vuonna 1968 sitä alettiin kutsua nimellä the City Code on Take-overs and Mergers. Ks. *Gower* s. 704.

118 Englantilainen Takeover Panel on esim. ollut ruotsalaisen elinkeinoelämän pörssikomitean (NBK) ja City Code julkista ostotarjousta koskevan itsesääntelynormiston (NBK:OE) esikuvana, ks. *NBK:OE* s. 5, *SOU 1973:60* s. 83 ja *Samuelsson* s. 63.

119 *NOU 1978:42* s. 64 ss. ja *NOU 1985:33* s. 81 ss.

120 *KM 1987:44* s. 255 ss.

Take-Overs and Mergers (Takeover Panel). Takeover Panel on pyrkinyt perustamaan ratkaisunsa enemmän City Code'in säännösten henkeen kuin niiden kirjaimelliseen tulkintaan ja katsoo tällä tavoin myös markkinoilla toimivien henkilöiden omaksuneen City Code'in sisällön paremmin, koska säännökset ja ratkaisut on koettu oikeiksi. City Code on laaja, noin 200-sivuinen säännöstö, jota uudistetaan tarpeen vaatiessa. Se koostuu määrittelyistä, kymmenestä pääperiaatteesta, säännöistä tulkintaohjeineen ja liitteistä.[121]

Osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu on City Code'in ydin. Kaikille tarjouksen hyväksyneille tulee maksaa sama hinta samanlajisista osakkeista. Jos tarjouksen ulkopuolella on jollekin maksettu korkeampi hinta, niin myös tarjoushintaa tulee korottaa. Osittaisten tarjousten tekeminen on sallittu ainoastaan poikkeusluvalla. Lunastusvelvollisuus on City Code'in mukaan asetettu sille, joka yksin tai yhteistoiminnassa toisten kanssa hankkii yli 30 prosenttia kohdeyhtiön äänivallasta. Kohdeyhtiö ei City Code'in mukaan saa ryhtyä mihinkään tarjousta vastustaviin toimenpiteisiin muutoin kuin yhtiökokouksen päätöksellä. Määräyksellä on pyritty ennen muuta estämään kohdeyhtiön johtoa tekemästä tarjousta tyhjäksi epäedullisilla liiketoimilla.

Myöskin Yhdysvaltain lainsäädännöllä ja Securities and Exchange Commissionin (SEC) säännöksillä ja amerikkalaisella ratkaisukäytännöllä on melko suuri merkitys lähdeaineistona. Yhdysvalloissa julkisen ostotarjouksen sääntely perustuu vuodelta 1934 olevaan pörssilakiin. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa valvoo Securities and Exchange Commission, jonka erityinen elin, Advisory Committee on Tender Offers,[122] on keskittynyt julkisiin ostotarjouksiin liittyviin kysymyksiin. Osakkeenomistajia on pyritty suojaamaan tarjoamalla heille mahdollisimman paljon tietoja yhtiöistä ja niiden osakkeenomistajista.[123] Lisäksi säännöksissä on pyritty asettamaan tarjouksentekijä ja kohdeyhtiö mahdollisimman tasaveroiseen asemaan keskenään.[124] Myös osittaisten tarjousten tekeminen on sallittua, mutta hyväksyvien vastausten ylittäessä tarjouksen mukaisen määrän, on myyjiä kohdeltava yhdenvertaisesti. Varsinaisia lunastusvelvollisuutta koskevia säännöksiä ei Yhdysvalloissa ole, mutta joissakin osavaltioissa on säädetty liittovaltiotason lainsäädäntöä täyden-

---

[121] City Code'in säännöksistä lähemmin jäljempänä s. 165 ss.

[122] Ks. laajemmin *Steinberg* s. 801 ss. ja *Reul* s. 62 ss.

[123] Jos julkisen ostotarjouksen tavoitteena on hankkia yli 2 % kohdeyhtiön osakkeista ja ostajan omistusosuus tarjouksen avulla hankittujen ja ennestään omistettujen osakkeiden myötä saattaa nousta yli 5 %:n, on tarjouksesta tehtävä ilmoitus SEC:lle ennen sen julkistamista. Laajamittaista osakkeiden ostamista voidaan tiettyjen edellytysten täyttyessä pitää tosiasiassa julkisena ostotarjouksena, jolloin valvontaviranomainen voi puuttua asiaan.

[124] Kohdeyhtiön johdon on ilmoitettava kymmenen päivän kuluessa suhtautumisestaan tarjoukseen, ts. suositteleeko se osakkaille tarjouksen hyväksymistä vai hylkäämistä vai pysytteleekö se puolueettomana.

tämään omia lakeja (State Anti Take-over Laws). Yritysvaltausten varalta näissä säännöksissä on pyritty estämään valtaajaa käyttämästä määräysvaltaansa muiden osakkeenomistajien vahingoksi. Joissakin näistä säännöksistä on kielletty tietyn omistusosuuden, yleensä 2/5, 1/3 tai 1/2, hankkinutta uutta osakkeenomistajaa käyttämästä kolmeen tai jopa viiteen vuoteen osakkeiden tuottamaa äänivaltaa, elleivät muut osakkeenomistajat yhtiökokouksessa tätä hyväksy. Usein äänivallan käyttäminen on sallittu, jos asianomainen osakkeenomistaja tarjoutuu ostamaan muiden osakkeet käypään hintaan (fair price). Tällaiset säännökset pakottavat valtaajan käytännössä tekemään lunastustarjouksen oikeaan, kaikkia osapuolia tyydyttävään hintaan.[125]

Saksassa on jo pitkään ollut voimassa valtiovarainministeriön yhteydessä toimivan pörssikysymyksiä käsittelevän asiantuntijaelimen vahvistama julkista ostotarjousmenettelyä koskeva itsesääntelynormisto.[126] Siinä korostetaan erityisesti osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua. Sveitsissä on voimassa pörssiyhdistyksen laatima säännöstö ja valmisteilla on kysymystä sääntelevä laki.[127] Ranskassa puolestaan julkinen ostotarjous on säännelty arvopaperipörssin säännöissä, jotka on pörssilaissa olevien säännösten avulla saatettu markkinaosapuolia velvoittaviksi.[128] Ranskalaisten, varsin erikoisten, lunastusvelvollisuussäännösten mukaan osakkeenomistajan tai ryhmittymän, joka hankkii suoraan tai välillisesti yli kolmanneksen julkisesti noteeratun yhtiön osakkeista tai äänivallasta, on tämän jälkeen tarjouduttava ostamaan vähintään kaksi kolmasosaa kaikista osakkeista. Lisäksi vähemmistöosakkaiden asemaa parantaa garantie de cours -säännös[129], jonka mukaan ostajan, joka hankkii yli 50 prosenttia yhtiön äänivallasta tuottavat osakkeet yhdeltä tai

---

[125] Yhdysvaltain säännöksistä lähemmin jäljempänä s. 169 ss.

[126] Börsensachverständigen-Kommission beim Bundesfinanzministerium on tammikuussa 1979 vahvistanut julkisia ostotarjouksia sääntelevät ohjeet Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten. Säännöstö on julkaistu esim. BMF-Finanznachricten 6/79 s. 1–8 Bundesminister *Matthöfer* begrüßt Leitsätze der Börsensachverständigenkomission.

[127] Sveitsiläiset julkista ostotarjousta koskevat säännökset (*Schweizerischer Übernahme-Kodex* mit Erläuterungen der Kommission für Regulierungsfragen) on julkaistu vuonna 1991 (Vereinigung der Schweizer Börsen). Tästä ja Sveitsin pörssilakiuudistuksesta ks. *Meier-Schatz* s. 143 ss. ja s. 150 ss., *Furter* s. 3 s., *Vogt – Watter* passim ja *Hirsch – Assmann*, Die Aktiengesellschaft 1993 s. 410 ss.

[128] Loi no. 89-531 du 2.août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, J.O. 4 août 1989, p. 9822. Tämä laki yhdessä CBV:n antamien pörssin sääntöjen (Règlement Général du CBV, erit. luku V) kanssa. Nämä säännökset on julkaistu esim. *Kuhrin* teoksessa s. 225 ss. Lyhyt saksankielinen esitys säännösten sisällöstä on esim. *Hertslet*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 284–291.

[129] Ranskassa säännöksestä käytetään joskus myös nimitystä maintien.

useammalta yksilöitävissä olevalta myyjältä, on tehtävä vähintään 15 päivää voimassa oleva tarjous kaikista kohdeyhtiön osakkeista samaan hintaan.[130]

Lisäksi Euroopan yhteisön valmisteilla oleva asiaa koskeva direktiiviehdotus sisältää laajan säädösaineiston perusteluineen.[131] Sen eri valmisteluvaiheissa on kertynyt runsaasti aineistoa,[132] jonka käytöstä on tosin muistettava, ettei jonkin direktiivin valmisteluaineistoa voi käyttää samalla tavoin apuna tulkinnassa kuin kotimaista lainvalmisteluaineistoa. 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen ensimmäinen luonnos julkaistiin vuonna 1987 ja varsinainen direktiiviehdotus julkaistiin helmikuussa 1989. Laajan valmistelun ja keskustelun jälkeen tästä laadittiin korjattu direktiiviehdotus syyskuussa 1990. Jäsenmaiden erilaisten näkemysten vuoksi direktiiviä ei ole vielä hyväksytty, kuten ei myöskään 5. direktiiviehdotusta. Nämä direktiiviehdotukset liittyvät läheisesti toisiinsa, ja ne mainitaan Euroopan yhteisön komission vuoden 1993 lainsäädäntöohjelmassa tarkistettavien säännösehdotusten luettelossa.[133] Komissio pyrkii nyt muotoilemaan esitykset sellaisiksi, että ne tyydyttäisivät koko yhteisöä ja ne voitaisiin vahvistaa.[134, 135] Direktiivit muokattaneen joko nykyistä yleisemmälle tasolle, jolloin ne olisivat helpommin eri maiden hyväksyttävissä, tai ne jaetaan entistä useampaan osaan, jolloin Euroopan komission olisi helpompi ratkaista yksittäisten säännösten muotoiluun liittyvät ongelmat, taikka ainoastaan osa asioista otetaan direktiiviin ja vaikeimmin sovittavissa olevista kysymyksistä laaditaan komission suositus.[136] Vaikeimmat periaate-

---

[130] Saksan ja Ranskan säännöksistä lähemmin jäljempänä s. 173 ss.

[131] Ehdotusta on tarkasteltu yleisesti jäljempänä s. 175 ss. ja yksityiskohtaisemmin sitä käsitellään jäljempänä olevassa 4. artikkelissa. Eurooppalaiseen yritysvaltausten sääntelyyn liittyviä ongelmista ks. *Hopt*, European Takeovers s. 174 ss. Direktiiviehdotuksen käsittely on edelleen kesken, ks. esim. *Cournot*, International Business Lawyer 1993 s. 197 tai *Andenas*, The Company Lawyer Digest 1993 s. 75 ja s. 113 s.

[132] Proposal for a thirteenth council directive on company law concerning takeover and other general bids. *1. ehdotus* [Commission Proposal COM(88) 823] 19.1.1989 (OJ C 64, 14.3.1989 ja Bulletin of the European Communities Supplement 3/89) ja *2. korjattu ehdotus* [Amended Proposal COM(90) 416 final] 10.9.1990 (OJ C 240, 26.9.1990; Bull. EC 9-1990, point 1.2.101).

Ks. myös EY:n talous- ja sosiaalikomitean mietintö (OJ C 298, 27.11.1989 [CES 298/89], sen lisämietintö (CES 277/91) ja EY:n parlamentin laki- ja ihmisoikeuskomitean raportti 5.12.1989 (Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) sekä EY:n parlamentin kannanotto (OJ C 38, 19.2.1990).

[133] *The Commission's legislative programme*, s. 48.

[134] Ks. *Internal Market*, Vol. 3 s. 29.

[135] Komissio lähetti vuonna 1993 kaikille yhteisön jäsenmaille kyselyn 13. direktiiviehdotuksesta. Vastauksissa Alankomaat, Englanti ja Saksa vastustivat ehdotettua sääntelyä. Englanti katsoo sääntelyn muodostavan uhan hyvin toimivalle itsesääntelylle (City Code ja Takeover Panel). Saksa ja Alankomaat ei puolestaan pidä asian sääntelyä tarpeellisenä unionin tasolla. Ks. *Andenas*, The Company Lawyer 1994 s. 121 s.

[136] Näin *Andenas*, The Company Lawyer Digest 1993 s. 75 ja *Andenas*, The Company Lawyer 1994 s. 121 ss.

ongelmat johtuvat juuri eri maissa vallitsevasta erilaisesta suhtaumisesta yritysvaltauksiin.[137]

Direktiiviehdotuksessa kaikkien kohdeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu pyritään turvaamaan säätämällä velvollisuus tehdä lunastustarjous omistusosuuden ylitettyä tietyn rajan, yhden kolmasosan äänivallasta, koska tuollainen osuus varsin usein riittää määräysvaltaan tai sen avulla ainakin pystyy estämään tärkeiden yhtiötä koskevien päätösten tekemisen (blocking minority). Tällaisessa tilanteessa on katsottu muiden osakkeenomistajien etua parhaiten suojattavan säännöksellä, joka tarjoaa osakkeenomistajille mahdollisuuden luopua omistuksestaan määräysvaltaa käyttävän osakkaan vaihtuessa. Direktiiviehdotuksessa ei ole määritelty lainkaan lunastushintaa, vaan ostaja saa vapaasti määrätä tarjoushinnan. Tarjouksen ei myöskään tarvitse olla käteistarjous eikä edes sisältää käteismaksuvaihtoehtoa, vaan vastikkeeksi voidaan tarjota mitä tahansa arvopapereita. Juuri tämä lunastushinnan ja lunastusvastikkeen puutteellinen sääntely on herättänyt voimakasta arvostelua direktiiviehdotusta vastaan. Direktiiviehdotus sisältää viisi pääperiaatetta, joiden tarkoituksena on ohjata valvontaelinten ratkaisukäytäntöä. Ne ovat 1) osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu, 2) riittävän ajan ja tietojen varaaminen tarjouksen kohteena olevan osakkeenomistajan päätöksentekoa varten, 3) kohdeyhtiön hallituksen velvollisuus toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti ja sille asetettu kielto, ettei tarjouksen onnistumista saa pyrkiä estämään, 4) arvopaperimarkkinoiden vääristämiskielto ja 5) periaate, ettei tarjous myöskään saa kohtuuttomasti häiritä kohdeyhtiön toimintaa. Periaatteet on omaksuttu Englannin City Code'ista.

Direktiivin voimaantulon viivästymisen vuoksi Euroopan arvopaperipörssien yhdistys on keväällä 1992 vahvistanut oman julkista ostotarjousta koskevan säännöstön. Jäsenpörssien tulee, mikäli mahdollista, omaksua se sisäisiin määräyksiinsä.[138] Säännöissä on otettu huomioon direktiiviehdotuksen keskeisimmät periaatteet.[139]

---

[137] Yritysten toimintaperiaatteiden, yritysvaltauksiin suhtautumisen ja kysymyksen oikeudellisen sääntelyn perusteella EU-maat voidaan karkeasti jakaa kolmeen ryhmään: 1) anglosaksiset maat, joiden yrityksille on tyypillistä voiton maksimointitavoitteesta johtuva korkea markkina-arvo ja joissa yritysvaltauksia tapahtuu paljon, 2) germaaniset maat, joiden yritysten tyypillisenä tavoitteena on myynnin tai kasvun maksimointi ja joissa yritysten markkina-arvot ovat ainoastaan noin kolmasosa siitä arvosta, joka niillä yritysten koon mukaan tarkasteltuna voisi englantilaisen mittapuun mukaan olla ja joissa yritysvaltauksia ei juuri esiinny, ja 3) latinalaiset maat, joiden yritykset sijoittuvat tavoitteiltaan ja markkina-arvoiltaan edellä mainittujen välimaastoon ja joissa olosuhteet yritysvaltausten toteuttamiselle ovat melko vapaat, mutta joissa valtaaja saattaa kohdata yllättäviä ja sääntelemättömiä esteitä. Ks. *de Jong*, Review of Industrial Organisation 1991 s. 13 ss.

[138] Federation of Stock Exchanges in the European Community.

[139] Lyhyesti sääntöjen sisältöä voidaan kuvata seuraavalla *Werlauffin* esittämällä luettelolla: 1) arvopaperipörssin tulee varmistaa, että julkisen ostotarjouksen tai fuusion yhteydessä samanlaiset oikeudet

Julkista ostotarjousta koskevien säännösten syntyhistorian vuoksi ulkomaisella lainsäädännöllä ja muulla lähdemateriaalilla on varsin keskeinen osa myös tässä työssä.[140] Ulkomaiseen aineistoon kotimaisen lainsäädännön tulkintaongelmien selvittäjänä on kuitenkin suhtauduttava varoen, tarkoituksena on lähinnä sen avulla auttaa ymmärtämään käytännön tilanteita ja niiden sääntelyyn ja tulkintaan liittyviä perusteluja.[141] Euroopan integraatiokehityksen vuoksi ulkomaisen aineiston merkitys tulee kasvamaan, koska monia säännöksiä Euroopan unionin eri jäsenmaissa pyritään yhdenmukaistamaan. Eri jäsenmaiden, ja ETA-sopimuksen myötä myös Suomen, ylimpien tuomioistuinten yläpuolella on välillisesti Euroopan yhteisön tuomioistuin, jonka ennakkopäätöksillä on sitovan oikeusohjeen asema.[142] Arvopaperimarkkinat ja niiden yksittäiset kysymykset, kuten julkinen ostotarjous, ovat kuitenkin luonteeltaan senkaltaisia, että niillä esiintyvät ongelmat, kuten säännösten tulkintakysymykset, ovat asian luonteen vuoksi[143] pohjimmiltaan samanlaisia eri maissa, minkä vuoksi ulkomaisella aineistolla on tässä yhteydessä tavallista suurempi merkitys. Toisaalta ulkomaisesta aineistosta on muistettava, että Suomessa kuten myös esimerkiksi Manner-Euroopan maissa ja Japanissa rahoitusmarkkinat ovat pankkikeskeiset, kun taas esimerkiksi Englannissa ja Yhdysvalloissa on vallit-

---

omaavia osakkeenomistajia tulee kohdella yhtälailla, 2) tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön antamien tietojen riittävyys ja oikea-aikaisuus tulee varmistaa ja pyrkiä minimoimaan sisäpiirin tietojen väärinkäytön mahdollisuus, 3) sekä tarjouksentekijäyhtiön että sen kohdeyhtiön osakkeiden noteerauksen tulee jatkua koko tarjousajan, 4) kuitenkin, jos tarjouksen valmisteluun liittyvä tieto leviää johdon ja sen lähimpien neuvonantajien piirin ulkopuolelle, voidaan osakkeen noteeraus tilapäisesti, mutta niin lyhyeksi aikaa kuin mahdollista, keskeyttää, 5) jos osakkeen kurssi nousee jyrkästi, arvopaperipörssi voi vaatia yhtiöltä selvitystä asiasta ja tarpeen vaatiessa edellyttää tiedotteen julkaisemista, 6) tarjousajan kuluessa ei sen paremmin tarjouksentekijä kuin kohdeyhtiökään saa antaa osakkeenomistajille mitään julkaisematonta tietoa, 7) tarjouksen osapuolten ja myös näiden neuvonantajien, on tehtävä kaikkensa, jotta markkinat eivät vääristyisi, ja lisäksi arvopaperipörssin on tarkastettava kaikki tiedotteet varmistaakseen, etteivät ne johda osakkeenomistajia harhaan, 8) markkinoille on joka päivä ilmoitettava tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön osakkeiden kaupankäyntimäärät sekä lisäksi ilmoitettava, jos yhtiöitä lähellä olevat henkilöt ovat käyneet kauppaa niiden osakkeilla, 9) tarjouksen julkistamisen jälkeen kohdeyhtiö ei saa ryhtyä tarjousta vahingoittaviin toimenpiteisiin muuta kuin yhtiökokouksen päätöksellä, 10) arvopaperipörssin on ryhdyttävä tarpeellisiin toimiin pörssin omia tai näitä sääntöjä rikkovaa henkilöä vastaan ja 11) arvopaperipörssin on toimittava yhteistyössä muiden maiden pörssien kanssa, jos kyseessä on rajat ylittävä ostotarjous tai fuusio. *Werlauff*, EC Company Law s. 296 s.

[140] Ulkomaisesta, lähinnä englantilaisesta ja amerikkalaisesta, lainsäädännöstä oikeustieteellisen tutkimuksen kannalta ks. *Samuelsson* s. 27 ss.

[141] *Peczenik* s. 3.

[142] *Aarnio*, Euroopan integraatio ja Suomen oikeus s. 87, huomauttaa, että EY-oikeudessa korkeimmilla oikeuksilla on velvollisuus noudattaa Euroopan tuomioistuimen ratkaisuja. Yleisten tuomioistuinten asemasta ETA-sopimuksen jälkeen ks. myös *Joutsamo*, Valvonta- ym. kysymykset ETA:n organisaatiossa s. 75 ss.

[143] Asian luontoa oikeuslähteenä tarkastelee esim. *Strömholm* s. 347 s.

sevana markkinakeskeinen järjestelmä. Pankkikeskeisessä järjestelmässä yritysten velkaantumisaste on yleensä suurempi ja pääoman hankkimismahdollisuudet arvopaperimarkkinoilta heikommat kuin markkinakeskeisessä järjestelmässä.[144] Tosin pankkikeskeinen järjestelmä on vähitellen muuttumassa entistä markkinakeskeisemmäksi niin Manner-Euroopassa kuin Japanissakin.

1.4.2. Muut lähteet

Kotimainen aineisto julkista ostotarjousta koskevien kysymysten osalta on melko suppea. Se rajoittuu lähinnä komiteanmietintöihin, hallituksen esityksiin ja arvopaperimarkkinalain kommentaariteokseen ja muutamaan artikkeliin.[145] Aiheeseen liittyvistä muista osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellisista kysymyksistä on luonnollisesti runsaasti sekä oikeuskäytäntöä että -kirjallisuutta. Erityisesti tässä teoksessa oleva lunastusvelvollisuuden tiukentamista koskeva artikkeli ja yhdenvertaisuusperiaatetta käsittelevä luku liittyvät kiinteästi yhtiöoikeudellisiin kysymyksiin.[146]

Kotimaista suoranaisesti arvopaperimarkkinalain tulkintaan liittyvää korkeimman oikeuden tai hovioikeuden oikeuskäytäntöä[147] ei ole vielä ehtinyt syntyä. Joitakin alioikeusratkaisuja on olemassa.[148] Tilanne on tältä osin lähes samanlainen

---

[144] *Löyttyniemi*, KOP, Taloudellinen katsaus 4/1992 s. 6 ss.

[145] *KM 1987:44*, *KM 1989:36*, *KM 1991:48*, *HE 157/1989* ja *HE 318/1992* sekä *Astola*, *Rapakko* ja omat tähän teokseen liitetyt artikkelini. Aihetta on lyhyesti sivuttu myös käsikirjoissa *Leppiniemi*, Yritysrahoitus s. 18:9 ja *Arvopaperiasioiden käsikirja* s. 9:64 ss. Ks myös *Koski-Sillanpää*, Lausunto.

[146] Tässä tarkastelun kohteena olevasta yhtiöoikeudellisesta kirjallisuudesta voidaan mainita mm. Suomesta *Caselius – Heikonen – Huttunen* I, *Chydenius*, *Huttunen*, *Huttunen*, Yhdenyhtiö, *Huttunen*, Lausunto, *Huttunen* LM 1988, *Huttunen*, Juhlajulkaisu *P.J. Muukkonen*, *Huttunen*, Juhlajulkaisu Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 30 vuotta, *Koski*, Konserni, *Koski – af Schultén* I ja II, *Koski – Sillanpää*, *Kyläkallio*, *Kyläkallio*, Vastuu, *Kyläkallio*, Pätemättömyydestä, *Kyläkallio* DL 1981, *Kyläkallio*, Jurisprudentia Turkuensis, *Kyläkallio – Iirola*, *Nuolimaa*, *Nuolimaa* LM 1989 ja *Nuolimaa*, Rekisteröimättömän, *Olsson*, *Raninen*, *Taxell*, *Taxell*, Rättskydd, Norjasta *Andenæs*, *Andenæs*, Sameier, *Augdahl*, *Austenå* sekä *Marthinussen – Aarbacke*, Ruotsista *Danielsson*, *Flodhammar*, *Hjerner*, *Kedner – Roos*, *Nial*, *Rodhe*, *Sandström* ja *Stenbeck – Wijnbladh – Nial* ja Tanskasta *Gomard*, *Skåre – Knudsen*, *Sneholt – Thomsen*, *Werlauff*, *Werlauff*, EC Company Law sekä *Werlauff – Nørgaard*.

[147] Joitakin välimiesoikeuden ratkaisuja arvopaperimarkkinoihin liittyvistä erityiskysymyksistä on olemassa, mutta tiedossani ei ole julkista ostotarjousta koskevia ratkaisuja. Myöskään pörssieettinen lautakunta ei ole antanut varsinaisesti julkista ostotarjousta koskevia ratkaisuja. Lautakunnan ratkaisut on julkaistu esim. teoksessa *Leppiniemi*, Yritysrahoitus s. 18:501 ss.

[148] Näistä voidaan mainita esim. Helsingin käräjäoikeuden 7.4.1994 julistama päätös S 93/11423, josta tosin on valitettu hovioikeuteen. Jutussa oli kysymys syksyllä 1990 pörssinoteeratun Castrum Oy:n osakkeista tehdystä julkisesta ostotarjouksesta. Alioikeus katsoi julkisen ostotarjouksen tekijän menetelleen arvopaperimarkkinalain vastaisesti, kun tarjouksen ehdot oli muotoiltu pienosakkeenomistajia suosiviksi, minkä vuoksi eräs kohdeyhtiön suurosakas ei voinut myydä pääosaa osakkeistaan. Ostotarjouksen tehnyt osakeyhtiö ja sen osakkeenomistajat velvoitettiin korvaamaan menettelyllään kantajayhtiölle aiheuttamansa taloudellisen vahingon.

myös Ruotsissa,[149] mutta Ruotsin korkein oikeus on ratkaissut yhden julkiseen ostotarjoukseen liittyvän jutun.[150] Lisäksi ruotsalainen pörssiasioissa ratkaisusuosituksia antava elin (Aktiemarknadsnämnden) samoin kuin Norjassa arvopaperipörssin päätöksistä valitusinstanssina toimiva ministeriö (Finansdepartementet) ovat tehneet muutamia päätöksiä, jotka liittyvät julkiseen ostotarjoukseen.[151]

Muusta skandinaavisesta lähdeaineistosta mainittakoon Ruotsin ja Norjan arvopaperimarkkinaoikeudellisten säännösten valmistelumateriaali, joista erityisesti jälkimmäinen sisältää runsaasti julkista ostotarjousta koskevaa aineistoa.[152] Kirjallisuudessa asiaa on käsitelty muutamissa teoksissa ja artikkeleissa.[153] Myös Tanskassa on joitakin mielenkiintoista aihetta käsitteleviä teoksia ja aihetta sivutaan myös tanskalaisissa yhtiöoikeuden yleisteoksissa.[154]

Englannin City Code sisältää laajat perustelut, ja lisäksi siitä on julkaistu käsi- ja kommentaarikirjoja.[155] Tätä säännöstöä käsitteleväksi klassikoksi on muodostunut sir Alexander Johnstonin teos The City Take-over Code[156] ja alan perusteos, "the bible", kuten Gower[157] sitä nimittää, on Laurence Rabinowitzin nykyisin toimittama jatkuvatäydenteinen Weinberg and Blank On Take-overs and Mergers. Siinä on julkaistu aiheeseen liittyvää ratkaisukäytäntöä, jota niin englantilaisia

---

[149] *Samuelsson* s. 28.

[150] NJA 1985:52, s. 343 ss., jota on selostettu jäljempänä s. 202 s.

[151] Aktiemarknadsnämndin ratkaisut (yht. 43 kpl) vuosilta 1986–1990 on julkaistu teoksessa *Börsregler* s. 397–705. Norjan Handelsdepartementin ja Finansdepartementin ratkaisut (yht. 20 kpl) vuosilta 1986–1990 on julkaistu teoksessa *Andenæs – Bjørland* s. 61–117. Näistä kummastakin noin neljäsosa on liittynyt jollakin tavalla julkiseen ostotarjoukseen.

[152] *SOU 1971:9, SOU 1973:60, SOU 1983:44, SOU 1984:2, SOU 1988:13* ja *SOU 1989:72* sekä *NOU 1978:42, NOU 1985:33, NOU 1991:25, Innst. O. nr. 91 (1988–89)* ja *Ot prp nr 53 (1988–89).*

[153] Ruotsista voidaan mainita esim. *Alhanko, Moberg – Samuelsson, Samuelsson, Sandström*, Takeover Bids ja *Tjernberg*, Svensk Juristtidning 1991 sekä Norjasta *Christiansen*, Österreichische Bank Archiv 1989 s. 946 ss., *Christiansen – Bjørland, Lie* ja *Smith* sekä lainsäädäntöuudistusta esittelevä *Falkanger* s. 265 ss. Viimeksimainitun selostama Norjan arvopaperimarkkinalain uudistussuunnitelma (*NOU 1991:25*) ei kuitenkaan johtanut lainsäädäntötoimiin, ks. *Skog* s. 32. Lisäksi voidaan mainita pörssioikeudelliset säännökset ym. materiaalin sisältävät kokoomateokset ruotsalainen *Börsregler* ja norjalainen *Andenæs – Bjørland:* Börsregler.

[154] *Christensenin* väitöskirja ja käsikirjatyyppinen *Guldborg – Høg – Lassen* sekä yleisteoksista esim. *Werlauff*, EC Company Law s. 290 ss. Näiden lisäksi voidaan mainita pörssitoimintaa ja arvopaperimarkkinoita käsittelevät *Schaumburg-Müllerin* ja *Hansenin* teokset.

[155] Suppea käsikirja on esim. *A Practitioner's Guide to the City Code on Take-overs and Mergers.* Ks. myös *Moore – Stenning.* Lisäksi *Palmer's Company Law* sisältää luonnollisesti laajan esityksen aiheesta.

[156] Takeover Panelin puheenjohtajana pitkään toiminut *Alexander Johnston*, myöhemmin lordi *Alexander*, on kirjoittanut aihetta käsitteleviä artikkeleita, ks. sir *Alexanderin* artikkelit Journal of Business Law 1990 s. 203–216 ja The Economist, September 23., 1989 s. 25–28.

[157] *Gower* s. 704 alav. 17.

kuin amerikkalaisia tuomioistuinten päätöksiä ja englantilaisen Takeover Panelin ratkaisuja on runsaasti.[158] Lisäksi monissa yhtiöoikeuden yleisteoksissa[159] tarkastellaan aihetta laajasti, samoin kuin tietenkin arvopaperimarkkinoiden sääntelyä käsittelevissä kirjoissa.[160] Julkista ostotarjousta on taloudellisesta ja sääntelyn näkökulmasta käsitelty lukuisissa amerikkalaisissa ja englantilaisissa tutkimuksissa.[161]

Myös saksalaiset ja sveitsiläiset yhtiöoikeuden tutkijat ovat tunteneet suurta mielenkiintoa aihetta kohtaan.[162] Mielenkiinnon kohteena ei niinkään ole ollut

---

[158] Englantilaisia ratkaisuja on julkaistu esim. teoksessa *Weinberg & Blank*, part X ja amerikkalaisia oikeustapauksia esim. teoksissa *Hamilton* s. 931 ss., *Steinberg* s. 673 ss. ja *Ratner – Hazen* s. 747 ss.

[159] Ks. esim. *Palmer's Company Law* Vol. 2, part. 12 ja Vol. 4, part. D, *Tolley's Company Law* part. T, *Gower* s. 703–742, *Dine* s. 268–273, *Morse* s. 849–869, *Farrar* s. 501 ss., *Company Law and Competition* s. 111 ss., *Hadden* s. 341 ss., *Ryan* s. 286 ss. ja *Pennington* s. 163 ss.

[160] Ks. esim. *Weinberg & Blank*, *Herzel – Shepro*, *Hazen, Ratner – Hazen* ja *U.S. Regulation of the International Securities Markets* sekä *Hoptin* ja *Wymeerschin* kokoomateos *European Takeovers*. Ks. myös *Haslam – Peerless* s. 346 s.

[161] Ks. erityisesti *Easterbrookin* ja *Fischelin* kirjoitukset. Taloudellisesta näkökulmasta asiaa lähestyneitä tutkimuksia esitellään monissa kohdin tätä työtä ennen muuta sen vuoksi, että lukijalla olisi halutessaan mahdollisuus tutustua lähemmin johonkin erityiskysymykseen.

[162] Saksassa on viime vuosina julkaistu useita julkista ostotarjousta käsitteleviä väitöskirjoja, ks. esim. *Friedrich Bozenhardt* Freiwillige Übernahmeangebote im deutschen Recht, Tübingen 1990; *Marcus Herrmann* Zivilrechtliche Abwehrmassnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien. Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des künftigen europäischen Rechts, Heidelberg 1993; *Heinz-Christian Knoll* Die Übernahme von Kapitalgesellschaften. Unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes von Minderheitsaktionären nach amerikanischem, englischem und deutschem Recht, Baden-Baden 1992; *Hans-Peter Kuhr* Der Minderheitenschutz bei Übernahmeangeboten in Deutschland und Frankreich unter dem Einfluß der 13. EG-Richtlinie. Eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen und französischen Rechts, Konstanz 1992; *Jürgen Reul* Die Pflicht zur Gleichbehandlund der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen. Eine juristische und ökonomische Analyse, Tübingen 1991 ja *Martina Röhrich* Feindliche Übernahmeangebote. Eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA, Baden-Baden 1992.

Lukuisista laajoista artikkeleista ks. esim. *Assmann – Bozenhardt*, *Otto*, *Werner*, *Hauschka – Roth*, *Lutter – Wahlers*, *Nolte – Leber*, *Peltzer*, *Schwegmann – Pfaffenberger*, *Stoll*, *Trockels*, *Hopt*, *Burgard*, *Joussen*, *Ebenroth – Rapp*, *Hommelhoff – Kleindiek*, *Nick*, *Loritz – Wagner* ja *Depser*.

Aihetta on käsitelty myös yhtiöoikeuden yleisteoksissa, ks. esim. *Geßler*, Einführung s. 31, *Henn* s. 298, *Schmidt* s. 482 ja s. 645 s. ja *Würdinger* s. 240 ss., samoin kuin esim. konsernia käsittelevässä *Theisenin* teoksessa s. 140 ss.

Sveitsiläisistä oikeustieteellisistä aihetta käsittelevistä teoksista voidaan mainita esim. väitöskirjat: *André Kuy* Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf. Eine Aktienrechtliche Analyse der Verteidigungsmassnahmen der Zielgesellschaft. Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Zürich 1989, *Markus Steinmann* Präventive Abwehrmassnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes, Grüsch 1989 ja *Rolf Watter* Unternehmensübernahmen. Kontrolwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Zürich 1990. Muusta sveitsiläisestä aineistosta ks. esim. *Vogtin* ja *Watterin* teos ja artikkeleista esim. *Ebenroth – Schrupkowski*.

saksalainen säännöstö, vaan menettely ylipäätään, Euroopan yhteisön 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus ja amerikkalainen julkista ostotarjousta koskeva käytäntö sekä ostotarjoukseen liittyvät osakeyhtiöoikeudelliset kysymykset, muun muassa osakkeenomistajien keskinäinen lojaalisuusvelvollisuus,[163] joka liittyy osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen tulkintaan arvopaperimarkkinaoikeudessa.

Euroopan yhteisön 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen valmistelun yhteydessä on kertynyt runsaasti materiaalia ja ehdotuksesta on kirjoitettu paljon eri maissa.[164] Tästä direktiiviehdotuksesta on kirjoitettu selvästi enemmän kuin mistään muusta yhtiöoikeuden alaan kuuluvasta direktiivistä, mikä osoittaa aihetta kohtaan tunnettua suurta kiinnostusta, varsinkin kun otetaan huomioon, että kyseessä on vasta direktiiviehdotus.

Tässä teoksessa ei käytetä varsinaista oikeusteoreettista lähdeaineistoa[165] talouspainotteisen oikeustieteen piiriin kuuluvia lähteitä lukuun ottamatta, vaan esille

---

[163] Erityisesti on pohdittu enemmistöosakkeenomistajan lojaalisuusvelvollisuutta julkisen ostotarjouksen yhteydessä vähemmistöosakkeenomistajaa kohtaan. Tällaisen velvollisuuden on katsottu joissakin tilanteissa olevan olemassa yleisten oikeusperiaatteiden nojalla. Tästä keskustelusta lyhyesti ks. jäljempänä s. 266 s. ja erit. alav. 75–78. Laajemmin esim. *Nehls*, passim, *Kuhr* s. 54–74 ja *Bozenhardt* s. 75 sekä *Henze*, Festschrift für *Alfred Kellerman* s. 141 ss. ja *Joussen*, Betriebs-Berater 1992 s. 1075 ss. Keskustelu lojalisuusvelvollisuudesta on tässä yhteydessä virinnyt muutamien Saksan korkeimman oikeuden ratkaisujen perusteluista ja *Lutterin* ja *Wiedemannin* niiden pohjalta kirjoittamista artikkeleista, ks. *Lutter*, Juristen Zeitung 1976 s. 225 ss., Juristen Zeitung 1976 s. 561 ss., Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1989 s. 446–471 ja *Wiedemann*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1986 s. 656–671 ja Juristen Zeitung 1989 s. 443–449. Tätä saksalaista keskustelua on selostanut myös *Skog* s. 40. Ks. yleisesti siviilioikeudellisesta lojaliteettiperiaatteesta esim. *Rudanko*, Myötävaikutushäiriöistä s. 35 ss. ja *Muukkonen*, Juhlajulkaisu *Kekkonen* s. 357 ss. sekä *Muukkonen* LM 1993 s. 1030–1048. Tulkinnan osalta on huomattava, että Saksan lainsäädännössä on lojaalisuutta edellyttävä säännös (BGB § 242, ks. lähemmin esim. *Palandt* s. 218 ss). Meillä kysymys on lähinnä siitä, miten laajalti lojaliteettiperiaatteen on katsottava kuuluvan ns. yleisiin oikeusperiaatteisiin ja olevan siten osa oikeusjärjestelmää.

[164] Ks. EU:n 13. yhtiöoikeudellista direktiiviehdotusta koskevasta kirjallisuudesta jäljempänä olevan 4. artikkelin lähdeluettelo ja erit. tuon artikkelin alaviite 59 sekä siinä mainitut *Hoptin* ja *Wymeerschin* julkaisut. Direktiiviehdotusta käsitellään laajasti useissa edellä mainituissa saksalaisissa väitöskirjoissa, ks. erit. *Kuhr* ja *Herrmann*. Uudehkoista tutkimuksista voidaan vielä mainita *Sealyn* sekä *Kenyon-Sladen* ja *Andenasin* kirjoitukset.

Suomen osakeyhtiölainsäädännön yhdenmukaistamisesta EU-säännösten edellyttämällä tavalla ks. *KM 1992:32* sekä *Jauhiainen – Lappi – Aho* s. 10 ss. ja julkisia ostotarjouksia koskevasta direktiiviehdotuksesta s. 61 ss.

[165] Ts. oikeusteoreettiseen lähdeaineistoon ei viitata alaviitteissä, mutta luonnollisesti se vaikuttaa taustalla. Mainitusta aineistosta ks. esim. *Aarnion* teokset Mitä lainoppi on? ja Laintulkinnan teoria, *Klami*, *Tolonen*, *Wikström*, *Peczenik* ja *Strömholm* sekä *Häberlen* ja *Blankenagelin* alaviitteiden rakennetta käsittelevä artikkeli.

otettuja kysymyksiä tarkastellaan pääasiassa lainsäädäntöaineiston ja oikeudellisen erityiskirjallisuuden avulla.[166] Euroopan talousaluetta koskevan sopimuksen myötä myös Suomessa noudatettavaksi tulevan Euroopan unionin normiston tulkinnassa tulee tukeutua EU-oikeudessa vakiintuneiseen menetelmiin, koska laintulkinnan kohde laajenee säädännäisestä oikeudesta sitovan oikeuslähteen aseman omaaviin tuomioistuinratkaisuihin.[167] Tällöin korostuu muiden tulkintaperiaatteiden ohella erityisesti teleologinen tulkinta, toisin sanoen säännösten tarkoitus ja varsinkin tavoitteet, joihin niiden avulla on pyritty.[168] Lisäksi on kiinnitettävä huomiota niin sanottuun tekstikritiikkiin, mikä tarkoittaa käytännössä säännöksen oikean sanamuodon selvittämistä. Monikielisessä yhteisössä – Euroopan unionissa – nimittäin käännösvirheet tai jonkin ilmauksen erilaiset merkitykset eri kielissä ja kulttuuriympäristöissä voivat aiheuttaa tulkintaepäselvyyksiä.[169]

---

166 Lisäksi arvopaperimarkkinoihin liittyvien oikeudellisten kysymysten taustaa selvitetään lyhyesti taloustieteellisen kirjallisuuden avulla.

167 EU:n säännösten vaikutuksista suomalaiseen lainoppiin ks. esim. *Timonen* LM 1993 s. 583–597. EU:n yhtiöoikeudesta yleensä ks. esim. *SOU 1992:83* s. 90 ss. ja *Werlauff*, EC Company Law s. 37 ss.

168 Lainkäyttäjältä yhtenäisiin ylikansallisiin säännöksiin perustuvan kansallisen lain soveltaminen ja tulkinta edellyttää, että tämä tuntee soveltamansa direktiivin sisällön sekä ymmärtää sen merkityksen ja tavoitteet. Tuomarin tulee kuten muunkin lainsäädännön osalta itse tulkita direktiivin yksittäistapauksessa sovellettavaksi tulevia säännöksiä, mutta tulkinnan tulee tapahtua direktiivistä – ei omasta laista, käsin. *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 597.

Säännöksen tarkoituksella ja sen tavoitteella tarkoitetaan sitä syytä, minkä vuoksi normi on säädetty ja sitä, mitä sillä pyritään saavuttamaan, ts. onko esim. kysymys työnantajalle asetettujen velvoitteiden täyttämisen varmistamisesta taikka kuluttajan suojaamisesta yllätyksiltä tai tuotteen aiheuttamilta vaaratekijöiltä. Tärkeitä ovat toisaalta myös eurooppalaisen lainsäädännön yleiset tavoitteet, erityisesti yhteismarkkinoiden kehityksen edistäminen. Direktiivien yleiset ja myös yksittäisen säännöksen tulkinnassa huomioon otettavat tavoitteet ilmenevät siitä, perustuuko direktiivi Rooman sopimuksen art. 54 vai art. 100 tai 100 a. Valtaosa yhtiöoikeudellisista direktiiveistä perustuu art. 54, jonka keskeisenä harmonisointitavoitteena on liikkeenperustamisvapaus yhdessä osakkaan aseman turvaamisen ja velkojansuojan kanssa. Artiklaan 100 perustuvilla direktiiveillä, kuten sisäpiirikauppoja koskeva direktiivi, keskeisenä tavoitteena on yhteismarkkinoiden toimivuuden edistäminen. *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 602 s.

169 Selkeä ja perusteellinen esitys EU-säännösten tulkinnassa noudatettavista periaatteista on *Marcus Lutterin* artikkeli Die Auslegung angeglichenen Rechts, Juristen Zeitung 1992 s. 593–607. Tulkintaperiaatteista Euroopan tuomioistuimen ratkaisukäytännön valossa ks. *Rasmussen* s. 7 ss. ja s. 41–128.

2. ARVOPAPERIMARKKINALAIN MUUTOS

2.1. Pääpiirteet

2.1.1. Yleistä

Hallitus antoi vuonna 1992 eduskunnalle esityksen arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. Eduskunta hyväksyi lainmuutokset vuonna 1993.[1] Muutos perustuu Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintöön[2] ja liittyy läheisesti Euroopan talousaluetta koskevan sopimuksen solmimiseen ja lainsäädännön sopeuttamiseen Euroopan unionin säännösten asettamat edellytykset täyttäväksi. Kansallisten tarpeiden pohjalta ehdotetaan julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskeviin säännöksiin muun muassa muutosta, jonka mukaan kaikki julkisesti noteeratut arvopaperit tulevat säännösten soveltamisalan piiriin. Tarkoituksena oli, että muutokset tulevat voimaan samanaikaisesti ETA-sopimuksen kanssa.[3] Mainittu sopimus ja siten arvopaperimarkkinalain muutos tulivat voimaan vuoden 1994 alusta lukien.[4] Rahoitustarkastus on lainmuutoksen johdosta uusinut edeltäjänsä, Pankkitarkastusviraston, antamia arvopaperimarkkinalain soveltamisohjeita.[5]

Euroopan yhteisön arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tarkoituksena on ollut saada aikaan tehokkaasti toimivat arvopaperimarkkinat turvaamalla sijoittajansuojan vähimmäistaso kaikissa yhteisön jäsenvaltioissa ja tunnustamalla toisen valtion viranomaisen toimenpiteen pätevyys myös toisessa valtiossa. Tähän samaan päämäärään, toisin sanoen pääomien vapaaseen liikkuvuuteen, pyritään ETA-sopimuksen myötä syntyvällä lähes kahdenkymmenen maan muodostamalla niin sanotulla

---

[1] *HE 318/1992*, *TaVM 16/1993* ja *Eduskunnan vastaus* 1993 vp. sekä laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 9.8.1993/740.

[2] *KM 1991:48*. Muutostarvetta oli pohdittu jo Arvopaperikauppakomitean II osamietinnössä, *KM 1989:36*, joka ei kuitenkaan johtanut lainsäädäntötoimiin.

[3] *HE 318/1992* s. 1 s. ja s. 13.

[4] Asetus eräiden Euroopan talousalueesta tehtyyn sopimukseen ja sitä koskeviin määräyksiin liittyvien lakien voimaanpanosta 30.12.1993/1617.

[5] Ks. erit. Ohje arvopaperimarkkinalain soveltamisesta yhtiöille, joiden arvopapereita on julkisen kaupankäynnin kohteena, *Ohje 204.1*. Tämä, samoin kuin muutkin uudistettuun arvopaperimarkkinalakiin perustuvat ohjeet annettiin 14.1.1994 ja ne tulivat voimaan 14.2.1994.

Euroopan sisämarkkina-alueella. Suomalaisten yritysten toivotaan pystyvän entistä paremmin hankkimaan pääomaa kansainvälisiltä markkinoilta, ja toisaalta suomalaiset sijoittajat tulevat samaan asemaan ulkomaisten sijoittajien kanssa, jolloin mahdollisuudet kansallisten rajojen ylittämiseen paranevat. Sijoittajansuojan ja arvopaperimarkkinoiden toiminnan luotettavuuden parantuessa uskotaan kiinnostuksen arvopaperisijoituksiin samalla yleisestikin lisääntyvän.[6] Kaikki nämä tekijät yhdessä vilkastuttavat elinkeinoelämää ja siten edistävät taloudellista kasvua ja hyvinvointia.

Euroopan unionin säännöstö ehdotetaan omaksuttavaksi lainsäädäntöömme siten, että tärkeimmät kysymykset otetaan lakeihin ja osasta direktiivien sisältämistä yksityiskohtaisista määräyksistä säädetään asetuksilla ja ministeriön päätöksillä.[7] On kuitenkin huomattava, että yksittäinen kansalainen tai oikeushenkilö voi vedota suoraan Euroopan unionin säännökseen, jos kansallinen lainsäädäntö jostakin syystä poikkeaa direktiivin perusvelvoitteiden asettamasta sääntelyn vähimmäistasosta tai jos jotakin asiaa ei syystä tai toisesta ole lainkaan otettu kansalliseen lainsäädäntöön.[8] Tällainen menettely edellyttää luonnollisesti sitä, että direktiivissä on asianomainen kysymys säännelty riittävän selvästi. Useissa oikeustapauksissa Euroopan tuomioistuin on soveltanut EU-oikeutta ohi kansallisen lainsäädännön.[9] Suomea Euroopan tuomioistuimen ennakkopäätökset sitovat ainoastaan välillisesti, koska Suomesta ja muista Euroopan talousalueeseen liittyneistä EU:n ulkopuolisista valtioista tulevat valitukset käsitellään riippumattomassa EFTA:n tuomioistuimessa. Tämän tulee kuitenkin päätöksissään noudattaa Euroopan talousaluetta koskevaa sopimusta liitteineen. Näin Euroopan tuomioistuimen EY:n säännösten tulkinnasta antamat ennakkopäätökset sitovat myös EFTA:n tuomioistuinta, koska talousaluetta koskevan sopimuksen liitteissä mainittujen säännösten kiinteän osan muodostavat Euroopan tuomioistuimen mainittujen säännösten tulkinnasta antamat sitovat ennakkopäätökset.

Arvopaperimarkkinalain muutos sisältää julkista osto- ja lunastustarjousta koskevien säännösten lisäksi täsmennyksiä myös sisäpiirin säännöksiin, arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi koskeviin säännöksiin, valvonta- ja rangaistussäännöksiin sekä tiedonantovelvollisuussäännöksiin, erityisesti niihin,

---

[6] *HE 318/1992* s. 4 ja s. 12.

[7] *HE 318/1992* s. 5. Arvopaperimarkkinatoimikunta on laatinut luonnokset esityksessä tarkoitetuista alemmanasteisista säännöksistä, ks. *KM 1991: 48* s. 461–522.

[8] Tämä perustuu Euroopan tuomioistuimen tulkintaan. Tuomioistuin on ryhtynyt tulkitsemaan direktiivejä sitovampaan suuntaan, jos jäsenvaltio on laiminlyönyt lainsäädäntötoimiin ryhtymisen määräajassa, ja antanut näin direktiivin määräykselle jäsenvaltiossa välittömästi sovellettavan lain luonteen, näin mm. *Joutsamo* s. 52 s.

[9] Ks. laajemmin *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 594 ja tuossa artikkelissa selostetut lukuisat Euroopan tuomioistuimen ratkaisut.

jotka liittyvät arvopaperien tarjoamiseen yleisölle, säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen ja liputusvelvollisuuteen.[10]

Julkista ostotarjousta koskevan säännöksen soveltamisalaa laajennettiin koskemaan pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöiden osakkeiden lisäksi myös muun julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita, mikä lähinnä tarkoittaa tällä hetkellä niin sanotulla meklarilistalla noteerattuja osakkeita. Lisäksi julkisesta ostotarjouksesta tulee aina laatia tarjousasiakirja, jonka julkistamiselle on hankittava rahoitustarkastuksen lupa. Lunastusvelvollisuus laajennettiin koskemaan osakkeiden lisäksi muitakin osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita, toisin sanoen lähinnä optiotodistuksia ja vaihtovelkakirjoja. Lunastushintana pidettävää käypää hintaa määritettäessä huomio on kiinnitettävä arvopaperin hintakehitykseen kahdentoista kuukauden aikana ennen lunastusvelvollisuuden syntymistä entisen kahden kuukauden sijasta ja lisäksi huomioon otetaan myös lunastusvelvollisen yksityisissä kaupoissa mahdollisesti maksama tätä korkeampi hinta.

2.1.2. Muutosten yksityiskohdat

Vuoden 1994 alusta voimaantullut lainmuutos merkitsi arvopaperimarkkinalain 6 luvun osalta aiemmin kahdessa pykälässä olleen sääntelyn laajentamista yhdeksän pykälän laajuiseksi. Säännöksiä täsmentämällä on pyritty poistamaan eräitä käytännössä ilmenneitä puutteita ja epäkohtia. Nämä tilanteet olivat lähinnä teknisiä yksityiskohtia, kuten se, käytetäänkö lunastustarjouksen osalta käypää hintaa laskettaessa perustana kahden kuukauden keskimääräisen pörssihinnan sijasta kahdentoista kuukauden hintaa taikka se, että entisen säännöksen mukaan tarjouksessa (tarjousehdoissa) tuli mainita olennaiset tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi ja uusi normi edellyttää erityisen, nämä samat seikat sisältävän tarjousasiakirjan laatimista sekä sisältää yksityiskohtaiset säännökset sen ennakkotarkastusvelvollisuudesta sekä siitä, kenelle ja milloin se tulee toimittaa. Lisäksi nykyinen laki sisältää lunastusvelvollisuuden osalta erillisen määritelmän lunastusvelvollisen määräysvallassa olevista yhteisöistä ja säätiöistä sekä uuden, entistä selkeämmän käsitteen lunastusvelvollisen kanssa yksissä tuumin määräävän vallan käyttämiseksi yhtiössä toimivasta henkilöstä.

Pääosassa muutoksista kuitenkin ainoastaan aiemmin kahteen pykälään sisältyneet säännökset erotettiin erillisiksi omalla otsikollaan varustetuiksi pykäliksi. Näissä tapauksissa säännösten sisältöä ei ole lainkaan tai ei ainakaan tulkintakysymysten kannalta olennaisesti muutettu. Julkista ostotarjousta koskeva ennen 6 luvun 1 §:n 1 momentissa ollut perussäännös erotettiin itsenäiseksi 1 §:ksi, jonka soveltamisalaa tosin samalla laajennettiin koskemaan kaikkia julkisen kaupankäyn-

[10] *HE 318/1992* s. 5 ss.

nin kohteena olevia osakkeita tai niihin osakeyhtiölain mukaan oikeuttavia arvopapereita. Tämä muutos oli lähinnä tekninen eikä tuo mitään muutoksia tässä teoksessa tarkastelun kohteena olevaan tuossa pykälässä mainittuun yhdenvertaisuusperiaatteeseen tai siihen, milloin tarjousta on pidettävä julkisesti esitettynä. Muita tällaisia säännöksiä ovat entinen 1 §:n 2 momentti tarjouksessa mainittavista tiedoista ja niin sanotussa ylitarjontarjontatilanteessa noudatettavan menettelytavan julkistamisesta. Se siirrettiin 2 §:n 2 momentiksi sanamuodoltaan muuttamattomana lukuun ottamatta tarjoushinta-käsitteen korvaamista käsitteellä tarjottu vastike. Edelleen 1 §:n 3 momentissa ollut säännös tarjouksen tulosten julkistamisesta siirrettiin muuttamattomana erilliseksi 4 §:ksi. Samoin ehdollista tarjousta koskeva 1 §:n 4 momentissa ollut säännös siirrettiin muuttamattomana erilliseksi 5 §:ksi.[11] Myös 2 §:n 4 momentissa ollut lunastusvelvollisuudesta vapauttamista koskeva säännös siirrettiin asiallisesti muuttamattomana erilliseksi 9 §:ksi. Näin ollen uudistetun 6 luvun yhdeksästä pykälästä viisi perustuu sisällöltään täysin entisiin säännöksiin. Lisäksi lunastusvelvollisuutta, -vastiketta ja -menettelyä koskevat ennen 2 §:ssä olleet säännökset jaettiin lunastusvelvollisuutta koskevaan 6 §:ään, lunastusvastiketta koskevaan 7 §:ään ja lunastusmenettelyä sääntelevään 8 §:ään. Samalla käsitteiden sisältöä täsmennettiin ottamalla lakitekstiin aiemmin lain esitöissä ja valvontaviranomaisen ohjeissa mainittuja seikkoja jäljempänä mainittuihin lunastusvastiketta koskeviin yksityiskohtiin liittyvien muutosten ohella.

Julkiseen ostotarjoukseen ja lunastusvelvollisuuteen liittyviin keskeisiin, ja tässä teoksessa esille otettuihin, tulkintakysymyksiin puheena oleva lainmuutos ei tuo mitään olennaista uutta. Koska arvopaperimarkkinat ja erityisesti julkinen ostotarjous käytännön menettelynä, samoin kuin niihin liittyvä oikeudellinen sääntely, ovat kehittyneet ulkomailla ja ulkomaiset normit ovat olleet tältä osin Suomen lainsäädännön esikuvana, on luonnollista, että myös tulkintaongelmia pohdittaessa on tunnettava tärkeimmät ulkomaiset säännökset. Muutoin ei ehkä tunneta läheskään kaikkia tulkintavaihtoehtoja ja saatetaan tehdä tulkintavirheitä, jotka ulkomailla jo osataan välttää. Jäljempänä olevassa 1. artikkelissa on oikeusvertailevasti selvitetty mainittuja kysymyksiä. Myös 2. artikkelissa tarkastelun kohteena oleva arvopaperimarkkinalain 6 luvun syntyhistoria ja siitä johdetut lunastusvelvollisuuteen liittyvät periaatteet, samoin kuin julkista ostotarjousta koskevan säännöksen soveltamisalaan ja yhdenvertaisuusperiaatteeseen sekä tarjousehtojen yhtäläisyyden vaatimukseen liittyvät tulkintaperiaatteet soveltuvat yhtälailla nykyisten säännösten tulkintaan. Voimassaolevassa säännöksessä (AML 6:1) käytetään tältä osin vanhassakin normissa (AML 6:1,1) olleita sanontoja "julkisesti" ja "ei saa asettaa ... eriarvoiseen asemaan".[12] Tiedonantovelvollisuuteen liittyviä säännöksiä

[11] *HE 318/1992* s. 37.

[12] AML 6:1,1 (495/1989) ja AML 6:1 (740/1993).

on lakiuudistuksessa hieman täsmennetty, mutta 3. artikkelissa oleva pohdinta ja tulkintasuositukset soveltuvat myös nykyisiin säännöksiin. Samoin ehdollista tarjousta ja siihen liittyen arvo-osuusjärjestelmää sekä tarjoukseen vastanneen suojaamista käsittelevässä jaksossa esitetyt näkemykset soveltuvat voimassaoleviinkin säännöksiin, koska näiden säännösten sanamuoto säilyi täysin ennallaan, ainoastaan niitä koskevan pykälän numero muuttui. Lunastusvelvollisuuden perustavaa omistusosuutta käsittelevässä 3. artikkelin jaksossa esitetyt yhdessä toisen kanssa omistamisen käsitteeseen, omistusosuuden kasvamiseen yli kahden kolmasosan ja siihen mistä äänimäärästä lunastusvelvollisuuden perustava osuus lasketaan liittyvät tulkintakysymykset sisältyvät myös voimassaolevan lain säännöksiin. Seuraavassa jaksossa on tarkasteltu nykyisessä laissa olevia, vanhaa lakia tältä osin täydentäviä, säännöksiä.

2.2. Ostotarjousta koskevat muutokset

2.2.1. Yhdenvertaisuusperiaatteen täsmentäminen

Arvopaperimarkkinalain muutoksen yhteydessä lain alkuperäisen 6 luvun 1 §:ssä oleva julkisen ostotarjouksen sääntely laajennettiin viiden erillisen pykälän laajuiseksi. Saman luvun uudessa 1 §:ssä on julkisen ostotarjouksen ja sen yhteydessä noudatettavan yhdenvertaisen kohtelun perussäännös. Pykälä noudattaa sisällöltään pääosin entistä 1 §:n 1 momenttia, mutta sen soveltamisala on laajempi. Säännös koskee kaikkia julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita ja niihin oikeuttavia arvopapereita. Soveltamisalan piiriin tulivat siten myös meklarilistan osakkeet, joiden osalta muutoinkin laajennettiin sijoittajansuojaa lain 2 luvun tiedonantovelvollisuutta ja liputusvelvollisuutta koskevien säännösten osalta.[13] Soveltamisalan ulkopuolelle sen sijaan edelleen jäivät muiden kuin julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeet.[14] Laajennus lienee riittävä, koska yleinen etu ei edellytä muiden yhtiöiden osakkeenomistajien suurempaa suojaamista kuin mitä osakeyhtiölain vähemmistönsuojasäännökset mahdollistavat.

Laissa käytetty nimitys arvopaperin omistaja on muutettu arvopaperin haltijaksi, mikä vastaa Euroopan unionin 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen sanamuotoa (art. 6 a, a-kohta). Kuten ei aiemminkaan, ei näitä arvopaperin haltijoita saa asettaa keskenään eriarvoiseen asemaan. Tältä osin säännöksen sanamuoto ei muutu, mutta perusteluissa on täsmennetty hieman jo alkuperäisen lain perusteluissa

[13] Ks. *HE 318/1992* s. 36.

[14] Joidenkin maiden, esim. Ruotsin ja Englannin, säännöksissä julkisen ostotarjouksen soveltamisala on ulotettu myös tavallisten, ts. ei noteerattujen, yhtiöiden osakkeisiin. Toisaalta EU:n 13. direktiiviehdotuksen säännökset soveltuvat vain julkisesti noteerattuihin yhtiöihin (sen aiemmassa versiossa soveltamisalan piiriin kuuluivat kaikki yhtiöt).

ollutta yksityiskohtaista selostusta. Periaatteen todetaan ensinnäkin tarkoittavan, että tarjous on kohdistettava tasapuolisesti kaikille tarjouksen tarkoittamien arvopaperien haltijoille. Nimenomaisesti mainitaan, että vastikkeen tulee olla yhtäläinen riippumatta siitä, minkä määrän arvopapereita henkilö omistaa, eikä mikään muukaan tarjouksen ehto saa olla riippuvainen siitä, kuka henkilö kyseiset tarjouksen kohteena olevat arvopaperit omistaa. Erilajisista arvopapereista on edelleen mahdollista tarjota erisuuruinen vastike, mutta näiden vastikkeiden tulee olla "järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisiinsa".[15] Perusteluissa ei nytkään erikseen mainita pro rata -periaatteen noudattamista eli sitä, että kaikilta tarjoukseen vastanneilta tulisi ostaa suhteellisesti yhtä suuri osa osakkeista, mutta tämän velvollisuuden voidaan edelleen, kuten vanhassakin säännöksessä, katsoa olevan olemassa, koska normissa (AML 6:1) on kielletty asettamasta osakkeenomistajia eriarvoiseen asemaan.

Sinänsä julkinen ostotarjous voi kohdistua vain tietynlajisiin arvopapereihin ja olla muutoinkin määrältään rajoitettu tai ehdollinen. Kuitenkin lain perusteluissa todetaan, ettei optiotodistuksen haltijoita saa jättää tarjouksen ulkopuolelle ainakaan, jos tuohon todistukseen liittyvä merkintäoikeus on voimassa enää lyhyen ajan ja tarjous muutoin koskee kaikkia julkisesti noteerattuja osakkeita. Tältä osin perustelujen keskeisen merkityksen voidaan ajatella liittyvän optiotodistusten haltijoiden ja osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun turvaamiseen ainakin sellaisissa tilanteissa, kun tarjouksen voimassaoloaikana ei ole optiolainaehtojen mukaan mahdollista käyttää optio-oikeutta. Muutoin julkisen ostotarjouksen tekijä voisi tietoisesti muotoilla tarjouksen ehdot siten, etteivät optiotodistuksen haltijat, joilla saattaa olla mahdollisuus varsin suuren osakemäärän merkintään, voisi lainkaan osallistua tarjoukseen. Jos tarjouksen tekijä saavuttaisi määräysvallan yhtiössä, osakkeen kurssi ja sitä kautta optiotodistuksen arvo todennäköisesti laskisi. Optiotodistuksen haltijat kärsisivät taloudellista vahinkoa ainakin niissä tapauksissa, kun osakkeen kurssi ei enää option voimassaoloaikana ehtisi kohota merkintähintaa korkeammaksi. Jos tarjoushinta on optiotodistuksen merkintähintaa alhaisempi, ei perustelujen tarkoituksena voine olla tarjouksen tekijän velvoittaminen arvottomien optiotodistusten hankkimiseen ja toisaalta taas, jos tarjoushinta on merkintähintaa korkeampi, voivat optiotodistuksen haltijat ensin suorittaa osakemerkinnän ja sen jälkeen myydä osakkeet tarjouksen tekijälle.

Vaikka julkisen ostotarjouksen tekijälle annetaankin varsin suuri harkintavalta tarjousehtojen muotoilun ja tarjouksen mahdollisten rajausten suhteen, on kuitenkin muistettava tässäkin yhteydessä lain edellyttämien yleisen hyvän tavan noudattamisvaatimuksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys. Jos tarjousehdot muo-

[15] *HE 318/1992* s. 36, vrt. *HE 157/1988* s. 51 s.

toillaan tietoisesti sen sisältöisiksi, etteivät optiotodistusten haltijat kykene käyttämään niihin sisältyviä merkintäoikeuksia eivätkä myymään niitä tarjouksen tekijälle, on kysymyksessä selkeästi arvopaperin haltijoiden eriarvoinen kohtelu, vaikka optiotodistusten voimassaoloaikaa olisi vielä jäljellä hyvinkin paljon.

Perusteluissa on lisäksi mainittu, että tarjoutuminen osapuoleksi johdannaissopimuksiin voi olla arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n eli hyvän tavan ja muuten sopimatonta menettelyä koskevan säännöksen vastainen, "vaikkei ostotarjousvelvollisuus ulotu arvopaperien johdannaissopimuksiin".[16] Näinhän asia olisi ilman erillistä mainintaakin, jos jokin tarjous yksittäistapauksessa katsottaisiin hyvän tavan vastaiseksi tai muuten sopimattomaksi. Tässä yhteydessä perusteluissa käytetään sanontaa "ostotarjousvelvollisuus", mistä voidaan päätellä lainsäätäjän tarkoittaneen julkista ostotarjousta koskevaa säännöstä muutoinkin tulkittavaksi siten, että joissakin tapauksissa voi syntyä velvollisuus käyttää julkista ostotarjousmenettelyä osakkeita ostettaessa. Tällöin on kysymyksessä säännöksessä olevan julkisesti-sanan tulkinta, toisin sanoen se, miten monelta henkilöltä osakkeita voidaan ostaa, ennen kuin tarjousta pidetään julkisena, ja syntyy ostotarjousvelvollisuus.[17]

Luvun 2 §:ään otettiin aiemmin 1 §:n 2 momentissa ollut säännös tarjoukseen sisällytettävistä tiedoista ja lisäksi tarjouksentekijälle sisäpiirin tietojen väärinkäyttämisen ehkäisemiseksi asetettu velvollisuus julkistaa tarjousta koskeva tieto välittömästi siitä päättämisen jälkeen. Samalla tieto on annettava kohdeyhtiölle ja kyseessä olevan arvopaperin julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Lisäksi säännöksessä oleva sana tarjoushinta korvattiin tarjotulla vastikkeella, jotta ei syntyisi epäselvyyttä mahdollisuudesta käyttää muutakin vastiketta kuin rahaa.[18]

2.2.2. Tarjousasiakirja

Kokonaan uusi on 3 §:n tarjousasiakirjan julkistamisvelvollisuutta ja rahoitustarkastuksessa (entinen pankkitarkastusvirasto) tarkastuttamista koskeva säännös, jolla pyritään lisäämään kohdeyhtiön arvopaperien omistajien käytettävissä olevia tietoja, jotta he pystyisivät paremmin tekemään harkitun päätöksen tarjouksen hyväksymisestä tai hylkäämisestä. Tarjousasiakirjassa on ilmoitettava tärkeimmät tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi tarvittavat tiedot, kuten tieto tarjouksen tekijän kohdeyhtiötä koskevista suunnitelmista. Näitä ovat muiden muassa tieto siitä, säilyykö arvopaperi edelleen julkisesti noteerattuna, kohdeyhtiön toimintaan olen-

[16] *HE 318/1992* s. 36.

[17] Ks. tältä osin jäljempänä kappaleessa 4.3.2. olevat amerikkalaiset esimerkit sekä AML:n tulkinnan osalta *HE 157/1988* s. 51 ja jälj. s. 191 ss.

[18] *HE 318/1992* s. 36.

naisesti vaikuttavat suunnitelmat ja tarjouksen kohteena olevaa arvopaperia koskevat perustiedot sekä kohdeyhtiön taloudellista asemaa koskevat julkisista lähteistä saatavissa olevat tiedot. Koska kohdeyhtiölle ei aseteta mitään velvollisuutta olla yhteistyössä tarjouksen tekijän kanssa, ei tarjouksen tekijällekään voida asettaa vastuuta kohdeyhtiön julkistamissa tiedoissa mahdollisesti olevista virheistä. Perusteluissa mainitaan edelleen, ettei esitys rajoita kohdeyhtiön johdon toimintaa, vaan johto voi esittää oman käsityksensä tarjousasiakirjasta ja tarjouksen edullisuudesta. Kohdeyhtiö vastaa ilmoittamiensa tietojen paikkansapitävyydestä arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevan säännöksen mukaisesti. Erikseen on mainittu, että yhteistyö tarjouksen tekijän kanssa on julkistettava arvopaperin arvoon vaikuttavana tietona.[19]

2.2.3. Tarjousasiakirjan tarkastuttamisvelvollisuus

Tarjousasiakirjan saa julkistaa sen jälkeen, kun rahoitustarkastus on sen hyväksynyt.[20] Viranomaisen tulee kolmen arkipäivän kuluessa siitä, kun asiakirja on annettu sen tarkastettavaksi, päättää voidaanko se julkistaa (AML 6:3,2). Koska tarjousasiakirja on julkistettava vasta ennen tarjouksen voimaantuloa, ei sen laatiminen ja hyväksyminen ole sidoksissa tarjouksen tekemisestä päättämiseen ja tämän päätöksen julkistamiseen, eikä hyväksymisellä näin normaalitilanteessa ole erityistä kiirettäkään. Perusteluissa todetaan, että virasto suorittaa "muistilistanomaisen tarkastuksen, joka ei estä sitä vaatimasta myöhemmin ilmenneiden seikkojen perusteella muutoksia tarjousasiakirjaan".[21] Tällaista muutostenvaatimisoikeutta ei ole mainittu säännöksessä, joten on kyseenalaista, voidaanko sellaista edellyttää pelkän hallituksen esityksessä olevan perustelun nojalla. Eiväthän muutkaan viranomaiset voi enää päätöksen tekemisen jälkeen vaatia muutoksia jo kertaalleen päätettyyn asiaan. Toisaalta käytännössä tarjouksen tekijä voi vapaaehtoisesti ottaa huomioon rahoitustarkastuksen myöhemmin tekemät huomautukset ja muutosehdotukset, mikä saattaa olla perusteltua tarjouksen menestymismahdollisuuksien kannalta.

Perusteluissa todetaan edelleen, että "ehdotus ennakkotarkastusvelvollisuudesta vastaa ostotarjousdirektiiviehdotusta (6 art. 2 a kohta)". Näin asia ei kuitenkaan ole, koska direktiiviehdotuksen mukaan lupa katsotaan annetuksi, jos viranomainen ei

---

[19] *HE 318/1992* s. 36 s.

[20] Säännöksen (6:3,2) sanamuotoa muutettiin sen jälkeen, kun eduskunnan perustuslakivaliokunta oli kiinnittänyt huomiota hallituksen esityksessä olleen sanamuodon mahdolliseen perustuslain mukaisen sananvapauden vastaisuuteen. Valiokunta korosti sitä, että tarkoitus ei ole rajoittaa sananvapautta, vaan ainoastaan auktorisoida tarjousasiakirjat hyväksymismenettelyn avulla. Ks. perustuslakivaliokunnan lausunto n:o 1, joka on talousvaliokunnan mietinnön liitteenä, *TaVM 16/1993* s. 7 s.

[21] *HE 318/1992* s. 37.

annetun määräajan kuluessa pysty tekemään päätöstä.[22] Direktiiviehdotuksen perustelujen mukaan kansallisille valvontaviranomaisille asetetaan tiukat aikarajat juuri sen vuoksi, että nämä eivät voisi omalla menettelyllään tosiasiallisesti vaikeuttaa jonkin ostotarjouksen tekemistä. Lakiin otettu säännös mahdollistaa juuri sellaisen tilanteen syntymisen, joka direktiiviehdotuksessa on pyritty poistamaan. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 3 §:n 2 momentissa todetaan, että tarjousasiakirjan saa julkistaa, kun rahoitustarkastus on sen hyväksynyt. Mainitusta hyväksymisestä säädetään seuraavasti "Pankkitarkastusviraston on päätettävä kolmen arkipäivän kuluessa siitä, kun asiakirja on annettu sen hyväksyttäväksi, voidaanko se julkistaa". Lain sanamuoto merkitsee siis sitä, että rahoitustarkastukselle on annettu määräaika, jonka kuluessa sen tulisi asia ratkaista. Ellei se kuitenkaan näin toimi, ei tarjouksen tekijä voi juuri muuta tehdä kuin moittia viranomaista hitaudesta. Jos rahoitustarkastus, esimerkiksi jonkin tahon painostuksen alaisena, haluaa viivyttää tarjouksen tekemistä, niin se voi esimerkiksi asiaruuhkaan vedoten kieltäytyä hyväksymästä lain säännökset täyttävää tarjousasiakirjaa mainitussa määräajassa. Tällöin on tietenkin käytettävissä normaalit hallintoviranomaisen laiminlyöntiä koskevat oikeussuojakeinot, mutta ne ovat hitautensa vuoksi tässä yhteydessä lähes merkityksettömiä. Mainitun direktiiviehdotuksen tarkoitus, jota siis hallituksen esityksen mukaan on pyritty noudattamaan, on ollut toinen, sillä siinä edellä mainittua kolmen päivän säännöstä on täydennetty seuraavalla suomalaisesta laista puuttuvalla normilla "If the authority fails to take a decision within that period approval shall be deemed to be granted" (art. 6, 2a -kohdan viimeinen lause).[23] Direktiiviehdotuksen mukaan lupa toisin sanoen katsotaan annetuksi, jos viranomainen ei reagoi määräajassa. Tällainen periaate on varsin yleinen muissakin Euroopan unionin säännöksissä. Lain eduskuntakäsittelyssä ei puututtu lainkaan tähän seikkaan, vaikka se on sekä periaatteellisesti että käytännössä huomattavasti merkittävämpi kuin kysymys tarjousesitteen julkistamiseen

---

[22] *HE 318/1992* s. 37 ja s. 75. Vrt. Amended proposal (COM(90) 416 final) perustelut s. 6 ja 6 artiklan 2a -kohta. Vaikka virhe on sinänsä varsin vähäinen, on periaatteelliselta kannalta arveluttavaa, että hallituksen esityksessä nimenomaisesti todetaan sellaista, mikä ei pidä paikkaansa. Paitsi, että se herättää väistämättä kysymyksen siitä, onko tällaisia virheitä muissakin yksityiskohtaisissa säännöksissä, se osoittaa samalla miten vaikea ja virhealtis Euroopan unionin kaltaisen monikielisen yhteisön lainsäädäntöprosessi on.

[23] Ks. esim. *European Company and Financial Law* s. 1211.

Direktiiviehdotuksen saksankielinen versio on samansisältöinen "Wenn sich die Behörde nicht innerhalb der vorgesehenen Frist äußert, gilt die Genehmigung als erteilt.", ks. *Lutter* s. 648. Direktiivin tulkintahan tulee aloittaa ns. tekstikritiikillä, ts. sen erikielisten versioiden vertailulla, jotta selviäisi mikä sen sanamuoto on. Käännösvirheistä johtuvia eroavaisuuksia on ilmennyt mm. 1. direktiivin 11 artiklan 2b -kohdassa, ks. lähemmin Euroopan tuomioistuimen ratkaisu ja siihen liittyvä julkisasiamiehen (*van Gerven*) tekstikritiikin merkitystä korostava lausunto Marleasing-jutussa v. 1990.

liittyvästä sananvapaudesta, johon perustuslakivaliokunta kiinnitti huomiota.[24, 25]

Tulkintaongelmaksi muodostuu se, voidaanko lakia tulkita sen kirjoitetun säännöksen vastaisesti sillä perusteella, että hallituksen esityksessä on mainittu tarkoituksena olleen Euroopan yhteisön 13. direktiiviehdotuksen mukaisen säännöksen laatiminen. Käytännössähän voi helposti syntyä sellainen tilanne, että rahoitustarkastuksen ruuhkan tai viivyttelyn takia edellä mainittu määräaika kuluu umpeen, eikä tarjousta voida tehdä silloin, kun se taloudellisten näkökohtien kannalta olisi edullisinta. Jos ehdotuksen mukainen direktiivi olisi voimassa, vahinkoa kärsinyt voisi nostaa vahingonkorvauskanteen valtiota vastaan ja vaatia tätä korvaamaan tapauksen aiheuttamat ehkä hyvinkin huomattavat taloudelliset vahinkonsa sillä perusteella, että valtio on laiminlyönyt direktiivin asianmukaisen voimaansaattamisen.[26] Tällöin suomalaisen tuomioistuimen tulisi ratkaista kysymys Suomen voimassaolevan lain vastaisesti ja käyttää perusteluna direktiivin sisällöstä johdettua tulkintaa.[27] Direktiiviehdotus on kuitenkin vain ehdotus, eikä sellaisena voi olla sitova. Toisaalta sitä on kuitenkin käytetty kansallisen lainsäädännön perusteena, kun pyrkimyksenä on ollut mahdollisimman yhtenäisen eurooppalaisen lainsäädännön luominen, ja lisäksi viranomaisen toimimattomuuden tulkinta luvan myöntämisen perusteeksi on yleistä monien Euroopan unionin säännösten mukaan, joten myös ehdotuksesta ilmenevän menettelytavan noudattamista voidaan puoltaa.

2.3. Lunastusvelvollisuuden sääntely

2.3.1. Lunastusvelvollisuuden aikaansaava omistusosuus

Lunastusvelvollisuutta koskevan säännöksen soveltamisalaa laajennettiin lain muutoksen yhteydessä siten, että sen piiriin tulivat toisaalta kaikki yhtiöt, joiden osake

---

[24] Eduskunnan perustuslakivaliokunnan Lausunto n:o 1, 12.2.1993, joka on talousvaliokunnan mietinnön liitteenä, *TaVM 16/1993* s. 7 s.

[25] Merkillepantavaa on myös se, ettei perustuslakivaliokunta kiinnittänyt lainkaan huomiota lunastusvelvollisuussäännökseen perustuslain turvaamien perusoikeuksien, mm. omistusoikeuden suojan, kannalta. Saksassa asiaa on pohdittu ja esitetty, että lunastusvelvollisuus merkitsisi mm. elinkeinonharjoittamisen vapauden ja ns. negatiivisen omistusoikeuden suojan kannalta ongelmallista tilannetta, kun yhtiön vähemmistöosakas velvoitettaisiin vastoin tahtoaan hankkimaan koko yrityksen osakekannan ja siten ottamaan liiketoimintavastuun tässä yrityksessä. Ks. *Loritz – Wagner*, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapier Mitteilungen 1991 s. 709 ss.

[26] Tähän mahdollisuuteen viittaavat mm. *Wils*, European Law Review 1992 passim ja *Lutter*, Juristen Zeitung 1992 s. 607.

[27] Euroopan tuomioistuin on useissa ratkaisuissaan velvoittanut jäsenvaltion tuomioistuimen EY-säännösten nojalla ratkaisemaan jutun kansallisen lainsäädännön vastaisesti, ks. esim. tapaukset Becker/1982, Marleasing/1990, Karella/1991.

tai siihen oikeuttava arvopaperi on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi pörssi- tai sopimusmarkkinoilla taikka muutoin, ja toisaalta siten, että lunastusvelvollisuus koskee osakkeiden lisäksi kaikkia siihen oikeuttavia arvopapereita, joista perusteluissa on mainittu osakeantilippu, vaihtovelkakirja ja optiotodistus. Lisäksi lunastusvelvollisuussäännöstä täsmennettiin siten, että lunastusvelvollisuus koskee muutoin soveltamisalan piiriin kuuluvan yhtiön kaikkia, toisin sanoen myös ei-noteerattuja osakkeita. Säännöstä täydennettiin myös määräyksellä, jonka mukaan osakkeenomistajan ääniosuuteen luetaan muiden sellaisten luonnollisten henkilöiden, yhteisöjen ja säätiöiden, jotka toimivat yksissä tuumin osakkeenomistajan kanssa määräävän vallan käyttämiseksi yhtiössä, omistamat osakkeet.[28] Viimeksi mainittu normi poistaa aiempaan sanamuotoon sisältyneen tulkinnanvaraisen tilanteen, kun nyt erikseen todetaan osakkeenomistajien sopimuksiin tai muuhun yhteisymmärrykseen perustuvan käyttäytymisen vaikuttavan lunastusvelvollisuuden aikaansaavan ääniosuuden laskemiseen.[29]

Lunastusvelvollisuuden perustavaa rajaa ei muutettu, vaan lunastusvelvollisuus syntyy, kuten ennenkin, jonkin osakkeenomistajan omistamien osakkeiden tuottaman ääniosuuden kasvaessa yli kahden kolmasosan kohdeyhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä sen jälkeen, kun arvopaperi on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.[30] Kuten alkuperäisenkin lain perustelut, ovat myös muutosesityksen perustelut ristiriitaiset lunastusvelvollisuusrajan osalta. Uuden 6 §:n, samoin kuin sitä aiemmin vastanneen 2 §:n, sanamuoto on selvä, kun niissä todetaan lunastusvelvollisuuden syntyvän omistusosuuden kasvaessa yli kahden kolmasosan. Näin todetaan aluksi myös uuden säännöksen perusteluissa, mutta seuraavaksi siinä on ristiriidan aikaansaava lause "lunastusvelvollisuus syntyy, kuten nykyisin, kun kaksi kolmasosaa kohdeyhtiön äänivallasta on joutunut yksiin käsiin".[31] Se tarkoittaa tasan kahta kolmasosaa, mutta ilmeisesti kyseessä on tahaton lipsahdus, jolle ei pidä antaa suurta merkitystä.

Vanhaa 6 luvun 2 §:n 3 momentin säännöstä laajemmin tulee sitä vastaavassa uudessa 6 luvun 6 §:n 2 momentissa osakkeenomistajan ääniosuutta laskettaessa huomioon otettavaksi osakkeenomistajan suoraan omistamien osakkeiden lisäksi osakkeet, jotka tämän määräysvallassaan oleva yhteisö tai säätiö ja edelleen näiden eläkesäätiö tai -kassa omistaa, ja osakkeet, jotka osakkeenomistaja tai tämän määräysvallassa oleva yhteisö tai säätiö omistaa yhdessä toisen kanssa sekä osakkeet,

---

[28] Yksissä tuumin -toimintaa tarkastellaan lähemmin kappaleessa 4.3.3.

[29] Rahoitustarkastuksen ohjeiden mukaan "Ääniosuus lasketaan juridisten *ja tosiasiallisten* seikkojen perusteella" (kurs. tässä), mikä osoittaa myös valvontaviranomaisella olevan selkeän pyrkimyksen säännöksen laajaan tulkintaan. Ks. *Ohje 204.1* s. 30.

[30] AML 6:6,1 ja *HE 318/1992* s. 37.

[31] *HE 318/1992* s. 37. Vanhan säännöksen perusteluissa olevasta samantyyppisestä epäjohdonmukaisuudesta ks. jäljempänä s. 239 s.

jotka ovat muiden osakkeenomistajan kanssa yksissä tuumin toimivien luonnollisten henkilöiden, yhteisöjen tai säätiöiden omistuksessa määräävän vallan käyttämiseksi kohdeyhtiössä.[32] Perusteluissa todetaan uuden säännöksen ottavan entistä normia laajemmin huomioon osakkeenomistajan yhdessä toisen kanssa omistamat osakkeet, kun lunastusvelvollisuusrajaa tarkasteltaessa osakkeenomistajan osakkeiden kanssa luetaan yhteen tämän määräysvallassa olevien yhteisöjen ja säätiöiden ja niiden eläkesäätiöiden ja -kassojen omistamat osakkeet.[33] Jos yhdessä toisen kanssa omistamisella tarkoitetaan pelkästään yhteisomistussuhdetta, niin laajennuksen käytännön merkitys jää varsin vähäiseksi. Merkittäviä määriä osakkeita tuskin on mainittujen henkilöiden ja jonkin toisen yhteisomistuksessa. Mikäli taas yhdessä toisen kanssa omistaminen ymmärretään yhteistoimintasuhdetta merkitseväksi, kuten olen lain alkuperäisestä sanamuodosta esittänyt,[34] säännös merkitsisi todellista laajennusta lunastusvelvollisuuteen.

Määräysvallassa oleva yhteisö tai säätiö määritellään arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n 5 momentissa. Käsite on osakeyhtiölain mukaista tytäryhtiön käsitettä laajempi. Määräysvaltasuhde voi syntyä minkä tahansa oikeushenkilön välille, minkä lisäksi oikeushenkilö voi kuulua myös luonnollisen henkilön määräysvaltaan. Sen syntymiseen riittää perustelujen mukaan määräysvallan käytön mahdollisuus, eikä se siten esimerkiksi edellytä, että osakkaalla olisi huomattava osuus yhteisön toiminnan tuloksesta. Yhteisön tai säätiön katsotaan olevan osakkaan tai jäsenen määräysvallassa, jos tällä on ääntenenemmistö tai jos tällä on sopimuksen perusteella oikeus käyttää ääntenenemmistöä tai jos tämä on muutoin oikeutettu asettamaan tai erottamaan hallintoneuvoston, hallituksen tai vastaavan toimielimen jäsenten enemmistön. Määräysvallan käsitteen mainitaan poikkeavan kirjanpitolaissa olevasta määräysvallan käsitteestä ja muistuttavan pitkälti Euroopan unionin liputusdirektiivin[35] tarkoittamaa määräysvallan käsitettä.[36]

---

[32] Hallituksen esityksessä todetaan yksissä tuumin toimivien henkilöiden omistamien osakkeiden huomioon ottamisesta lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa ääniosuutta laskettaessa, ettei "voimassaolevaan lakiin sisälly vastaavaa säännöstä". *HE 318/1992* s. 38. Vanhassa säännöksessä olevan tulkintaongelman ratkaisu kuuluu tuomioistuimen – viime kädessä korkeimman oikeuden – ratkaistavaksi. Helsingin käräjäoikeus on eräässä, tosin lainvoimaa vailla olevassa, ratkaisussaan katsonut, että sanontaa "omistaa yhdessä toisen kanssa" tulee vastoin jäljempänä (s. 237 ss. ja erit. alav. 84–87) esittämääni kantaa tulkita suppeasti (7.4.1994, S 93/11423 s. 18). Ks. myös tuon tapauksen yhteydessä esitetty *Risto Koulun* lausunto, jossa myös tämä katsoo laajan tulkinnan olevan lähtökohtana mainitulle sanonnalle. *Koulu*, Lausunto s. 7 ja s. 12. Ainoastaan laajentavasti tulkittuna säännös on lain esikuvina olleiden ulkomaisten säännösten mukainen ja täyttää lunastusvelvollisuussäännökselle kokonaisuutena asetetut tavoitteet.

[33] AML 6:6,2 ja *HE 318/1992* s. 38.

[34] Ks. jäljempänä s. 237 ss.

[35] 12.12.1988/627/ETY.

[36] *HE 318/1992* s. 14 ja s. 38.

2.3.2. Lunastusmenettely ja lunastusvastike

Lunastusvelvollisen on julkistettava välittömästi lunastustilanteen syntyminen ja ilmoitettava siitä myös kohdeyhtiölle ja asianomaisen julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.[37] Rahoitustarkastuksella on oikeus viime kädessä päättää siitä, kuka kenties useista yhdessä lunastusvelvollisuusrajan ylittäneistä henkilöistä on lunastusvelvollinen.[38] Myös lunastusvelvollisuuden perusteella tehtävä tarjous edellyttää tarjousasiakirjan laatimista. Siinä on selvitettävä erityisesti lunastusvastikkeen määräytymiseen vaikuttaneet ja sen arvioinnin kannalta merkitykselliset seikat, jotta arvopaperien haltijat voivat tehdä perustellun päätöksen tarjouksen hyväksymisestä tai hylkäämisestä. Asiakirja on tarkastutettava rahoitustarkastuksessa samalla tavoin kuin julkisen ostotarjouksenkin yhteydessä laadittu tarjousasiakirja.[39]

Jotta julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevien säännösten samanaikaiselta soveltamiselta vältyttäisiin, lakiin on otettu säännös, jonka mukaan lunastusvelvollisuutta ei synny ennen julkisen ostotarjouksen mukaisen tarjousajan päättymistä, vaikka ostotarjouksen myötä kahden kolmasosan äänivallan tuottava omistusosuus ylittyisi. Tällaisessa tilanteessa on julkisen ostotarjouksen yhteydessä osakkeensa myyneille suoritettava hyvitys, jos myöhempi lunastusvastike on suurempi kuin julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjottu vastike.[40]

Lunastusvastiketta koskevia säännöksiä on samassa yhteydessä muutettu siten, että lunastushinnan perusteena olevaa käypää hintaa ratkaistaessa on otettava huomioon kahden kuukauden vertailuhintojen sijasta kahdentoista kuukauden aikana arvopaperista maksettujen kaupankäyntimäärillä painotettujen hintojen keskiarvo ja mahdollisesti julkisten markkinoiden ulkopuolella määräysvallan tuottavista osakkeista maksettu tätä keskiarvoa korkeampi hinta. Nyt säännös vastaa kansainvälistä hyväksi todettua käytäntöä ja turvaa entistä säännöstä paremmin vähemmistöosakkeenomistajan aseman ja kohottaa siten arvopaperimarkkinoiden yleistä luotettavuutta. Viime kädessä hinta on ratkaistava tapauskohtaisesti. Ongelmaksi jää edelleen korkean lunastusrajan (yli 2/3) vuoksi se, että yhtiössä jo määräysvaltaa käyttävä osakas voi itse ratkaista, milloin haluaa lunastusvelvollisuuden laukaisevan rajan ylittää. Näin henkilö voi halutessaan odottaa vaikkapa useita vuosia, jolloin arvopaperien kurssitaso ehtii laskea huomattavasti määräysvallan hankkimishetken tasoon verrattuna. Tosin laki sisältää maininnan erityisten olosuhteiden

---

[37] AML 6:6,4.
[38] AML 6:6,3.
[39] AML 6:8 ja *HE 318/1992* s. 39.
[40] AML 6:6,5 ja *HE 318/1992* s. 38.

huomioon ottamisesta lunastushintaa ratkaistaessa.[41] On kuitenkin kyseenalaista voidaanko erityiseksi olosuhteeksi katsoa ainakaan pelkästään sitä, että lunastusvelvollinen on hankkinut lunastusvelvollisuusrajan ylittävät osakkeet pari vuotta myöhemmin kuin pääosan osakkeistaan, koska tähän ovat voineet vaikuttaa monet muutkin syyt.

Lunastusvastikkeesta todetaan arvopaperimarkkinalain 6 luvun 7 §:ssä: "Lunastusvastikkeena on maksettava käypä hinta". Perusteluissa asiaa on täsmennetty siten, että vastikkeen tulee olla käteissuoritus, jonka vaihtoehtona voidaan tarjota sitä suurempaa korvausta oman tai vieraan pääoman ehtoisina arvopapereina.[42] Näin merkittävä periaate olisi ollut selkeämpää kirjata myös lakitekstiin, eikä jättää sitä perustelujen ja lain sanamuodon tulkinnan varaan. Perustelujen mukainen tulkinta vastaa hyvin ulkomaisia säännöksiä, jotka pääsääntöisesti edellyttävät lunastustilanteissa käteissuoritusta tai ainakin käteismaksuvaihtoehtoa. Perusteluissa on mainittu myös, että lunastusvastike on maksettava välittömästi, kun tarjouksen hyväksyjä luovuttaa arvopaperinsa. Asia olisi näin jo arvopaperimarkkinalain yleisten hyvän tavan noudattamista edellyttävien säännösten (AML 2:1 ja 4:1) perusteellakin, mutta seikan korostaminen on epäselvyyksien välttämiseksi paikallaan. Rahoitustarkastus on lain soveltamisohjeissa ottanut kantaa myös maksuaikakysymykseen ja todennut, että myyjällä täytyy aina olla mahdollisuus käteismaksun saantiin. Toisaalta ohjeissa kuitenkin todetaan, että kunkin myyjän kanssa voidaan erikseen sopia, että tämä, toisin sanoen arvopaperin myyjä, myöntää ostajalle luottoa sovituksi ajaksi. Ohjeissa edellytetään myyjän tällöin maksavan käypää korkoa ja asettavan turvaavan vakuuden.[43] Valvontaviranomaisen ohjeissa ei ehkä olisi ollut tarpeen antaa näin tiukkoja myyjää suojaavia säännöksiä, koska neuvotteluissa yksittäinen myyjä voi itsekin huolehtia omista eduistaan ja hänen etunsa voi eräissä tapauksissa edellyttää ostajan luotottamista ilman vakuuksia tai koron vaatimista ja koron voidaan ajatella sisältyvän myös osakkeen hintaan.[44] Pienten osake-

---

[41] AML 6:7,1 ja *HE 318/1992* s. 38 s. Tähän liittyy alkuperäisen lain hallituksen esityksessä mainittu keskeinen tavoite, jonka mukaan lunastushintaa määrättäessä tuli korjata "mahdolliset julkisten markkinoiden hinnanmuodostuksen epätäydellisyydestä johtuvat puutteellisuudet". Hinnan korjauksen katsottiin olevan tärkeää "julkisiin osakemarkkinoihin tunnetun luottamuksen ja sijoittajien yhdenvertaisuuden kannalta". *HE 157/1988* s. 54.

[42] *HE 318/1992* s. 38 ja s. 77.

[43] *Ohje 204.1* s. 31.

[44] Huonossa markkinatilanteessa suuren osake-erän myyjä voi pitää parempana myydä osakkeensa tarjouksen mukaiseen hintaan, vaikka se maksuajan johdosta muodostuisi heikommaksi. Tähän voi olla syynä se, ettei osakkeista myyjän mielestä ole saatavissa tätä parempaa hintaa. Lisäksi koko lunastustarjouksen toteutumisen edellytyksenä on saattanut olla se, että lunastusvelvollinen on ennen lunastusrajan ylittävien osakkeiden hankkimista sopinut jonkin suuren vähemmistöosakkaan kanssa siitä, ettei tämä tule vaatimaan välitöntä käteissuoritusta.

erien myyjiä tulee toki suojata epänormaaleilta sopimusehdoilta, mutta sitä vartenhan arvopaperimarkkinalaissa on hyvän tavan noudattamista edellyttävä yleissäännös.

2.3.3. Erityisten olosuhteiden vaikutus lunastusvastikkeeseen

Erityisiä olosuhteita, jotka on otettava huomioon lunastushintaa määritettäessä, on 6 luvun 7 §:n perusteluissa kuvattu kolmella esimerkillä, jotka liittyvät lähinnä arvopaperimarkkinamarkkinoiden häiriötilanteisiin. Niiden yhteydessä tulisi lunastushintaa määritettäessä selvittää ja tarpeen vaatiessa ottaa huomioon muiden arvopaperin hinnan määrityksessä käytettyjen menetelmien avulla osoitettu arvopaperin arvo. Erityisillä olosuhteilla ei ole tarkoitettu erilajisista osakkeista tarjottavaa erisuuruista vastiketta, vaan olosuhteiden merkitys tulee lähinnä otettavaksi huomioon kunkin osakelajin sisällä. Esimerkit ovat lähinnä hyvää tarkoittavia toivomuksia, jotka lienee tarkoitettu ohjaamaan lunastusvelvollisen käyttäytymistä tämän pohtiessa lunastusvastikkeen suuruutta ja pyrkiessä määrittämään sen mahdollisimman oikeudenmukaisella tavalla. Lunastusvelvollisen kannalta säännös on ongelmallinen, koska se saa aikaan epävarmuutta. Jos lunastustarjous myöhemmin todetaan tällä perusteella liian alhaiseksi, saattaa lunastusvelvollinen joutua suorittamaan tarjoushinnan ja myöhemmin vahvistetun oikean lunastushinnan erotuksen, mikä usean vuoden ajalta mahdollisesti tulevine viivästyskorkoineen merkitsee maksukykyiselle lunastusvelvolliselle huomattavaa taloudellista riskiä.

Ensimmäisenä esimerkkinä erityisistä olosuhteista perusteluissa mainitaan tapaus, jossa yhtiö on vastikään tarjonnut osakkeitaan yleisölle, minkä jälkeen osakkeen hinta on markkinoilla huomattavasti laskenut. Tällöin todetaan poikkeamisen markkinoilla vallitsevasta hintatasosta tai lunastusvelvollisen markkinoiden ulkopuolella maksamasta hinnasta voivan olla perusteltua, jotta yleisöannissa osakkeita merkinneet eivät kärsisi kohtuuttomia tappioita.[45] Jos lunastusvelvollinen vapaaehtoisesti suostuu maksamaan tällaisen korkeamman hinnan, ei synny mitään ongelmia, saahan ostaja periaatteessa maksaa osakkeista miten korkean hinnan tahansa. Yleensä kuitenkin lienee niin, että ostaja, tässä tapauksessa lunastusvelvollinen, pyrkii hankkimaan osakkeet mahdollisimman halvalla eikä siten ainakaan omaaloitteisesti suostu tarjoamaan vallitsevaa hintatasoa, eikä ainakaan osakkeista muutoin kenties maksamaansa, korkeampaa hintaa. Voiko rahoitustarkastus tällöin lain perusteluihin ja osakkeen aikaisempaan merkintähintaan vedoten kieltäytyä hyväksymästä tarjousasiakirjaa ja siten pyrkiä pakottamaan lunastusvelvollisen korottamaan tarjoushintaa? Mitä tarkoitetaan perustelujen sanonnalla "vastikään", onko se kuukausi, vuosi vai kenties tätäkin pitempi aika? Tuleeko ottaa huomioon

[45] *HE 318/1992* s. 39.

kohdeyhtiön tai sen valmistamien tuotteiden markkinoiden kehitys tai niihin liittyvät odotukset tuona aikana, ja jos tulee, kuka arvioinnin suorittaa? Kurssitason lasku on periaatteessa markkinoiden arvio yhtiöön liittyvistä odotuksista, vaikka kurssitason lasku voi toki johtua markkinoiden yleisestäkin laskevasta suuntauksesta, mutta näiden tekijöiden erottaminen toisistaan tuskin on mahdollista. On epäselvää, miten suuri merkintähinnan ja kurssitason eron täytyy olla tai miten suuri se voi olla, jotta se tulisi ottaa huomioon erityisenä olosuhteena. Jos merkintähinta on ollut esimerkiksi 100 markkaa ja kurssitaso on jo muutaman kuukauden ajan ollut vakiintuneesti noin 90 markkaa, kyseessä ei voine olla kohtuuton tappio eikä myöskään erityinen olosuhde. Jos taas kurssi on 100 markan merkintähinnasta laskenut 10 markkaan osakkeelta, olisi lunastusvelvollisen kannalta kohtuutonta, jos tämä joutuisi lunastamaan kolmanneksen yhtiön osakkeista lähellä 100 markkaa olevaan hintaan. Näin suuren taloudellisen päätösvallan antaminen valvontaviranomaiselle lunastusasiakirjojen hyväksyjänä ei voi olla perusteltua eikä lain tarkoituksen mukaista, vaan lunastushintaan tyytymättömän arvopaperin omistajan tulisi nostaa kanne lunastusvelvollista vastaan, jolloin tuomioistuin, tai jos niin sovittaisiin, välimiesoikeus, riittävän näytön esittämisen ja kaikkien asiaan vaikuttavien seikkojen harkinnan jälkeen voisi ratkaista asian. Arvopaperimarkkinalain tarkoittamassa lunastustilanteessa osakkeenomistajan ei ole pakko myydä osakkeitaan toisin kuin osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n tapauksessa, joka tulee sovellettavaksi vasta 90 prosentin äänivallan ja osakemäärän saavuttamisen jälkeen. Markkinahinnan poiketessa huomattavasti aikaisemmasta merkintähinnasta riittävän suojan osakkeenomistajille antaneekin mahdollisuus olla myymättä osakkeitaan tai mahdollisuus vaatia tuomioistuimessa lunastuksen toimeenpanoa korkeampaan hintaan.

Toisessa erityisistä olosuhteista mainitussa esimerkissä todetaan erityisten olosuhteiden voivan olla käsillä silloin, kun "yhtiön osakekohtainen substanssiarvo tai tuotto-odotus on sen markkina-arvoa suurempi".[46] Kuten edellinenkin esimerkki, on tämäkin pääasiassa hyvää tarkoittava toivomus, joka toivottavasti ohjaa tulevien lunastusvelvollisten käyttäytymistä heidän pohtiessaan lunastusvastikkeen suuruutta ja pyrkiessään määrittelemään sen mahdollisimman oikeudenmukaisella tavalla. Lisäksi esimerkillä saattaa olla vaikutusta lunastuskäytännön ja tuomioistuinten ratkaisukäytännön ohjaajana, koska käyvän hinnan määrittämisperiaatteiden merki-

[46] *HE 318/1992* s. 39. Näin kysymykseen tulee perustelujen mukaan vain markkina-arvon korjaaminen ylöspäin. Toisaalta rahoitustarkastuksen ohjeissa todetaan, että joissakin tilanteissa voi olla perusteltua pitää käypänä hintana kurssitasoa alempaa hintaa. Tuollaisen tilanteen mainitaan voivan olla kyseessä esim. diffuusion yhteydessä, jos jakautumista edeltänyt markkina-arvo on ollut moninkertainen sen jälkeiseen omaisuuteen verrattuna. *Ohje 204.1* s. 31. Tämä erityistapausta kuvaava esimerkki ei kuitenkaan ole ristiriidassa hallituksen esityksen kanssa, koska yhtiöittämisen jälkeisessä tilanteessa pitääkin tarkastella vertailukelpoisen yrityskokonaisuuden arvoa. Yhtiöittämisestä lähemmin ks. *Immosen* teos Liiketoiminnan yhtiöittäminen.

tystä ei ehkä muuten otettaisi riittävässä määrin huomioon säännöksessä mainittuina erityisinä olosuhteina. Toisaalta lunastusta harkitseva henkilö joutuu luonnollisesti ottamaan substanssi- ja tuottoarvosta johtuvat erityiset olosuhteet huomioon pohtiessaan lunastushinnan suuruutta, koska häneen saatetaan kohdistaa niihin nähden liian alhaiseen lunastushintaan vedoten myöhemmin korvausvaatimuksia. Jos taas lunastusvelvollinen ei halua tarjousvaiheessa suorittaa markkinahintoihin perustuvaa käypää hintaa suurempaa vastiketta, joutuu valvontaviranomainen vaikean ongelman eteen, koska yhtiön osakekohtaisen substanssiarvon tai tuotto-odotuksen määrittely on käytännössä hyvin vaikeaa ja tulkinnanvaraista.[47] Useimmissa kuviteltavissa olevissa tapauksissa rahoitustarkastus ei voine pätevästi selvittää jonkin, kenties hyvin suuren, yhtiön substanssi- ja tuottoarvoa niin yksiselitteisesti, että se tällä perusteella voisi vaatia lunastusvelvollista korottamaan tarjoushintaa. Näin esimerkin mukaisen säännön soveltaminen velvoittavana periaatteena on aivan yhtä vaikeaa kuin ensin mainitussa esimerkissä mainitun säännön. Mitä suuremmasta yhtiöstä on kysymys, sitä selkeämmin vapaasti toimivilla markkinoilla muodostuva hinta heijastaa kaikkea saatavilla olevaa informaatiota ja siten osoittaa yrityksen käyvän arvon. Mielestäni markkinahinta muodostaa lähtökohdan, jota voidaan korjata, jos pystytään osoittamaan markkinahinnan olevan jonkin tietyn tekijän vuoksi vääristynyt ja jos muilla yrityksen arvonmääritysmenetelmillä[48] voidaan osoittaa todellisen käyvän hinnan poikkeavan selvästi markkinahinnasta.

Kolmannen erityisistä olosuhteista mainitun esimerkin tarkoitus jää epäselväksi, kun siinä ainoastaan todetaan erityisten olosuhteiden voivan olla käsillä "silloin, kun arvopaperin hintaheilahtelut ovat olleet poikkeuksellisen voimakkaita".[49] Itse

---

[47] Näiden arvojen määritykseen liittyvät vaikeudet käyvät hyvin ilmi eräästä osakeyhtiön sulautumiseen liittyvää osakkeiden lunastushintaa koskeneesta välimiesoikeuden päätöksestä, *Eila Ylänen* ym. vs. *Nakkilan Konepaja Oy*, 6.9.1990, välimiehenä prof. *Pauli Koski*; julkaistu teoksessa *Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita* s. 231–246. Eri osapuolten välimiesoikeudelle esittämät laskentatoimen asiantuntijoiden (prof. *Eero Artto* ja prof. *Reino Majala*) laatimat substanssi- ja tuottoarvolaskelmat päätyvät hyvin erilaisiin lopputuloksiin. Tuottoarvon osalta toinen asiantuntija päätyy 93 milj. markkaan ja toinen 9 milj. markkaan. Tuottoarvon osalta ero on ehkä jossain määrin ymmärrettävissä, koska yrityksen tulevan kehityksen ennakointi on aina vaikeaa, mutta substanssiarvon osalta ero on lähes yhtä suuri, toinen päätyy 101 milj. markkaan ja toinen 20 milj. markkaan. Välimies päätyi itse suorittamiensa laskelmien pohjalta, ja antamalla substanssiarvolle kolminkertaisen painoarvon tuottoarvoon nähden, 34 milj. markan yritysarvoon, jota käytettiin lunastusvastikkeen määrittelyn perusteena.

Huomionarvoista on juuri se, että jo tällaisen keskisuuren yrityksen arvon määrityksessä esiintyy näin suuria mielipide-eroja. Jos kysymyksessä on jokin suuri, kenties ns. monikansallinen, yritys, on näiden arvojen määrittely vielä monin verroin vaikeampaa ja hintaa määrittävät eri tahot voivat päätyä keskenään hyvin erilaisiin lopputuloksiin.

[48] Lunastushinnan määrityksestä ks. jäljempänä s. 291 ss. sekä esim. *Bergman – Hellner*, passim ja *af Schultén*, passim.

[49] *HE 318/1992* s. 39.

tilanne on helposti kuviteltavissa, mutta miten siinä tapauksessa tulisi määrittää lunastushinta? Kaupankäyntimäärillä painotettu hintojen keskiarvo kuvastaa juuri markkinoiden käsitystä osakkeen arvosta ja ottaa huomioon rajutkin hintavaihtelut, mutta tilanteen nimenomainen maininta erityisenä olosuhteena näyttää viittaavan johonkin muuhun. Substanssi- ja tuottoarvoihin perustuvan käyvän hinnan määräämisen voidaan ajatella tulevan kysymykseen tällaisessa tilanteessa. Jos arvopaperin hintaheilahtelut ovat lunastusvelvollisuuden syntyä edeltävän vuoden aikana olleet suuret ja kyseisen arvopaperin vaihtomäärät toisaalta pienet voi olla perusteltua kiinnittää markkina-arvon ohella huomiota muihin seikkoihin eli pyrkiä korjaamaan julkisten markkinoiden hinnanmuodostuksen epätäydellisyydestä johtuvat puutteellisuudet, mitä hallituksen esityksessä on korostettu.[50] Näin on erityisesti silloin, jos kaupankäyntimäärillä painotettu arvopaperin keskihinta näyttää olevan selkeästi yhtiön substanssi- ja tuottoarvon mukaan laskettavaa hintaa alhaisempi.

Lisäksi erityiset olosuhteet voisivat olla kysymyksessä ehkä silloin, kun tuleva lunastusvelvollinen rajaamalla omistusosuutensa juuri hivenen lunastusvelvollisuuden muodostavan rajan alapuolelle estää lunastusvelvollisuuden syntymisen ilmeisenä tarkoituksenaan odottaa lunastusvastikkeen vertailuhintana käytettävän pörssikurssin laskemista. Tällaiseen tilanteeseen valvontaviranomaisen tulisi kiinnittää huomiota ennen tarjousasiakirjan hyväksymistä, koska muutoin vähemmistöosakkeenomistajien ainoaksi oikeussuojakeinoksi jää normaali oikeudenkäynti, joka ei sen aiheuttamien suurten kustannusten vuoksi ole ainakaan pienosakkaan kannalta toimiva ratkaisu.

2.3.4. Erilajisten osakkeiden lunastusvastike

Jos yhtiössä on erilajisia julkisen noteerauksen kohteena olevia osakkeita, niiden pörssikurssit yleensä eroavat toinen toisistaan. Yleensä suuremman äänivallan tuottavien osakkeiden hinnat ovat korkeampia, mutta joskus kysyntä ja tarjonta voivat saada aikaan myös päinvastaisen tilanteen. Arvopaperimarkkinalain lunastussäännöksen lunastusvastiketta koskevan normin tavoitteena on ottaa huomioon nämä erilajisten osakkeiden hintojen erot, jotka kärjistyvät usein määräysvallan vaihdoksen yhteydessä, kun määräysvallan saavuttamisen kannalta ratkaisevista osakkeista maksetaan muita korkeampi hinta, niin sanottu määräysvaltapreemio. Lainsäätäjän lähtökohtana näyttävät arvopaperimarkkinalakia säädettäessä olleen ennen kaikkea arvopaperien, toisin sanoen eri osakelajien, markkinahinnat. Tämä ilmenee siinä, että lunastusvastike on säädetty laskettavaksi lunastusvelvollisuuden syntymistä edeltävän 12 kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä arvopaperista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotetun keskiarvon ja lunastusvelvollisen

[50] *HE 157/1988* s. 54.

samana aikana muutoin maksaman sanottua keskiarvoa korkeamman hinnan perusteella (AML 6:7,1). Säännöksen perusteluissa on lisäksi mainittu, että lunastusvastike on määrättävä erikseen kullekin osakelajille.[51] Lunastusvastike määrätään erikseen myös osakeantilipuille, optiotodistuksille ja vaihtovelkakirjoille.

Mahdollisuutta tarjota erilajisista osakkeista erisuuruinen lunastusvastike on lakia säädettäessä pidetty ilmeisesti niin itsestään selvänä, ettei sitä ole katsottu tarpeelliseksi erikseen mainita laissa. Välillisesti asia tosin ilmenee siitä, että arvopaperimarkkinalain 6 luvun 7 §:ssä puhutaan arvopaperista maksetusta hinnasta. Jos yhtiössä on vain yksi osakelaji näkyy määräysvallan vaihdos yleensä osakkeen kurssikehityksessä, koska äänivallan enemmistön saavuttamisen kannalta ratkaisevista osakkeista maksetaan korkeampi hinta. Osa tästä korkeammasta hinnasta on pyritty takaamaan myös lunastustilanteessa osakkeensa luovuttaville. Jos taas yhtiössä on useita osakelajeja, maksetaan yleensä suuremman äänivallan tuottavista osakkeista korkeampi hinta. Tällaisessa tilanteessa myös vähempiäänivaltaisten osakkeiden kurssit saattavat jossain määrin kohota, mutta yleensä niiden arvo määräytyy lähinnä osakkeen odotettavissa olevan osinkotuoton ja jako-osuuden arvon perusteella.

Erilajisten osakkeiden osalta lähtökohtana lunastusvastikkeen osalta on, kuten julkisen ostotarjouksenkin yhteydessä, sen määrääminen erikseen kullekin osakelajille.[52] Jos osakkeeseen liittyvät oikeudet ovat yhtenevät tulee tarjota sama lunastusvastike, mutta jos osakkeiden taloudelliset oikeudet tai hallinnoimisoikeudet eroavat toisistaan, on erilaisen lunastusvastikkeen tarjoaminen perusteltua. Erityisesti huomattava äänioikeusero voi oikeuttaa suurempaan lunastusvastikkeeseen. Lain perustelujen mukaan lunastusvastikkeiden tulee kuitenkin olla "järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisiinsa".[53] Tätä eri osakelajien hintojen järkevää ja oikeudenmukaista suhdetta voidaan tarkastella esimerkiksi pörssikurssien yleistä käyttäytymistä selvittävien taloustieteellisten tutkimusten perusteella.[54]

---

[51] *HE 318/1992* s. 38, ks. myös *Astola* s. 173

[52] *HE 318/1992* s. 38. Sama selkeä lähtökohta erilajisten arvopaperien erisuuruiselle lunastusvastikkeelle ilmenee myös rahoitustarkastuksen laatimista arvopaperimarkkinalain soveltamisohjeista, *Ohje 204.1* s. 31.

[53] *HE 318/1992* s. 38.

[54] Erilajisista osakkeista tarjottavien hintojen eroja Ruotsin arvopaperimarkkinoilla ovat tutkineet *Bergström* ja *Rydqvist*. Heidän tutkimuksensa mukaan käytännössä on yleisempää maksaa moniääniosakkeista korkeampi hinta kuin vähemmän äänivaltaa tuottavasta osakelajista. Ruotsissa 1980-luvulla tehdyissä julkisissa ostotarjouksissa noin puolessa tapauksista tarjottiin erilainen hinta äänivaltaisista osakkeista verrattuna saman yhtiön vähempiäänisiin osakkeisiin. Äänivaltaisista osakkeista tarjotut hinnat olivat 1,6–260 prosenttia korkeampia kuin vähempiäänisistä osakkeista tarjotut hinnat. Tutkimuksen mukaan myös sellaisten yhtiöiden, jonka määräysvallan tuottavien osakkeiden omistus on keskittynyt, arvo julkisissa tarjouksissa muodostui suuremmaksi kuin laaja-

Ostajan kannalta erilajisista osakkeista maksettavat hinnat voivat muodostua ongelmalliseksi esimerkiksi silloin, kun kaupan kohteena on kokonaisuudessaan yritys, jonka määräysvallan tuottavat moniääniosakkeet ovat yhden omistajatahon hallussa. Viimeksimainitun edun mukaista on myydä omat osakkeensa mahdollisimman korkeaan hintaan, mikä vähempiäänisten osakkeiden omistajien kannalta merkitsee sitä, että näiden osakkeistaan saama hinta muodostuu sitä alhaisemmaksi mitä korkeampi hinta moniääniosakkeista maksetaan – ostajan kannaltahan ratkaisevaa on koko yrityksestä maksettava hinta ja se pyrkii saamaan yrityksen mahdollisimman edullisesti omistukseensa. Se, mitä tuollaisessa tilanteessa tarkoitetaan järkevällä ja oikeudenmukaisella suhteella, on viime kädessä tuomioistuimen ratkaistava asia, mutta kaupan osapuolten, erityisesti ostajan, on hyvä ottaa kysymys huomioon jo kauppaa suunniteltaessa, koska väärästä tulkinnasta voi myöhemmin aiheutua huomattava korvausvelvollisuus. Lisäksi voidaan ajatella myös enemmistöosakkaan jonkinasteisen lojaliteettivelvollisuuden rajoittavan eri osakelajeista tarjottavien hintojen eroa, koska määräysvaltaa yhtiössä käyttävältä osakkaalta, joka yrityskaupasta luonnollisesti neuvottelee, täytynee voida edellyttää myös yhtiössä kenties osake-enemmistön omistavien vähemmistöosakkeenomistajien kohtuullisten etujen ja odotusten huomioon ottamista – onhan tämä vähemmistö pääomasijoituksellaan mahdollistanut yhtiön kasvun ja siten ehkä ratkaisevasti edesauttanut myös määräysvaltaa käyttävän osakkaan osakkeiden arvonnousua.

Suomalaisten säännösten tavoin useimmat vastaavat ulkomaiset normit sallivat erilajisten osakkeiden erilaisen kohtelun, toisin sanoen erisuuruisen tarjoushinnan käyttämisen. Yleensä edellytetään, että toisen lajisesta osakkeesta tarjottava hinta on oikeudenmukainen ja kohtuullinen (rättvis och rimlig / fair and reasonable) toisen lajisesta osakkeesta tarjottavaan hintaan nähden. Arvioinnissa kiinnitetään keskeinen huomio markkinahintaan ja jos sitä ei ole, taikka jos sitä ei jostakin syystä voida pitää luotettavana, osakkeen tuottamiin oikeuksiin. Ruotsissa voimassaoleviin itsesääntelynormeihin sisältyy säännös, jonka mukaan erilajisten osakkeiden haltijoille voidaan tarjota erisuuruinen vastike. Lisäksi on määrätty, että julkisessa ostotarjouksessa tarjottavan markkinahintaa korkeamman hinnan tulee

---

omistuspohjaisten yhtiöiden ja lisäksi tuollaisten yhtiöiden osakkeista tarjottu hinta oli keskimääräistä korkeampi ennen tarjousta vallinneeseen hintatasoon nähden. *Bergström – Rydqvist*, Journal of Banking and Finance 1992 s. 112. Ks. myös *Bergström – Högfelt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 164 s. Ruotsissa ei ole lunastusvelvollisuutta koskevia säännöksiä, mutta julkista ostotarjousta sääntelevä itsesääntelynormisto (NBK:OE) pyrkii turvaamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun.

Suomen osakemarkkinoiden osalta eri osakesarjojen hintojen käyttäytymistä markkinoilla ovat tutkineet väitöskirjoissaan mm. *Pekka Hietala*, Essays on Financial Economics, 1986 ja *Timo Löyttyniemi*, Essays on Corporate Capital Structure Decisions, 1991.

olla yhtä suuri eri osakelajien markkinahintoihin nähden.[55, 56] Tanskalaisten Kööpenhaminan arvopaperipörssin eettisiin sääntöihin sisältyvien lunastusvelvollisuussäännösten[57] mukaan toisen lajisesta osakkeesta tarjottava hinta ei ilman arvopaperipörssin erityislupaa saa olla 100 prosenttia korkeampi kuin toiseen osakelajiin kuuluvasta osakkeesta tarjottava hinta. Erityistilanteissa arvopaperipörssi voi harkintansa mukaan sallia tätäkin suuremmat hintaerot. Lisäksi on määrätty, että lunastusvastikkeen tulee olla sama hinta, joka on maksettu määräysvallan saamisen kannalta ratkaisevista osakkeista. Norjalaisten lunastusvelvollisuusnormien mukaan lunastushinta on osakkeiden markkinahinta tai ostajan muutoin maksama tätä korkeampi hinta ja näin myös moniääniosakkeista voidaan maksaa korkeampi hinta kuin muista osakkeista.[58] Englannissa erilajiset osakkeet ovat harvinaisia, mutta

---

[55] NBK:OE kohta II.6. Ks. esim. *Börsregler* s. 291. Säännöksen perusteluissa on käytetty Suomen AML:n lunastusvastikenormin perustelujen kaltaista sanontaa "Varje innehavarekategori bör självfallet ges en rättvis och rimlig behandling". Perusteluissa korostetaan myös tapauskohtaisten olosuhteiden erilaisuutta, minkä vuoksi tiukkoja sääntöjä ei ole mahdollista luoda. Kaupalliset ja markkinatilanteesta johtuvat syyt voivat joskus edellyttää poikkeuksia. Esimerkkinä tuollaisesta poikkeuksesta mainitaan juuri moniääniosakkeet, joiden ostaminen voi joskus edellyttää suurempaa preemiota "Exempelvis kan i vissa fall röststarka aktier kräva ett större påslag än övriga aktier". Lisäksi on todettu, etteivät tarjottujen hintojen erot saa koskaan olla kohtuuttomia ja hintaerot tulee perustella: "Skillnader i behandlingen av olika aktieägarkategorier får dock aldrig vara oskäliga och skall motiveras i prospektet".

Myös säännöstön perusteella ratkaisusuosituksia antavan elimen ratkaisukäytännössä esiintyy joitakin tapauksia, joissa on ollut kysymys erilajisista osakkeista tarjottavan erisuuruisen vastikkeen käyttämisestä, mikä on aina hyväksytty. Ks. Aktiemarknadsnämndens uttalande 1988:4, 1989:7 ja 1991:3.

[56] Eräässä ruotsalaisessa tapauksessa, Aktiemarknadsnämndens uttalande 1991:3, oli kysymys julkisesta ostotarjouksesta, jossa tarjottiin kohdeyhtiön (Investment AB Bahco) Tukholman arvopaperipörssissä noteeratuista B-osakkeista 250 kr ja suuremman äänimäärän tuottavista A-osakkeista 275 kr (myöhemmin tarjoushintoja korotettiin vielä 275 kruunuun B-osakkeista ja 300 kruunuun A-osakkeista. Ruotsin osakesäästäjien yhdistys valitti tarjouksesta, koska se katsoi eri osakelajien tarjoushintojen olevan arvopaperimarkkinoilla noudatettavaksi edellytetyn hyvän tavan vastaisia. Yhdistys kiinnitti erityistä huomiota siihen, että tarjouksentekijä ja sitä lähellä olevat tahot omistivat jo ennen tarjousta enemmistön A-osakkeista, minkä vuoksi ei olisi ollut taloudellisia perusteita maksaa A-osakkeista korkeampaa hintaa. Aktiemarknadsnämnden korosti päätöksessään, että erilajisista osakkeista voidaan tarjota erisuuruinen hinta ja hinnan määrittelyssä on kiinnitettävä huomiota osakkeiden tuottamien oikeuksien eroihin. Sillä seikalla, kuka omisti A-sarjan osakkeet ei ollut merkitystä eikä menettelyä näin ollen pidetty hyvän tavan vastaisena. Ks. *Börsregler* s. 291.

[57] Børsetiske regler 1.1.1992 § 7, jotka on julkaistu esim. teoksessa *Børshandel* s. 225-233. Säännöt edellyttävät lunastustarjouksen tekemistä, jos joku henkilö saa tosiasiallisen määräysvallan pörssinoteeratussa osakeyhtiössä. Ks. lähemmin esim. *Christensen* s. 214 ss. tai *Schaumburg-Müller – Hansen* s. 167

[58] Verdipapirhandelloven § 5A. Ks. lähemmin esim. *Christiansen – Bjørland* s. 108 tai *Smith* s. 136. *Smith* huomauttaa, että norjalainen säännös muistuttaa City Code'issa olevaa määräystä, jonka mukaan toisesta osakelajista tarjottavan hinnan tulee olla vertailukelpoinen ja perusteltavissa osakelajien erilaisilla oikeuksilla.

julkisia osto- ja lunastustarjouksia sääntelevä normisto, City Code on kuitenkin ottanut tilanteen huomioon.[59] Se edellyttää erilajisten osakkeiden vastaavaa (comparable) kohtelua, toisin sanoen niiden oikeudenmukaista ja kohtuullista kohtelua lunastustarjouksessa. Vastaavuudella tarkoitetaan tarjoushintojen vastaavuutta osakkeiden tuottamiin oikeuksiin, ennen muuta äänioikeuteen, nähden.[60] Eurooppalaisten arvopaperipörssien yhdistys on yritysvaltauksiin liittyvien kysymysten sääntelyyn liittyvässä suosituksessaan edellyttänyt jäsenenään olevien arvopaperipörssien pitävän huolta julkisten ostotarjousten osalta muun muassa siitä, että samanlaiset oikeudet tuottavien osakkeiden omistajia kohdellaan yhdenvertaisesti.[61]

Jos jollakin osakelajilla ei käydä julkista kauppaa, on siihen liittyviä oikeuksia verrattava julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden vastaaviin oikeuksiin.[62] Osakkeeseen liittyvien oikeuksien ollessa yhtenevät niistä tulee tarjota sama lunastusvastike, mutta jos osakkeiden taloudelliset oikeudet tai hallinnoimisoikeudet eroavat toisistaan, on erilaisen lunastusvastikkeen tarjoaminen sallittua edellyttäen, että vastikkeet ovat järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisiinsa.[63]

Eräässä lunastustarjousta koskeneessa ratkaisussa (ns. Viking/Askim -tapaus) vähä-äänisten osakkeiden omistajat vaativat yhdenvertaisuusperiaatteeseen vedoten omista B-osakkeistaan samaa lunastushintaa mikä oli aiemmin maksettu äänivaltaisista A-osakkeista. Määräysvallan tuottavat A-osakkeet oli myyty 1.000 kruunuun kappalehintaan. Asiassa annetun päätöksen mukaan vähempiäänisistä B-osakkeista oli kuitenkin mahdollista tarjota 210 kruunua kappaleelta, mikä oli hieman niiden markkinahintaa korkeampi hinta. Riidan ratkaisi Handelsdepartementet 27.2.1987, joka lunastushinnan osalta korosti äänivallan tekevän toisesta osakelajista sijoittajan kannalta houkuttelevamman "Ulik stemmerett for de to aksjeklassene kan gjøre den ene mer attraktiv for investor". Ks. lähemmin *Andenæs – Bjørland* s. 80. Tapausta kommentoi myös *Smith* s. 116.

59 *City Code*, Rule 14.

60 Vastaavuuden on todettu lisäksi merkitsevän oikeudenmukaista ja kohtuullista (fair and reasonable) kohtelua. Hintojen tulee perustua eri osakelajien markkinahintoihin ja mahdollisesti tarjottavan preemion tulee olla yhtä suuri eri osakelajeilla. Näin *Weinberg and Blank* s. 3165.

61 Federation of Stock Exchanges in the European Community. "The stock exchange must ensure that in the event of a takeover bid or a merger, shareholders having rights ranking pari passu must be treated equally". Ks. lähemmin esim. *Werlauff*, EC Company Law s. 296

62 *HE 318/1992* s. 39 ja *Ohje 204.1* s. 31.

63 *HE 318/1992* s. 38. Suomen osakemarkkinoilla saman yhtiön eri osakelajien markkinahinnat ovat joinakin ajanjaksoina olleet hyvinkin paljon toisistaan poikkeavia, joskus jopa moninkertaisia toisen osakelajin hintaan nähden. Yleensä suuremman äänivallan sisältävät osakkeet, samoin kuin aiemmin ns. vapaat osakkeet, ovat olleet kalliimpia. Aivan viime vuosina tilanne on jossain määrin muuttunut, eikä enää ainakaan niin monen yhtiön äänivaltaisista osakkeista ole maksettu saman yhtiön vähempiäänisiin osakkeisiin nähden yhtä korkeaa hintaa kuin aikaisemmin. Tähän ovat vaikuttaneet monet syyt, joista ehkä kaksi keskeisintä ovat seuraavat: ensinnäkin markkinoille on tullut aiempiin vuosiin verrattuna enemmän ulkomaalaisia sijoittajia, jotka ovat kiinnostuneita yhtiön pitkän aikavälin myönteisestä kehityksestä, eivätkä vallasta; toiseksi vireillä oleva osakeyhtiölain uudistus lienee vaikuttanut vähempiäänisten osakelajien kallistumiseen, koska uudistuksen myötä käyttöönotettava osakelajikohtainen äänestysmenettely lisää ratkaisevasti myös vähäisen äänivallan tuottavien osakelajien merkitystä.

3. ARVOPAPERIMARKKINAT JA JULKINEN OSTOTARJOUS

3.1. Arvopaperimarkkinat

3.1.1. Rahoitusmarkkinoiden osana

Yleisesti markkinoita, olivatpa niillä kaupankäynnin kohteena sitten arvopaperit, raaka-aineet tai mitkä tahansa hyödykkeet, palvelut tai muut kohde-etuudet, on kutsuttu paikaksi, jossa toinen toisilleen vieraat henkilöt voivat olla taloudellisessa vuorovaikutuksessa keskenään ja samalla tavoitella henkilökohtaista etua.[1] Rahoitusmarkkinoiden perustehtävänä voidaan pitää "rahoitusresurssien kanavointi rahoitusylijäämäisiltä taloudenpitäjiltä rahoitusalijäämäisille taloudenpitäjille".[2, 3] Rahoitusmarkkinoiden kehittyminen on johtanut markkinakelpoisten arvopapereiden, kuten osakkeiden, obligaatioiden, joukkovelkakirjojen ja optioiden merkityksen kasvuun. Näille rahoitusvälineille on syntynyt lähes jatkuvan kaupankäynnin mahdollistavat markkinat, raha- ja arvopaperimarkkinat, joiden ansiosta riskiä karttamaan pyrkivä sijoittaja voi halutessaan myydä niitä sellaiselle sijoittajalle, joka on valmis korvausta vastaan kantamaan riskiä tai päinvastoin ja kysyntä ja tarjonta määräävät hinnat.[4] Markkinoilla arvopaperien hinnat vaihtelevat eri osapuolten ennakoimien tulevien hintamuutosten ja odotettavissa olevien tuottojen sekä niihin vaikuttavien tekijöiden ja näiden mahdollisen epävarmuuden[5] vaikutuksesta. Koko-

---

[1] *Easterbrook* ja *Fischel* määrittelevät markkinat *Adam Smithin* jo 1700-luvulla esittämää perusajatusta noudattaen seuraavasti: "'Markets' are economic interactions among people dealing as strangers and seeking personal advantage. The extended conflict among selfish people produces prices that allocate resources to their most valuable uses." *Easterbrook – Fischel*, Corporate Contract s. 187 s.

[2] Näin *Honkapohja*, KOP Taloudellinen katsaus 4/1990 s. 5. Hän huomauttaa markkinoiden laajuuteen vaikuttavan monen tekijän, kuten em. ylijäämien suuruuden, riskien hajauttamispyrkimyksen, sijoittajien erilaisen suhtaumisen riskeihin ja tuottoihin sekä markkinoiden eri lohkojen välisten yhteyksien. Ks. myös esim. *Samuels – Wilkes – Brayshaw* s. 245 ss. Rahoitusmarkkinoista yleensä ks. esim. *Leppiniemi* s. 4:1–32.

[3] Tämä ominaispiirre todetaan hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalain muuttamiseksi *HE 318/1992* s. 4: "Arvopaperimarkkinat ohjaavat pääomavirtoja tarjoamalla mahdollisuuden niille yhteisöille tai henkilöille, joilla on *ylimääräistä* pääomaa, sijoittaa niiden yksityis- tai julkisoikeudellisten yhteisöjen liikkeeseen laskemiin arvopapereihin, jotka pääomaa tarvitsevat" (kurs. tässä).

[4] *Prop. 1990/91:142* s. 74. Ks. myös *Sharpe – Alexander* s. 67 ss.

[5] Riskin ja epävarmuuden vaikutuksista sijoituspäätöksiin ks. esim. *Levy – Sarnat* s. 187 ss.

naisuutena markkinoiden hintakehitys vaikuttaa varallisuusesineiden hinnanmuodostukseen ja siten voi merkittävästi vaikuttaa rahoitusresurssien ja varallisuuden jakaantumiseen kansantaloudessa.

Rahoitusmarkkinat voidaan ryhmitellä monella tavalla. Eräs yleisesti käytetty jaottelu on rahoitusmarkkinoiden jakaminen pääoma-, riskinjako- ja valuuttamarkkinoihin, joista pääomamarkkinat puolestaan jaetaan osake- ja luottomarkkinoihin sekä viimeksi mainitut edelleen raha- ja obligaatiomarkkinoihin. Rahoitusmarkkinoilla ja erityisesti pääomamarkkinoilla käytetään varsin laajasti arvopapereita vaihdannan välineinä. Tämän vuoksi pääomamarkkinoita voitaneen kutsua myös arvopaperimarkkinoiksi. Kaupankäynnin kohteena ovat markkinakelpoiset arvopaperit, joita ovat osakkeet, obligaatiot, velkakirjat ja tietyntyyppiset sijoitusrahastoosuudet sekä näiden erilaiset välimuodot, kuten vaihtovelkakirjat, optiolainat ja optiotodistukset, erilaiset voitto-osuusehtoiset lainat ynnä muut. Näille markkinoille tyypillinen piirre on, että periaatteessa kuka tahansa voi ostaa tai myydä siellä noteerauksen ja kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita tai muita arvopapereita, yleensä tosin ainoastaan arvopaperinvälittäjän oikeudet omaavan henkilön välityksellä.[6]

Eräs toinen tapa on jakaa arvopaperimarkkinat osakemarkkinoihin, korkomarkkinoihin ([joukko]velkakirja- ja obligaatiomarkkinat) ja johdannaismarkkinoihin (lähinnä optio- ja futuurimarkkinat).[7] Rahamarkkinoista arvopaperimarkkinat erotetaan pääasiassa sijoitusajan pituuden perusteella. Terminologia ja käsitteiden sisältö vaihtelee kirjallisuudessa jonkin verran, mutta käsitteistön täsmällinen määrittely ei ole tässä yhteydessä tarpeen, vaan yleiskielessä vakiintunut merkitys on arvopaperimarkkinaoikeudessa riittävä.[8]

3.1.2. Markkinoiden rakenne

Arvopaperimarkkinoille on tyypillistä, että jokainen yhtiö, joka täyttää noteerattavalta yhtiöltä ja mahdollisesti lisäksi arvopaperilta vaadittavat edellytykset, voi saada osakkeensa tai muun arvopaperinsa julkisen kaupankäynnin kohteeksi, ja yhtiö voi siten parantaa mahdollisuuksiaan hankkia oman tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.[9] Arvopaperimarkkinoiden voidaan sanoa olevan julkisia kahdessa mielessä. Ensinnäkin ne ovat julkisia, koska kuten edellä todettiin, kaikilla halukkailla on mahdollisuus toimia markkinoilla. Toisaalta markkinat ovat julkisia, koska ne vaikuttavat koko yhteiskunnan taloudelliseen kehitykseen. Yhteiskunnan

---

[6] Ks. esim. *Sharpe – Alexander* s. 32 s., *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1977 s. 422, *Christiansen*, Pengerett s. 131 ss. ja *Isaksson* s. 31.

[7] Ks. esim. *Prop. 1990/91:142* s. 75 ss. Johdannaismarkkinoista laajemmin ks. *SOU 1988:13 s. 56* ss.

[8] *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1977 s. 419 s. ja alaviitteessä 123 mainittu kirjallisuus.

[9] *SOU 1973:60* s. 42.

etujen mukaista on, että yritykset säilyvät kilpailukykyisinä ja menestyvät. Tämän eräs edellytys on yritysten kasvuaan varten tarvitseman pääoman saatavuus. Pääomaa on tarjolla periaatteessa sitä enemmän mitä paremmin arvopaperimarkkinat niillä varojaan sijoittavien henkilöiden mielestä toimivat, eli toisin sanoen mitä likvidimpiä ne ovat.

Arvopaperimarkkinat jaetaan ensi(sijais)markkinoihin, joilla tarkoitetaan arvopaperien myyntiä suoraan ne liikkeeseen laskevalta yhtiöltä sijoittajalle, ja jälki- eli toissijaismarkkinoihin, joilla tarkoitetaan varsinaista pörssikauppaa, toisin sanoen kaupankäyntiä markkinoilla jo olevilla arvopapereilla,[10] sekä johdannaismarkkinoihin, joilla tarkoitetaan jälkimarkkinoiden hintakehityksen mukaan toimivia suojautumis- ja riskinottomahdollisuuksia tarjoavia optio- ja futuurimarkkinoita.[11] Ensimarkkinoilla on kysymys arvopaperien liikkeeseen laskemisesta joko osakeyhtiön perustamisen, osakepääoman korottamisen tai lainan liikkeeseen laskemisen yhteydessä.[12] Jälkimarkkinat puolestaan käsittävät periaatteessa kaiken arvopaperien liikkeeseen laskun jälkeen tapahtuvan vaihdannan siitä riippumatta, tapahtuuko se pörssissä, arvopaperinvälittäjien pörssin ulkopuolella tekeminä kauppoina tai muutoin yksittäisten osakkeenomistajien kesken. Toisaalta kuitenkin jälkimarkkinoilla varsin usein ymmärretään järjestäytyneillä arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa vaihdantaa. Yhdysvalloissa markkinat on jaettu vielä yksityiskohtaisemmin ensimarkkinoihin, toissijaismarkkinoihin, joilla tarkoitetaan arvopaperipörssin välityksellä toimivia jälkimarkkinoita, kolmansiin- tai OTC-markkinoihin, joilla tarkoitetaan arvopaperipörssin ulkopuolisia jälkimarkkinoita, ja neljänsiin markkinoihin, joilla tarkoitetaan ilman arvopaperinvälittäjän myötävaikutusta kahden institutionaalisen sijoittajan välillä tapahtuvaa kauppaa.[13] Lisäksi voidaan erottaa johdannaismarkkinat, joilla sijoittajat voivat siirtää arvopaperisijoituksiin liittyviä riskejä toisilleen. Julkisen ostotarjouksen kannalta mielenkiinnon kohteena ovat tässä työssä pelkästään jälkimarkkinat.

Osakkeiden ensimarkkinoiden toimivuus edellyttää tehokkaita[14] jälkimarkkinoita, koska monet sijoittajat ostavat mieluiten sellaisia arvopapereita, jotka on

---

[10] Ks. ensi- ja jälkimarkkinoista sekä arvopaperimarkkinoiden yleisistä edellytyksistä *KM 1987:44* s. 30 ss. Ks. myös esim. *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1977 s. 425 "Primärmarkt – Sekundärmarkt".

[11] Johdannaismarkkinoista laajemmin *Optio- ja futuuritoimikunnan mietintö* ja *SOU 1988:13*.

[12] Ensimarkkinoita säätelevät lähinnä osakeyhtiöoikeus ja arvopaperimarkkinaoikeuden sijoittajaa suojaavat normit, jotka pyrkivät takaamaan mm. sijoitusmuistion ja muun informaation sisältöä koskevien säännösten avulla arvopaperien merkitsijöille tai merkintää harkitseville sijoituspäätöksen tueksi riittävät tiedot ko. yhtiöstä.

[13] *Sharpe – Alexander* s. 33–44. Samoin esim. *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1977 s. 425, joka huomauttaa joskus puhuttavan jopa 3 1/2 ja 3 3/4 -markkinoista. Ks. lisäksi *Markkinapaikkatyöryhmän muistio* s. 30.

[14] Markkinoiden tehokkuudesta lähemmin esim. *Leppiniemi*, Informaatiomekanismi s. 51 ss.

mahdollista myydä milloin tahansa. Arvopaperimarkkinoita on sanottu dynaamiseksi itseään seuraavaksi järjestelmäksi, jossa tulevaisuutta koskevat odotukset vaikuttavat järjestelmän tämänhetkiseen tilaan ja toteutuvaan kehitykseen (arvausleli spekulaatiopeli).[15] Markkinoilla toimii hyvin monenlaisia henkilöitä, joilla on erilaisia sijoituksen hyvään tuottoon liittyviä tavoitteita ja odotuksia; toiset arvostavat osakkeen kurssin kohoamisen ja jaettavan osingon muodossa tulevaa tuottoa[16] ja toiset taas yhtiön varallisuuden myönteistä kehitystä pitkällä aikavälillä riippumatta osakkeen kurssikehityksestä.[17]

3.1.3. Arvopaperimarkkinoiden tehtävät

Arvopaperimarkkinoilla, toisin sanoen lähinnä arvopaperipörssillä, on perinteisissä määritelmissä katsottu olevan seuraavia tehtäviä ja ominaispiirteitä:[18]

a) Säännöllisesti toimivien markkinoiden luominen. Markkinat tarjoavat kaksi pääasiallista etua: 1) ne tekevät sijoituksista helposti rahaksi muutettavia[19] ja 2) niistä on hyötyä käytettäessä arvopapereita luoton vakuutena.[20] Sijoittaja voi nopeasti siirtää varojaan arvopapereihin ja välttää näin korkotappiosta johtuva tulon-

---

[15] *Honkapohja*, KOP Taloudellinen katsaus 4/1990 s. 6.

[16] Ks. esim. *Copeland – Weston* s. 20 ss., jossa määritellään osakkeenomistajan varallisuus yhtiön tulevaisuudessa jakaman osingon nykyhetkeen diskontatuksi arvoksi.

[17] Kysymys on tällöin joissakin tapauksissa pohjimmiltaan yhtiön edun ja osakkeenomistajan edun välisistä eroista. Erään tutkimuksen mukaan yritysvaltaukset ja institutionaalisten omistajien, erityisesti sijoitusrahastojen merkityksen kasvu, ovat kärjistäneet yhtiön ja osakkeenomistajan etujen välistä ristiriitaa, ks. *Ferrara – Zirlin*, Securities Regulation Law Journal 1992 s. 341 ss., erit. s. 359 ss.

Instituutioiden, eläkelaitosten, säätiöiden, sijoitusrahastojen, yhtiöiden ym. merkitys osakkeenomistajana on viime vuosina yleismaailmallisesti lisääntynyt verrattuna sellaisiin yksityishenkilöihin, jotka omistavat suoraan osakkeita. Tämä kehitys vaikuttaa myös äänestyskäyttäytymiseen yhtiökokouksissa ja siten yritysvaltausten menestymismahdollisuuksiin, koska tällaiset omistajat eivät useinkaan äänestä yhtiön johdon toivomalla tavalla vaan ajavat ensi sijassa omaa etuaan, ks. *Brickley – Lease – Smith*, Journal of Financial Economics 1988 s. 267 ss., erit. s. 274. Saksassa on huomautettu, että instituutiot, erityisesti pankit, jotka käyttävät säilytysasiakkaidensa puolesta näiden osakkeisiin liittyvää äänivaltaa, ovat pitkällä tähtäimellä parempia määräysvallan käyttäjiä kuin lyhyellä tähtäimellä itsekkäästi toimivat yksityiset sijoittajat, näin *Maier-Reimer* s. 250. Tämän vuoksi hän puolustaa myös äänestysrajoitusten merkitystä ja niiden tuottamia etuja.

[18] *Teweles – Bradley* s. 73–81. Tämä arvopaperipörssitoiminnan eräs amerikkalainen perusteos The Stock Market on alunperin julkaistu vuonna 1951 *George L. Lefflerin* kirjoittamana.

Ks. arvopaperimarkkinoiden tehtävistä myös esim. *Viotti – Urwitz*, Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution s. 20 ss.

[19] Jälkimarkkinoiden merkitystä sijoituksen kohteen muunnettavuuden ja käteiseksi muuttamismahdollisuuden takaajana korostetaan myös ruotsalaisessa rahoitusmarkkinalakiesityksessä, *Prop. 1990/91:142* s. 74.

[20] Samoin *SOU 1973:60* s. 42.

menetys. Instituutio, esimerkiksi pankki, voi pitää varansa koko ajan sijoitettuna, se voi vaihtaa sijoituksen kohdetta tai se voi muuttaa sijoituksen tarpeen vaatiessa käteiseksi. Samanlaiset edut saa myös yksityishenkilö tai teollisuusyritys, jolla on sijoitettavia varoja tai joka omistaa arvopapereita ja syystä tai toisesta tarvitsee nopeasti käteisvaroja.[21] Luoton vakuutena taas noteeratut arvopaperit ovat parempia kuin ei-noteeratut arvopaperit. Niiden periaatteessa korkeammasta vakuusarvosta on etua luotonottajalle, ja toisaalta myös luotonantaja hyötyy saadessaan vakuudeksi arvon muutosten kannalta helpommin seurattavissa olevia ja nopeammin realisoitavissa olevia arvopapereita.

Jonkin tietyn osakkeen markkinat ovat toimivat, jos kauppoja tehdään tiheästi, osto- ja myyntikurssin erotus on pieni, ostot ja myynnit voidaan suorittaa nopeasti sekä ostoilla ja myynnillä on vain vähäinen vaikutus hintaan. Markkinoiden toimivuuteen vaikuttaa varsin usein yhtiön kokoa ja sen osakkeenomistajien lukumäärää enemmän markkinoiden yleinen vire tai niillä vallitseva tai johonkin yksittäiseen osakkeeseen liittyvä voimakas spekulaatio, koska tämä lisää arvopaperien kysyntää.[22]

b) Luotettava hinnanmuodostus. Lähes yhtä tärkeä kuin säännöllisesti toimivien markkinoiden olemassaolo, on niiden avulla tapahtuva luotettava hinnanmuodostus. Koska kysyntä ja tarjonta kohtaavat toisensa hyvin arvopaperimarkkinoilla, voidaan muodostuneita hintoja pitää luotettavina markkinahintoina. Hinnanmuodostuksen luotettavuutta on arvosteltu aina silloin tällöin valvonnasta huolimatta esiintyvän noteerausten manipuloinnin vuoksi. Toisaalta markkinahinnoilla on spekulaatioiden takia taipumus toisinaan nousta liian korkeiksi ja toisinaan taas laskea liian alhaisiksi.[23] Kuitenkin on huomattava, että jonakin ajankohtana vallitsevat noteeraukset kuvastavat senhetkisten ostajien ja myyjien käsitystä arvopaperin hinnasta. Se on sillä hetkellä todellinen arvo, koska muutakaan hintaa ei ole.[24] Luonnollisesti arvopaperille voidaan määritellä erilaisia laskennallisia hintoja, mutta niillä ei ole merkitystä sellaiselle sijoittajalle, joka haluaa myydä arvopaperin juuri tietyllä hetkellä.

---

[21] Tätä arvopaperipörssitoiminnan ominaispiirrettä korostettiin jo Suomen ensimmäisessä pankkiiri- ja pörssitoiminnan sääntelyä pohtineessa komitean mietinnössä, *KM 1921:25* s. 35 "För industrin och näringslivet är det sålunda av stor betydelse att gängse försäljningsformer bereda lätthet att omsätta aktier i kontanta pengar."

[22] *Teweles – Bradley* s. 73.

[23] Spekulaatiokuplista ja muotihullutuksista eräänä arvopaperin voimakkaita hintavaihteluja selittävänä tekijänä ks. *Honkapohja*, KOP Taloudellinen katsaus 4/1990 s. 8 s.

[24] *Teweles – Bradley* s. 76. Hinnanmuodostuksesta arvopaperimarkkinoilla ks. *Sharpe – Alexander* s. 67 ss. ja s. 461 ss

c) Teollisuuden investointien rahoitus.[25] Arvopaperimarkkinat auttavat teollisuuden rahoituksessa keräämällä yhteen yksittäisten sijoittajien ja spekuloijien varat eräänlaiseksi varastoksi, josta pääoma ohjautuu tuottaviin teollisiin investointeihin.[26, 27]

d) Muutoksen ennakointi, toisin sanoen taloudellisen kehityksen suunnan näyttäminen. Arvopaperimarkkinat ennakoivat jossain määrin yleisen taloudellisen kehityksen suuntaa kuudesta kuukaudesta kahteen vuoteen etukäteen.[28] Arvopaperimarkkinoilla aktiivisesti toimivat henkilöt ovat yleensä hyvin perillä eri yritysten liiketoiminnan kehityksestä ja osaavat ennakoida yritysten tulosten odotettavissa olevan paranemisen vaikutuksen osakkeen hinnannousumahdollisuuksiin ja toisaalta tulosten odotettavissa olevan heikkenemisen vaikutuksen osakkeen hinnanlaskuoletuksiin. Markkinoilla toimivien monien henkilöiden toimenpiteiden, osto-, pitämis- tai myyntipäätösten, johdosta arvopaperimarkkinat sitten nousevat, pysyvät paikallaan tai laskevat usein jo muutamia kuukausia tai vuosia ennen nousukautta tai lamaa. Erään näkemyksen mukaan tämä suunnannäyttäminen toimi paremmin silloin, kun sisäpiirin tietoja saavia henkilöitä ei vielä ollut kielletty käyttämästä niitä hyväkseen omissa arvopaperikaupoissaan.[29] Mahdollisuutta sisäpiirin tietojen käyttämiseen on jopa joissakin kirjoituksissa pidetty hyödyllisenä johdon palkitsemistapana.[30]

---

[25] Ts. säästöjen ja riskien allokointi sekä riskin ja tuotto-odotusten osalta erilaisten mahdollisuuksien tarjoaminen säästäjille, *Prop. 1990/91:142* s. 74. Samoin SOU 1973:60 s. 42, jossa korostetaan pääomia tarvitsevan yhtiön saavan varoja sijoittajilta, jotka ostavat osakkeita, koska odottavat niiden arvon kohoavan. Julkinen noteeraus puolestaan tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden muuttaa sijoituksensa rahaksi yhtiön senhetkisestä tilasta tai muiden osakkeenomistajien kannasta riippumatta. Ks. myös *Stockholms fondbörs* s. 20 ss. ja *SOU 1983:44* s. 15 ss.

[26] *Teweles – Bradley* s. 77 s. Ostaessaan osakkeen arvopaperimarkkinoilla sijoittaja ei luonnollisestikaan sijoita varojaan suoraan ko. yhtiöön, mutta yhtiön voidaan katsoa välillisesti hyötyvän sijoituksesta, koska joku aikaisempi sijoittaja on merkitessään osakkeen maksanut sen merkintähinnan yhtiölle. Myytyään osakkeen hän saattaa samalla kertaa tai joskus myöhemmin sijoittaa saamansa varat joko saman yhtiön tai jonkin toisen yhtiön osakkeisiin. Samoin yhtiö hyötyy välillisesti osakkeen kurssin noususta, koska se voi silloin laskea osakeannin yhteydessä osakkeita liikkeeseen korkeampaan hintaan.

[27] Jälkimarkkinoiden toimivuuden edellytys koskee luonnollisesti vain julkisesti noteerattuja yhtiöitä, jotka joutuvat pääoman hankinnassaan kääntymään yleisön puoleen. Monet yhtiöt rahoittavat koko toimintansa ja investointinsa omalla tulorahoituksellaan tai määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajiensa lisäsijoituksilla, jolloin ne eivät tarvitse osakemarkkinoita.

[28] *Teweles – Bradley*, s. 79, käyttävät tästä nimitystä Discounting Function, ja määrittelevät edelleen "The term *discount* as used in this discussion means anticipation of change" ja viittaavat *S. S. Huebnerin* teokseen The Stock Market (New York 1939), s. 39.

[29] *Teweles – Bradley* s. 79. Toisaalta sisäpiirin tiedot vaikuttavat aina jossain määrin markkinoihin, olivatpa säännökset millaiset tahansa.

[30] Ks. tästä laajemmin *Kraakman* teoksessa European Insider Dealing s. 51 ss. ja *Rundfelt* s. 160 ss.

Edellä mainitut arvopaperimarkkinoiden tehtävät on usein tiivistetty kahdeksi päätehtäväksi, tietojen ja likviidiyden tarjoamiseksi. Osakemarkkinoiden tehokkuudella tarkoitetaan yleensä sitä, kuinka nopeasti ja virheettömästi uusi informaatio heijastuu pörssikursseihin. Tämän vuoksi osakemarkkinoiden on katsottu jopa koostuvan kolmen lajisista markkinoista, nimittäin ensimarkkinoista, jälkimarkkinoista ja informaatiomarkkinoista.[31] Markkinapaikka, esimerkiksi arvopaperipörssi, tarjoaa tietoa, ja markkinoilla ammattimaisesti toimivat henkilöt, kuten välittäjät tai markkinatakaajat, huolehtivat kaupankäyntimahdollisuuksien, likvidiyden, olemassaolosta. Ostaja ja myyjähän eivät normaalisti tunne toisiaan eivätkä solmi sopimusta keskenään, vaan kumpikin asioi oman välittäjänsä kanssa, joka solmii kaupat joko toimien kummankin osapuolen asiamiehenä tai toisen välittäjän kanssa.[32]

Kuten edellä todettiin, eräs arvopaperimarkkinoiden keskeinen tehtävä on tarjota sijoittajille mahdollisuus riskien hajauttamiseen ja siirtämiseen. Toiset sijoittajat pyrkivät karttamaan riskejä toisten puolestaan ollessa valmiita niitä kantamaan. Mitä paremmin markkinat toimivat, sitä helpompaa on siirtää riskejä ja sitä paremmin markkinoiden katsotaan muodostavan riskitekijöille oikean markkinahinnan.[33] Arvopaperisijoituksiin liittyviä riskejä voidaan ryhmitellä monella tavalla asiayhteydestä ja käyttötarkoituksesta riippuen.[34] Tässä yhteydessä riskit voidaan jakaa markkina- ja osakeriskiin.[35] Markkinariskillä tarkoitetaan osakemarkkinoiden ylei-

---

[31] *Ikäheimo* s. 51 s.

[32] *Prop. 1990/91:142* s. 75 ss. Pörssitoiminnan eräs perusideahan on juuri siinä, että kaikki jonkin esineen tai oikeuden ostamisesta tai myymisestä kiinnostuneet osapuolet kootaan yhteen, jolloin on helpompaa löytää kauppaan tarvittava toinen osapuoli.

[33] On huomautettu, että käytännössä lähinnä laskennallisiin todennäköisyyksiin perustuva markkinoiden hinnanmuodostusmekanismi ei aina ole riittävän realistinen ja voi johtaa riskien alihinnoitteluun. Jos kyseessä ovat esim. johonkin uuteen rahoitusinstrumenttiin perustuvat markkinat, ne eivät ehkä vielä ole kehittyneet kaikki mahdolliset tilanteet huomioon ottaviksi ja saattavat sen vuoksi hinnoitella riskin väärin. Markkinoiden hinnoittelema riski voi johtaa väärään lopputulokseen myös tilanteissa, joissa todennäköisyys on pieni, mutta mahdollinen rahallinen tappio huonon vaihtoehdon toteutuessa suuri. Markkinat eivät myöskään osaa, eivät ainakaan kovin hyvin, ottaa huomioon mahdollisia riskikasaumia. Näihin seikkoihin kiinnitetään huomiota pankkien valvontaa käsittelevässä *Gardenerin* artikkelissa s. 105 s.

Ks. lähemmin riskistä ja sen vaikutuksesta päätöksentekoon taloustieteen näkökulmasta esim. *Begg – Fischer – Dornbusch* s. 238 ss

[34] Eräs riskin määrittelytapa on EU:n neuvoston sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyydestä antamassa ns. markkinariskidirektiivissä, 93/6/ETY, käytetty jaottelu. Siinä markkinariski on jaettu positio-, osapuoli-, selvitys-, sekä valuutta- ja korkoriskiin. Ks. *HE 56/1994* s. 41.

[35] Näitä voidaan kutsua myös systemaattiseksi ja ei-systemaattiseksi riskiksi, joista ensiksi mainitulla tarkoitetaan markkinoiden yleisestä käyttäytymisestä johtuvaa riskiä, jota ei voida välttää hajauttamalla osakesalkun sijoitukset useaan kohteeseen. Ei-systemaattisella riskillä puolestaan tarkoitetaan yksittäiseen osakelajiin liittyvää riskiä, jonka merkitystä voidaan vähentää hajauttamalla sijoitukset

sen nousun tai laskun vaikutusta yksittäisen osakkeen kurssiin. Osake- tai yhtiöriskillä puolestaan tarkoitetaan yksittäisen yhtiön osakkeeseen liittyvää riskiä, joka pääasiassa liittyy kyseisen yhtiön menestymiseen, mutta myös osittain kyseisen osakkeen markkinatilanteeseen, toisin sanoen kohdistuuko siihen myynti- vai ostopaineita. Saksalaisessa kirjallisuudessa yksittäisen yhtiön osakkeeseen kohdistuva riski on jaoteltu toisaalta markkinariskiin, joka julkisesti noteerattuun arvopaperiin aina kohdistuu, kun sen hinta voi kysynnän ja tarjonnan, yhtiön taloudellisen kehityksen ja yleisen taloudellisen kehityksen ynnä muiden tekijöiden vaikutuksesta nousta tai laskea, ja toisaalta joissakin tilanteissa syntyvään erityiseen markkinariskiin, jonka on katsottu johtuvan yhtiön omistusrakenteesta ja varsinkin suurosakkaiden olemassaolosta.[36] Meillä oikeuskäytännössä on korostettu sijoittajan ottavan osakesijoittamisessa tietoisen riskin.[37]

Ehkä tärkein sijoittajaa suojaavien asianmukaisten normien olemassaoloa puoltava tekijä on arvopaperimarkkinoiden[38] edellyttämä yleisen luottamuksen ja eri markkinaosapuolten oikeudenmukaisen kohtelun turvaaminen. Se on välttämätöntä, jotta arvopaperimarkkinat toimisivat tehokkaasti.[39] Toisaalta markkinoiden tehokkuus edellyttää, että niillä toimii erikokoisia ja erilaisin tavoittein toimivia

---

useaan kohteeseen. Näin esim. *Levy – Sarnat* s. 293. Lukuisista osakesijoitusten tuottoa ja riskiä koskevista tutkimuksista voidaan mainita esim. *Vinell – de Ridder*, passim.

Eräs markkinariskin osatekijä, vaikka sitä ei kovin usein systemaattisesta riskistä puhuttaessa mainitakaan, on kaupankäyntijärjestelmään liittyvä riski, joka voi johtua esim. väärinkäytösten mahdollisuudesta, toisen osapuolen maksukyvyttömyydestä, järjestelmän yleisestä tehottumuudesta tai järjestelmän toimintahäiriöistä. Kaupankäyntijärjestelmään liittyvästä riskistä lähemmin *Aspling* s. 115 ss.

[36] *Lutter*, Juristen Zeitung 1976 s. 232 s., jossa pohditaan mainittua kysymystä juuri julkisen ostotarjouksen kannalta erään Saksan korkeimman oikeuden päätöksen valossa. Ks. laajemmin jäljempänä s. 265 ss. ja erit. alav. 75.

[37] Ks. tältä osin Helsingin HO 29.4.1992 (S 91/29 No 1346, KKO: ei valituslupaa). Siinä korostetaan selvästi sijoituksiin liittyvää voiton tai tappion mahdollisuutta. Tapauksessa OTC-listalla noteeratun yhtiön osakkeita vuonna 1988 toimeenpannussa osakeannissa merkinnyt henkilö oli vaatinut, että osakemerkintä julistettaisiin pätemättömäksi, koska merkintävaiheessa yhtiöstä oli annettu liian positiivinen ja näin ollen virheellinen kuva, tai että merkintähintaa ainakin soviteltaisiin OikTL 36 §:n perusteella, koska osakkeet oli ylihinnoiteltu ja käytetty hyväksi piensijoittajien hyvää uskoa. Merkitsijän mielestä tätä osoitti osakkeen huono kurssikehitys, kun osakkeen kurssi oli vajaassa kahdessa vuodessa laskenut yli kaksi kolmasosaa osakkeen merkintähetken hintaan nähden. Oikeus katsoi jääneen näyttämättä, että yhtiöstä olisi annettu merkitsijälle virheellinen kuva, ja sovittelun osalta hovioikeus totesi oikeustoimen luonteesta johtuvan, ettei sovittelu voi tulla kyseeseen, koska osakesijoittaja ottaa tietoisen riskin merkitessään osakkeita, ja osakkeiden arvon nouseminen tai laskeminen ei voi olla sovittelun perusteena. Lisäksi oikeus katsoi, että tuon oikeustoimen vastikkeen määrää koskevan ehdon soveltaminen ei johda kohtuuttomuuteen.

[38] Arvopaperimarkkinoiden oikeudellisista ominaispiirteistä ks. esim. *Rissanen* LM 1988 s. 638 ss.

[39] *Samuels – Wilkes – Brayshaw* s. 245 ss.

sijoittajia.[40] Jotta sijoittajat uskaltaisivat toimia markkinoilla, heidän on voitava luottaa siihen, ettei heitä aseteta eriarvoiseen asemaan muun muassa julkisen ostotarjouksen yhteydessä. Tämä voisi tapahtua esimerkiksi siten, että ainoastaan joidenkin sijoittajien osakkeet tarjouduttaisiin ostamaan mahdollisesti hyvään hintaan, jolloin jonkin toisen sijoittajan omistukseen saattaisi jäädä huomattavakin osake-erä, jonka markkina-arvo[41] tarjouksen jälkeen voi laskea paljon ja jonka jälkimarkkinat saattavat heiketä[42] osakkeenomistajien lukumäärän alentuessa ratkaisevasti. Myös sisäpiirisäännösten rikkomukset tai epäilykset, että joku sisäpiiriin kuuluva käyttää saamiaan tietoja omaksi edukseen, voivat pahasti vahingoittaa markkinoiden luottamusta. Julkisen ostotarjouksen, joka usein tehdään vallitsevaa pörssikurssia korkeampaan hintaan, valmisteluun liittyy riski luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytöstä,[43] minkä vuoksi erityisesti tarjouksen tekijän on kiinnitettävä suurta huomiota sisäpiirisäännösten noudattamiseen.[44] Juuri tällaisten tilanteiden varalta säännösten on taattava kaikkien sijoittajien yhdenvertainen ja oikeudenmukainen kohtelu. Samalla kysymys on ylipäätään siitä, missä tilanteissa huomattavan osakemäärän pörssikurssia korkeampaan hintaan hankkinutta osakkeenomistajaa voidaan lunastusvelvollisuuteen tai yhdenvertaisuus- taikka lojaliteettiperiaatteeseen vedoten vaatia ostamaan myös muiden tuohon hintaan myyntihalukkaiden osakkeenomistajien osakkeet.

3.1.4. Osakemarkkinoiden vääristäminen

Osakemarkkinoiden vääristämistä – keinotekoista vaikuttamista hintoihin, niiden manipulointia – voidaan tehdä monista eri syistä. Sitä esiintyi jo 1800-luvulla muun

---

[40] Luotettava hinnanmuodostus ja markkinoiden likvidiys edellyttävät, että markkinoilla on riittävän paljon niin pieniä, keskisuuria kuin suuriakin sijoittajia, joista toiset toimivat pitkällä ja toiset lyhyellä tähtäimellä, joidenkin pyrkiessä varmoihin, joskin pienempituottoisiin sijoituksiin, joidenkin toisten puolestaan ollessa valmiita ottamaan hyvin suuria spekulatiivisia riskejä suurten voittojen toivossa.

[41] Osakkeen markkina-arvolla tarkoitetaan julkisesti noteeratun osakkeen pörssi- ym. noteerausten perusteella määräytyvää arvoa. Joidenkin, erityisesti suurten, osake-erien osalta saattaa niiden todellinen arvo tilanteesta riippuen poiketa noteerauksesta.

[42] Osake on esim. aiemmin ollut vilkkaan kaupankäynnin kohteena, jolloin on ollut mahdollista lähes koska tahansa myydä suuriakin osake-eriä, mutta ostotarjouksen johdosta osake voi muuttua epälikvidiksi, ts. sellaiseksi, jota on vaikea myydä, ainakaan hinnan olennaisesti alenematta.

[43] Lontoon arvopaperipörssin selvityksen mukaan 80 % sisäpiirin kaupoista tapahtuu julkisen ostotarjouksen aikana tai välittömästi ennen sen julkistamista, ks. *Hannigan* s. 19. Sisäpiirisäännöksistä laajemmin ks. em. teos sekä esim. *Mitchell* s. 242 ss. ja *Palmer's Company Law* s. 11041 ss. (kohta 11.101). Suomen osalta ks. *Astola* s. 177 ss. ja *Mattson* JFT 1990 s. 147 ss.

[44] Hallituksen esityksessä AML:n muuttamiseksi todetaan, ettei sisäpiirintietoa ole "luonnollisen henkilön julkistamaton tieto omasta päätöksestään, kuten ostotarjouksen tekijälle tieto julkisesta ostotarjouksesta ennen siitä päättämistä tai julkistamista tai tämän jälkeen", *HE 318/1992* s. 35.

muassa Yhdysvaltain osakemarkkinoilla, ja manipulointia esiintyy tai ainakin epäillään esiintyneen aina silloin tällöin useimmilla muillakin markkinoilla, vaikka sitä on pyritty torjumaan monenlaisilla säännöksillä.[45] Arvopaperimarkkinat voivat toteuttaa perustehtäväänsä, pääomien tehokasta allokointia, ainoastaan toimiessaan vapaasti, mikä edellyttää kurssitason muodostuvan lukuisten toisistaan riippumattomien ostajien ja myyjien toimenpiteistä.[46] Eri markkinaosapuolet eivät voi toimia, ja markkinatkaan eivät toimi, ellei markkinoiden vapaaseen toimintaan yleisesti luoteta. Sen vuoksi on varsin yleisesti todettu kurssimanipulaation olevan hyvin vakava arvopaperimarkkinoiden yleistä luotettavuutta loukkaava tekijä.

Manipuloinnilla on perinteisesti pyritty on ainakin kolmeen tavoitteeseen.[47] Ensiksikin pyrkimyksenä voi olla osakkeen kurssitason nostaminen, jotta omat aikaisemmin halvemmalla hinnalla hankitut osakkeet voitaisiin myydä kalliimmalla sitten, kun kurssitaso on vakiintunut korkeammalle tasolle.[48] Toiseksi tavoitteena voi olla kurssitason tasapainottaminen, jolla myöskin useimmiten pyritään pitämään osakkeen kurssi korkeammalla tasolla kuin se muutoin olisi.[49] Kurssitason

---

[45] Viime vuosien suurimmat skandaalit Englannin, USA:n ja Japanin arvopaperimarkkinoilla ovat liittyneet juuri osakkeiden kurssitason keinotekoiseen ylläpitämiseen normaalia korkeammalla tasolla. Tällöin romahdus on usein yhtäkkinen ja sijoittajat kärsivät suuria tappioita. Ks. *How Chih Lee*, The Company Lawyer 1993 s. 84.

[46] Ks. arvopaperipörssin kaupankäyntijärjestelmistä ja niille asetettavista vaatimuksista esim. *Schaumburg-Müller – Hansen* s. 33–46 ja *Aspling* s. 67 ss..

[47] *Teweles – Bradley* s. 290, jossa oleva alun perin *Lefflerin* 1950-luvulla esittämä luettelo vastaa yhtä hyvin tämänkin päivän tilannetta, vaikka siinä kuvataan USA:n 1800-luvun osakemarkkinoita.

[48] Tällaisen kurssimanipulaation toteen näyttäminen on käytännössä lähes mahdotonta, jos yksi tai useampi sijoittaja ostaa osakkeita monien välittäjien kautta ja myöhemmin myy niitä. Toisaalta sijoittaja myös kantaa riskin siitä, että hän saattaa ostaa osakkeita nouseviin kursseihin, mutta kurssitaso saattaa yllättäen laskea ennen kuin hän ehtii myydä. Yleisen kurssinousun aikana toimintaa esiintyy eniten, koska silloin se voi parhaiten onnistua. Paheksuttavaa menettely on nähdäkseni ainoastaan silloin, jos keinotekoisesti nostetulla kurssitasolla myydään suuri osake-erä jollekin yksittäiselle sijoittajalle ja nimenomaan esitetään kurssin olevan luonnollinen, vaikka toisaalta tiedetään sen muodostuneen pelkästään yhden sijoittajan tai sijoittajaryhmän ostojen seurauksena. Toisaalta jos kurssia nostaneella sijoittajalla on yhtiöstä jotakin negatiivista sisäpiirin tietoa, on menettely jo sillä perusteella tuomittavaa.

[49] Näitä ns. tukiostoja voi esiintyä esim. osakeannin tai muun osakkeiden myynnin yhteydessä, koska osakkeet menevät siten paremmin kaupaksi. Menettely saattaa johtaa sijoittajia harhaan, mutta toisaalta sen salliminen voi joissakin tilanteissa olla myös sijoittajien edun mukaista. Luonnollisesti kurssitason pitkäaikainen pysyttäminen normaalia korkeammalla tasolla, jonkin osakkeenomistajan henkilökohtaisten etujen, usein osakkeen vakuusarvon, vuoksi on useimmissa tapauksissa jo sinänsä tuomittavaa.

Omien osakkeiden hankkiminen ne liikkeeseen laskeneen yhtiön tai samaan konserniin kuuluvan yhtiön toimesta on yleisesti katsottu kielletyksi, mutta eri oikeusjärjestelmissä se on kuitenkin poikkeustilanteissa sallittu, ks. *Wyatt* s. 5 ss. ja erit. s. 131 ss. Osakeyhtiölakitoimikunta esitti omien osakkeiden hankkimismahdollisuuksien laajentamista nykyisestä, *KM 1992: 32* s. 250 ss.

tasapainottamista pidetään joidenkin maiden säännöksissä sallittuna tiukasti rajatuin ehdoin osakeantien yhteydessä.[50] Kolmanneksi tavoitteena voi olla myös hintojen laskeminen. Kaikkien näiden tavoitteiden olennaisena piirteenä on vääristyneen kurssitason hyväksikäyttäminen tavalla tai toisella.[51] Kurssitason vääristämistä esiintyy erityisesti markkinoilla, joilla on mahdollista harjoittaa osakkeiden niin sanottua lyhyeksi myyntiä.[52] Sinänsä lyhyeksi myynnin katsotaan yleisesti tasapainottavan hintavaihteluja ja lisäävän pörssin vaihtoa ja olevan siten myönteistä.[53] Kurssitason keinotekoinen lasku voi myös julkisessa ostotarjouksessa johtaa sijoittajia harhaan.[54] Merkittäviltä ulkomaisilta arvopaperimarkkinoilta on olemassa lukuisia esimerkkejä yritysvaltauksen ja julkisen ostotarjouksen yhteydessä tapahtuneista kurssimanipulaatioista.[55]

Osakekursseihin voidaan vaikuttaa monilla eri tavoilla. Eräs ensimmäisistä menettelytavoista on ollut kahden pörssivälittäjän väliset tekaistut kaupat nouseviin

---

[50] Ks. *Gower* s. 350, joka viittaa amerikkalaisiin ja englantilaisiin normeihin. Englantilaiset säännökset sallivat kurssien tasapainottamisen vain sellaisten suurten osakeantien yhteydessä, joissa osakkeiden liikkeeseen laskemisen avulla kerättävä pääoma on vähintään 150 milj. puntaa ja jos sijoittajille ilmoitetaan asiasta.

[51] Tätä korostetaan rikoslakiprojektin talousrikostyöryhmä III:n mietinnössä, ks. *Arvopaperimarkkinarikokset* s. 17 s.

[52] Arvopaperikauppakomitean mietinnössä, *KM 1989:36* s. 273, käytetään termiä ylimyynti kuvaamaan sellaisten osakkeiden myyntiä, jotka toimitetaan vasta tietyn ajan kuluttua ja jotka myyjä aikoo hankkia vasta tulevaisuudessa (toivoen saavansa ne halvempaan hintaan). Englannin kielessä on vakiintunut käsite short sale, joka voidaan kääntää myös sananmukaisesti lyhyeksi myynti. Viimeksi mainittu kuvaa paremmin ilmiötä, koska siinä voi olla kysymyksessä paitsi sellaisten osakkeiden myynti, joita ei vielä omisteta (ts. ylimyynti), niin myös sellaisten osakkeiden myynti, jotka omistetaan, mutta joita ei haluta toimittaa, vaan hankitaan luovutettavat osakkeet mieluummin jostakin muualta (tällöin on kysymyksessä ns. selling against the box). Norjalaisessa kirjallisuudessa käytetään englantilaisperäistä termiä short-salg, ks. esim. *Smith*, Lov og Rett 1986 s. 270.

Esim. Yhdysvalloissa osakkeiden lyhyeksi myynti on säännelty Securities Exchange Act 1934 perusteella annetuissa Rules and Regulations -säännöksissä, niiden Rule 10a-1 Short Sales. Näiden säännöksiin sisältyy myös laaja kurssimanipulaation sääntelynormisto Rule 10b-1–10b-21 Manipulative and deceptive devices and contrivances. Ks. esim. *Ratner – Hazen, Statutes* s. 512–536.

Lyhyeksi myynti voidaan suorittaa joko niin, että se katetaan sopimalla jo ennen myyntiä jonkin yleensä institutionaalisen sijoittajan kanssa siitä, että tämä tarvittaessa lainaa osakkeet, jotta ne voidaan toimittaa ajoissa tai ilman kattamista, jolloin riski on luonnollisesti suurempi. Jälkimmäinen tapa on mahdollista ainoastaan markkinoilla, joilla on mahdollista sopia osakkeiden toimittamisesta vasta myöhemmin. Ks. yleisesti esim. *Hazen* s. 447.

[53] Ks. esim. *Leffler* s. 304–311 ja *Teweles – Bradley* s. 148, *Sharpe – Alexander* s. 25 ss. sekä *Janvey*, Securities Regulation Law Journal 1992 s. 270 ss.

[54] Julkisen ostotarjouksen yhteydessä suoritettavasta lyhyeksi myynnistä ks. *Hazen* s. 548 ja Rules and Regulations Rule 10b-21(T) Short Selling in Connection With a Public Offering, ks. *Ratner – Hazen, Statutes* s. 536.

[55] Ks. *How Chih Lee*, The Company Lawyer 1993 s. 84 s.

kursseihin (wash sales), jolloin välittäjät ovat tehneet suuria osakekauppoja keskenään, ilman että osakkeet tai raha olisivat lainkaan vaihtaneet omistajaa. Osakkeen vaihtomäärien ja mahdollisesti kurssitason kohoamisen vuoksi muut sijoittajat voivat luulla jollakin osakkeella olevan luonnollista kysyntää ja saattavat uskoa hintatason perustuvan todellisiin kauppoihin. Vaikeammin valvottava, mutta samaan lopputulokseen johtava menettely on kyseessä, jos sijoittaja myy osakkeita toisen välittäjän kautta ja samanaikaisesti ostaa niitä toisen välittäjän kautta tai sopii etukäteen jonkin yhteistyökumppanin kanssa siitä, että tämä ostaa toisen myymät osakkeet ja luovuttaa ne myöhemmin takaisin. Tämäntyyppiset menettelytavat ovat jo pitkään olleet kiellettyjä useimmissa maissa. Toisaalta on todettu kiellon valvonnan olevan käytännössä hyvin vaikeaa, eikä menettelyn ole katsottu aiheuttavan kovin suuria vahinkoja.[56]

Myös niin sanotut nurkanvaltaukset[57] saattavat vääristää osakekursseja. Jonkin sijoittajan tai sijoittajaryhmän pyrkiessä hankkimaan kohdeyhtiöstä tavoittelemansa suuruisen omistusosuuden voi osakkeen kurssi nousta. Nurkanvaltaajan joko onnistuessa myymään osakkeensa hyvään hintaan tai epäonnistuessa yrityksessään kurssi yleensä laskee huomattavasti. Tällöin ulkopuolinen nurkanvaltaajan toimista tietämätön sijoittaja voi kärsiä vahinkoa. Tämänkaltainen riski kuuluu kuitenkin sijoitustoiminnan luonteeseen. Kurssivaihtelut ovat keskeinen sijoittajia houkutteleva tekijä, minkä vuoksi säännöksin pitää vain turvata kaikille sijoittajille riittävien ja mahdollisimman täsmällisten tietojen saaminen, jotta riskinotto voi tapahtua hallitusti.

---

[56] *Leffler* s. 313 s. Uudemmista menettelytavoista ja amerikkalaisesta ja englantilaisesta niiden torjumiseen tähtäävistä säännöksistä ks. *Lee*, The Company Lawyer 1993 s. 85.

[57] Nurkanvaltauksella (corner) on alun pitäen tarkoitettu tilannetta, jossa kohdeyhtiön osakkeiden omistus keskittyy niin paljon, että osakkeita lyhyeksi myyneet eivät voi niitä hankkia muilta kuin toiselta tilannetta hyväksikäyttävältä sijoittajalta. Menettelyn alkuperäistä merkitystä hyvin kuvaava nurkanvaltaus tapahtui New Yorkin arvopaperipörssissä 1860-luvulla. Siinä eräs tuon aikakauden tunnetuimmista liikemiehistä, *Cornelius Vanderbilt* kiinnostui Harlem Railroad -nimisen rautatieyhtiön osakkeista. Aluksi yhtiön osakkeita sai 8 dollarin kappalehintaan. Määräysvallan saavuttamiseen mennessä osakkeiden hinta oli kuitenkin kohonnut jo 50 $:iin. Samanaikaisesti eräs sijoittajaryhmä oli myös ostanut ko. osakkeita ja jatkoi niiden hankkimista. Osakkeen hinta kohosi 100 $:iin. Tällöin tämä sijoittajaryhmä alkoi myydä osakkeitaan ja myi paitsi omat osakkeensa myös (ylimyi) sellaisia osakkeita, jotka se aikoi myöhemmin halvemmalla hankkia. Kurssi ei kuitenkaan laskenut 72 $:a alemmaksi, koska *Vanderbilt* osti koko ajan lisää osakkeita. Tällöin sijoittajaryhmä kauhukseen totesi myyneensä lyhyeksi 137.000 osaketta, vaikka yhtiössä oli kaikkiaan vain 110.000 osaketta. Myös *Vanderbilt* huomasi tilanteen ja alkoi ostaa osakkeita niin, että kurssi kohosi 179 $:iin, jolla hinnalla hän suostui myymään sijoittajaryhmälle tarpeellisen määrän osakkeita, jotta nämä pystyivät toimittamaan hänelle nuo jo aikaisemmin halvalla myymänsä osakkeet. Ks. tapauksesta *Teweles – Bradley* s. 293, jotka selostavat myös muita vastaavia tapauksia. He huomauttavat, että lähes kaikki USA:ssa 1800-luvun jälkipuoliskolla luodut todella suuret omaisuudet on kerätty nurkanvaltausten avulla, ks. *Teweles – Bradley* s. 292.

Kurssien vääristäminen voi tapahtua vääriä tietoja antamalla tai oikeita tietoja salaamalla taikka laskemalla liikkeelle erilaisia myönteisiä tai kielteisiä huhuja. Nämä vaikuttavat osakkeiden kysyntään ja tarjontaan kurssitason muuttuessa vastaavasti. Tällainen menettely on sijoittajien yleisen luottamuksen kannalta ehkä kaikkein vahingollisinta. Julkisten ostotarjousten osalta kurssien vääristämiskieltoa on korostettu myös Lontoon City Code'in 6. pääperiaatteessa, jonka mukaan kaikkien tarjouksen osapuolten tulee kaikin mahdollisin keinoin pyrkiä estämään kurssien vääristyminen. Heidän tulee erityisesti kiinnittää huomiota antamiinsa lausuntoihin, jotta ne eivät voisi johtaa markkinoita tai osakkeenomistajia harhaan.[58]

Kurssien keinotekoisen vaikuttamisen – kurssimanipulaation – ja normaaliin arvopaperikauppaan kuuluvien toimenpiteiden välistä rajaa ei voida täsmällisesti määritellä. Ostettaessa tai myytäessä osakkeita siinä tarkoituksessa, että kurssi nousee tai laskee, menettely aina tarjoaa jollekin toiselle tilaisuuden vastakkaissuuntaiseen kauppaan ja viime kädessä toimenpiteen suorittaja itse kantaa riskin omasta menettelystään. Vaikka kurssi olisi nostettu tiettyyn hintatasoon, jolla osakkeet myydään, niin se saattaa nousta edelleen tai päinvastoin. Tuomittavaa menettely on ainakin silloin, kun se perustuu luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttöön tai menettelyllä pyritään johtamaan sijoittajia harhaan esimerkiksi julkisen ostotarjouksen yhteydessä. Arvopaperikauppakomitean mietinnössä kurssimanipulaatiota luonnehdittiin kahdella tekijällä: 1) kurssimuutokset aikaansaadaan keinotekoisesti epänormaaleilla toimenpiteillä tai tiedonannolla ja 2) tuollaisilla toimilla on suora tai epäsuora yhteys tarkoitukseen vaikuttaa arvopaperin kursseihin. Nimenomaan kursseihin vaikuttamisen subjektiivisen tarkoituksen toteennäyttämisen on todettu olevan käytännössä lähes ylivoimainen tehtävä.[59]

Arvopaperimarkkinalakia säädettäessä todettiin epäkohdaksi arvopaperipörssin ulkopuoliset kaupat. Niissä epäiltiin merkittävistä osake-eristä maksetun korkeampia hintoja kuin arvopaperipörssin kautta ostetuista osakkeista.[60] Jos puolestaan tällaiset suuret kaupat halutaan toteuttaa arvopaperipörssin välityksellä, niin esille nousevat helposti väitteet kurssimanipulaatiosta. Näin erityisesti sellaisissa tapauksissa, joissa arvopaperin kurssitasoa on hetkellisesti nostettu jonkin etukäteen sovitun suuren osakekaupan toteuttamiseksi. Laillinen kurssitason nostaminen edellyttää luonnollisesti, että ostetaan kaikkien sillä hetkellä myyntihalukkaiden arvopaperipörssin kaupankäyntijärjestelmässä myytäväksi ilmoittamat osakkeet.[61]

---

[58] *City Code*, General Principle 6, s. B2.

[59] *KM 1989:36* s. 270. Myös englantilaiset säännökset (Financial Services Act, Section 47) tulkitsevat markkinoiden vääristämisen (false market) samantapaisesti, nimittäin jos vääriä huhuja liikkeellelaskemalla tai vääriä taikka keinotekoisia toimenpiteitä suorittamalla aikaansaadaan markkinahintojen nousu tai lasku. Ks. *Gower* s. 349 s.

[60] *KM 1987:44* s. 351.

[61] Tosin tällaisenkin toimenpiteen hyväksyttävyydestä on esitetty epäilyjä, ks. *Forsbom* s. 453.

Ostajan mielenkiinnon päättyminen kyseessä olevan osakkeen ostamiseen etukäteen sovitun suuren kaupan toteuttamisen jälkeen, esimerkiksi seuraavana päivänä, ei vaikuta kysymyksen arvosteluun, vaikka kyseessä olevan osakkeen kurssitaso tällöin laskisikin huomattavasti. Tällaista tulkintaa tukevat myös arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevat perustelut, joiden mukaan säännöksellä pyrittiin juuri hälventämään epäilyjä, että toiset osakkeenomistajat saavat samanlajisista osakkeista järjestyneiden markkinoiden ulkopuolella paremman hinnan kuin toiset.[62] Lain perusteluissa on tosin esitetty toivomus julkisen ostotarjousmenettelyn yleistymisestä merkittävien omistusjärjestelyjen yhteydessä, mutta koska sitä ei kuitenkaan ole säädetty pakolliseksi, yksittäisiä suuria kauppoja voidaan tehdä muutoinkin. Perusteluista voidaan kuitenkin päätellä lainsäätäjän tavoitteena olleen sijoittajien saaman informaation lisääminen, joka tältä osin toteutuu juuri tekemällä kaupat arvopaperipörssin välityksellä. Kurssimanipulaation kieltävällä säännöksellä tulisi ennen muuta estää menettely, jolla kurssitasoa vääristäen luodaan mielikuva, että jokin osake on tietynarvoinen, ja sen jälkeen myydään tuntemattomille ostajille (suuri määrä) osakkeita tai ostetaan yleisöltä osakkeita alhaiseen hintaan taikka toteutetaan osakeanti korkeaan hintaan. Sen sijaan tehtäessä suuri osakekauppa korkeaan hintaan ennalta sovitun ostajan kanssa, tämä tiesi ja hyväksyi ostavansa osakkeet vakiintunutta pörssikurssia korkeampaan hintaan. Julkisen ostotarjouksen yhteydessä ostaja saattaa pyrkiä vääristämään kurssitasoa, yleensä laskemaan osakkeen hintaa, jotta myyjille tulisi mielikuva edullisesta kaupasta, kun tarjous myöhemmin tehdään pörssikurssia korkeampaan hintaan. Tällöin saattaa helposti olla kyseessä laiton kurssimanipulaatio, jos lain edellyttämä muu tunnusmerkistö toteutuu.[63, 64]

---

[62] *HE 157/1988* s. 50 s.

[63] Vrt. myös *Forsbom* s. 450 ss., joka selvittää kysymystä laajahkosti. Säännöstä ei mielestäni voi kuitenkaan tulkita niin tiukasti kuin hän esittää, vaan epäselvän säännöksen tulkinnassa tulisi ottaa huomioon myös ne oikeushyvät, joita se on tarkoitettu suojaamaan. Samoin huomioon tulisi ottaa säännöksen taloudellinen tarkoitus, ts. sääntelyn kohteena oleva taloudellinen ilmiö kokonaisuudessaan, eikä rajoittua säännösten oikeudellisen muodon tiukasti rajattuun tulkintaan.

[64] Rikoslakiprojektin mietinnössä ehdotetaan vakavimpia arvopaperimarkkinoihin kohdistuvia väärinkäytöksiä koskevat rangaistussäännökset siirrettäväksi rikoslakiin otettavaan uuteen arvopaperimarkkinarikoksia koskevaan lukuun, johon sijoitettaisiin myös kurssimanipulaatiota koskeva rangaistussäännös. Siinä rangaistavuuden keskeisin elementti olisi tarkoituksellinen kurssien vääristäminen hyödyn hankkimiseksi vääristettyä kurssia hyväksikäyttäen ja tekotapoina mainittaisiin harhaanjohtaviin toimiin ryhtyminen markkinoilla ja totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen arvopaperin kurssin vääristämistarkoituksessa. Näin *Arvopaperimarkkinarikokset* s. 21 s.

3.2. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvät tekijät

3.2.1. Yritysvaltausten edut ja haitat

Jonkin yhtiön osakkeiden hankkimisen syyt voivat olla hyvin moninaiset. Riippuu tilanteesta, käytetäänkö osakkeiden hankkimiseen julkista ostotarjousta vai ei. Merkittävä osuus toisen yhtiön osakekannasta hankitaan useimmiten liiketoimintaan liittyvien syiden vuoksi. Tällöin lopullisena tavoitteena saattaa olla yhtiöiden fuusio, mutta myös muut syyt voivat olla ratkaisevia.[65]

Käsitellessään direktiiviehdotusta Euroopan parlamentin laki- ja ihmisoikeuksien komitea totesi lausunnossaan muun muassa julkisen ostotarjouksen olevan erään tehokkaimmista menetelmistä yhtiön määräysvallan tuottavien osakkeiden hankkimiseksi. Lisäksi se mainitsi muiden menetelmien, kuten osakkeiden hankkimisen suorien, riittävän monien osakkeenomistajien kanssa käytävien neuvottelujen avulla tai osakkeiden järjestelmällisen ostamisen arvopaperimarkkinoilta, olevan yleensä paljon hitaampia, työläämpiä ja sisältävän suurempia taloudellisia riskejä. Edelleen komitea totesi yritysjohtajien yleisesti tunnustaneen yritysvaltausten hyödyllisyyden heille itselleen aiheuttamastaan latentista uhasta huolimatta, koska niiden avulla on mahdollista järjestellä yritysten rakenteita uudelleen. Tällaisia mielipiteitä on esitetty erityisesti sellaisissa maissa, joissa yritysvaltaukset ovat tavallisia. Yritysvaltauksia pidettiin sekä työntekijöiden että osakkeenomistajien kannalta hyödyllisenä ilmiönä, koska ne uudistavat yhtiön rakenteita ja yritysjohtoa ja muutoinkin piristävät talouselämän toimintaa.[66] Julkisten ostotarjousten katsottiin lisäksi tarjoavan pienosakkaille merkittävästi määräysvaltaa erityisesti sellaisissa yhtiöissä, joita yksi osakas on hallinnut yhtiön koko osakepääomaan nähden suhteellisen pienen osakemäärän turvin, koska muut osakkeet ovat jakaantuneet laajan mutta epäyhtenäisen joukon omistukseen. Tällöin juuri nämä pienosakkaat ovat ratkaisevassa asemassa yhtiön määräysvallan siirtymisen kannalta

---

[65] Ks. lähemmin esim. *Moberg–Samuelsson* s. 151 ss. sekä lukuisat Mergers & Acquisitions -problematiikkaa käsittelevät ulkomaiset teokset, kuten esim. *Cooke* s. 26 ss., *Helm* s. 133 ss., *Hay* s. 231 ss., *Borrie* s. 246 ss., *Levy – Sarnat* s. 617 ss., *Samuels – Wilkes – Brayshaw* s. 609 ss., *Mergers, Acquisitions* s. 43 ss. ja s. 91 ss., *Boemle* s. 419 ss., *Speck* s. 237 ss., *Tettamanti* s. 95 ss. sekä alan erityisteokset, kuten *Weinberg & Blank*. Suomalaisessa oikeustieteellisessä kirjallisuudessa näitä syitä on selvittänyt mm. *Immonen*, Velkojainsuoja s. 9 ss.

Julkisen ostotarjouksen yhteydessä yleensä maksetun pörssikurssia korkeamman hinnan syitä ja korkeamman hinnan suhdetta EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen mukaiseen yhdenvertaisuusperiaatteeseen on tutkinut mm. *Röhrich*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1993 s. 95 ss.

[66] Selkeä esitys erilaisiin fuusio-, haltuunotto- tai LBO-järjestelyihin liittyvistä taloudellisista tehokkuusargumenteista on esim. *Williamson*, An efficiency assessment s. 1 ss.

päättäessään joko myydä osakkeensa ostotarjouksen tai kilpailevan tarjouksen tekijälle tai hylätessään tarjouksen kokonaan.[67, 68]

Toisaalta komitea totesi yritysvaltauksilla ja julkisilla ostotarjouksilla olevan tunnustetuista eduistaan huolimatta myös selkeitä haittoja. Ne saattavat vahingoittaa tarjouksen jälkeen jäljelle jäävän vähemmistön ja yhtiön työntekijöiden asemaa, koska yhtiön tavoitteet ja strategia saattavat muuttua ratkaisevasti. Julkisia ostotarjouksia ei myöskään aina tehdä liiketoiminnan kehittämistarkoituksessa, vaan tavoitteena saattaa olla mahdollisen kilpailijan heikentäminen tai puhtaasti spekulatiivinen tavoite ostaa merkittävä määrä osakkeita silloin, kun kohdeyhtiö on heikossa taloudellisessa kunnossa, ja myydä osakkeet huomattavalla voitolla yrityksen taloudellisen tilanteen parannuttua.[69]

Kohdeyhtiö saattaa olla omistamaansa varallisuuteen nähden aliarvostettu, toisin sanoen yhtiö voidaan ostaa pörssistä ja sen jälkeen myydä sen toiminnot ja omaisuus erikseen muille yrityksille huomattavasti kalliimmalla hinnalla. Tällainen tilanne on useimmiten käsillä yhtiöissä, joiden johto ei ole tietoinen yhtiön omistaman omaisuuden todellisesta arvosta. Yhtiön aliarvostus saattaa johtua myös johdon taitamattomuudesta toimia kehittyneillä pääomamarkkinoilla tai arvopaperimarkkinoilla vallitsevasta yleistilanteesta. Yhtiön, tai joidenkin sen toimialojen, toiminta saattaa olla tappiollista, minkä vuoksi osakkeen kurssi on laskenut huomattavan alas omaisuuteen tai pitkän aikavälin tulosodotuksiin nähden. Jokin sijoittaja voi tällöin ajatella, että yhtiö on arvokkaampi kuin sen osakkeiden senhetkinen yhteenlaskettu hinta tai hinta, jolla osakkeiden omistajat ovat valmiita niistä luopumaan. Jos tällä sijoittajalla on riittävät taloudelliset resurssit, hän voi yrittää hankkia yhtiön osakkeet itselleen ja ollessaan oikeassa itse hyötyä tilanteesta.[70] Toimintaa kehittämällä tappiollinenkin yritys saattaa olla muutettavissa voittoa tuottavaksi. Tällaisessa tilanteessa lienee yleensä järkevää hankkia osakkeita kaikessa hiljaisuudessa vähitellen ja vasta säännösten edellyttämässä vaiheessa käyttää tarjousmenettelyä. Mutta jos maksuvälineenä halutaan käyttää jotakin muuta kuin rahaa, niin julkinen ostotarjous saattaa olla käyttökelpoinen väline jo alkuvaiheessa.

---

[67] *Report*, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 19.

[68] Nämä ajatukset perustuvat pitkälti neoklassiseen talousteoriaan, joka pitää voiton maksimointia yrityksen perustavoitteena, joka suoraan tai välillisesti hyödyttää koko yhteiskuntaa. Ks. *Kreps* s. 724 ss. Näkemys perustuu siihen varsin yleisesti hyväksyttyyn ajatukseen, jonka mukaan olemassa olevan varallisuuden käyttö on tehokkainta silloin, kun yksittäiset ihmiset voivat vapaasti pyrkiä edistämään omaa taloudellista etuaan. Näin esim. *Weinberg & Blank* s. 1009.

[69] *Report*, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 19 s.

[70] *Weinberg & Blank*, s. 1009, huomauttaa, että tällainen toiminta on kansantaloudellisesti perusteltua ja että sitä tulee rajoittaa ainoastaan, jos kilpailuolosuhteet voivat keskittyä liiaksi tai jos kansallisesti tärkeä puolustusteollisuuteen kuuluva yritys joutuisi ulkomaiseen omistukseen.

Yhtiöiden toimialat saattavat olla niin lähellä toisiaan, että omistuksen lähentymisellä voidaan saavuttaa synergiaetuja. Tiettyjen toimintojen yhdistäminen voi aikaansaada kustannussäästöjä tai parantaa toimintaedellytyksiä esimerkiksi paljon pääomaa vaativilla tai voimakkaan kilpailun aloilla. Joillakin toimialoilla on lisäksi paljon ylikapasiteettia, jota voitaisiin omistusjärjestelyjen jälkeen ehkä vähentää ja siten parantaa jäljelle jäävien yksiköiden kannattavuutta. Tällöin tavoiteltava omistusosuus on yleensä hyvin suuri, ja lopullisena pyrkimyksenä, johon tosin ehkä päästään vasta pitkän ajan kuluttua, saattaa olla yhtiöiden sulautuminen. Jos osakkeet halutaan hankkia nopeasti ja edullisesti voidaan käyttää julkista ostotarjousta riittävän osakemäärän hankkimiseen. Samalla voidaan lisäksi taata kaikkien osakkeenomistajien tasapuolinen kohtelu, joka voi olla ostajan yrityskuvan ja myöhempien osakeantien toteuttamismahdollisuuksien kannalta tärkeää. Järjestelyn edettyä riittävän pitkälle ei useinkaan ole enää järkevää jatkaa kohdeyhtiön osakkeiden julkista noteerausta, koska siitä aiheutuu sen tuottamaan hyötyyn nähden paljon kustannuksia ja velvollisuuksia. Joissakin tapauksissa riittävän laajan yhteistyön yritysten välillä takaa pienempikin omistusosuus, esimerkiksi 10 prosentin ristiinomistus, joka voidaan järjestää joko suunnatulla osakeannilla tai hankkimalla osakkeita markkinoilta. Osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu saattaa tässäkin tilanteessa puoltaa julkisen ostotarjouksen käyttämistä.

Yhtiön johdon hankkiessa johtamansa yhtiön osakkeita niin paljon, että se saa määräävän aseman yhtiössä, olisi osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun varmistamiseksi hyvä käyttää julkista ostotarjousta. Tällaisissa management buy out -järjestelyissä[71] yrityksen johto rahoittaa osakeostonsa yleensä lainavaroin. Lainan hoitokulut pyritään viime kädessä kattamaan yhtiön tuloilla tai omaisuutta myymällä, joten muiden osakkaiden kannalta tilanteen julkistaminen on välttämätöntä.

Tarve hankkia lisää omaa pääomaa voi myös olla syynä yritysvaltaukseen. Jos osakepääomaa ei haluta tai ei ole mahdollista hankkia yhtiön nykyisiltä osakkeenomistajilta, voidaan yrittää ostaa jokin muu yhtiö, jonka olemassa oleville osakkeenomistajille tehdään tarjous heidän osakkeidensa vaihtamisesta tarjouksentekijäyhtiön osakkeisiin. Jos kohdeyhtiön omaisuus on helposti rahaksi muutettavaa ja jos sen osakkeet vielä ovat varallisuuteen nähden aliarvostettuja, voidaan menettelyn avulla saavuttaa huomattavia etuja.[72]

Yritysvaltaustilanteita voi olla monentyyppisiä – vihamielisistä valtauksista, joita yrityksen toimiva johto tai osa vanhoista omistajista ei hyväksy, ystävällismieli-

[71] MBO-kaupoista laajemmin *Weinberg & Blank* s. 2073 ss.

[72] Ks. laajemmin *Weinberg & Blank* s. 1036 s.

siin valtauksiin, joihin johto suhtautuu myönteisesti.[73] Tilanteesta riippuu, onko julkisen ostotarjouksen käyttäminen perusteltua. Usein yritysvaltauksen jälkitilanteessa saattaa olla tarpeen julkisen ostotarjouksen ja lopuksi lunastustarjouksen avulla pyrkiä hankkimaan konserniavustuksen käyttämisen edellyttämä 90 prosenttia yhtiön osakkeista.

Yhtiön ollessa yritysvaltauksen kohteena tai suojautuessa uhkaavalta yritysvaltaukselta voidaan julkista ostotarjousta käyttää osakkeiden hankkimiseen. Tällöin yleensä joku yhtiön johdon ja joidenkin vanhojen omistajien kanssa yhteistyössä toimiva yhtiö tai näiden tarkoitusta varten perustama uusi yhtiö tekee julkisen ostotarjouksen kohdeyhtiön osakkeista.

Yritysvaltausten ja yritysten määräysvallasta käytävän kaupan myötä laajentuneisiin arvopaperimarkkinoihin sekä julkisiin ostotarjouksiin on eri tutkimuksissa katsottu liittyvän osakkeenomistajille, yhteiskunnalle ja kohdeyhtiölle seuraavia etu- ja haittatekijöitä: 1) kohdeyhtiön osakkeenomistajat hyötyvät keskimäärin 30–50 prosenttia kohonneista osakkeiden hinnoista,[74] 2) tarjouksentekijäyhtiön osakkeenomistajat yleensä hyötyvät valtauksesta osakkeidensa arvonnousun myötä, joskaan eivät kovin paljon, 3) valtaukset eivät tuhlaa resursseja, koska molempien yhtiöiden arvo yleensä kohoaa ja toiminta tehostuu, 4) kohdeyhtiön johdon tarjousta vastustavat toimenpiteet ovat useimmiten vahingollisia osakkeenomistajien kannalta, 5) kohdeyhtiön ylimmän johdon palkkiosopimukset, erityisesti niin sanotut kultaiset kädenpuristukset (golden parachutes), eivät yleensä heikennä osakkeiden arvoa ja siten osakkeenomistajien asemaa, 6) yritysvaltauksia toimeenpanevien henkilöiden toiminta hyödyttää osakkeenomistajia, 7) yritysvaltaukset ja niitä usein seuraavat fuusiot eivät ole aikaansaaneet liiallista keskittymistä ja 8) yritysvaltauksiin liittyvät edut eivät muodostu monopolisoitumiskehityksen seurauksena.[75] Toisaalta yritysvaltausten ei amerikkalaisten tutkimusten mukaan ole havaittu pitkällä aikavälillä parantaneen yhtiöiden kannattavuutta.[76] Yritysvaltaukset rahoi-

---

[73] Suomalaisessa oikeustieteellisessä kirjallisuudessa yritysvaltauksia käsitellyt mm. *Nuolimaa*, LM 1989 s. 1 ss.

[74] Laajemmin julkisten ostotarjousten preemioita, ts. sitä paljonko tarjoushinta on pörssikurssia korkeampi, ovat tutkineet mm. *Nathan – O'Keefe*, Journal of Financial Economics 1989 s. 101 ss.

[75] Näin *Jensen*, Journal of Economic Perspectives 1988 s. 22 s. ja s. 45. Samoin myös *Jarrell – Brickley – Netter*, Journal of Economic Perspectives 1988 s. 49 ss. ja *Jarrell – Poulsen*, Financial Management 1989 s. 18.

[76] Tutkimuksessa oli selvitetty 1960- ja 1970-luvuilla suoritettuja yritysvaltauksia. 1980-luvun aineiston pohjalta ei vielä ole esitettävissä pitkän aikavälin tuloksia. Tuon tutkimuksen laatija kuitenkin huomauttaa 1980-luvun yritysvaltausten kiistattomista yritysrakenteille tuottamista eduista huolimatta aikaansaamista makroekonomisista riskeistä, joita ei vielä voida selvittää. Ks. *Scherer*, Journal of Economic Perspectives1988 s. 69 ss., erit. s. 80.

tetaan useimmiten velkarahoituksella,[77] joka saattaa aiheuttaa ennakoimattomia riskitekijöitä jopa koko yhteiskunnalle.[78]

3.2.2. Tarjouksen valmisteluun ja toteuttamiseen liittyvät tekijät

Kun on päätetty hankkia jotakin toisen yhtiön omaisuutta, on ensin päätettävä, ostetaanko kyseisen osakeyhtiön osakkeet tai haluttu sen omistama omaisuuserä tai liiketoimintayksikkö. Jos päätetään hankkia osakkeita, on ratkaistava miten paljon niitä ostetaan, vähemmistöosuus, määräysvaltaan riittävä määrä tai kaikki osakkeet, ja lisäksi on ratkaistava monia muita käytännön asioita. Tällöin on päätettävä, miten tavoitteena oleva osakehankinta suoritetaan, toisin sanoen ostetaanko osakkeet yksittäisten osakkeenomistajien kanssa tehtävillä kaupoilla, arvopaperipörssin välityksellä tai julkisen ostotarjouksen avulla ja tarjotaanko vastikkeeksi rahaa, osakkeita tai arvopapereita taikka jokin näiden yhdistelmä.[79]

Osake-enemmistö julkisesti noteeratusta yhtiöstä voidaan hankkia monilla tavoilla, joista tavallisin on osakkeiden ostaminen markkinoilta. Tällöin pyritään luonnollisesti ostamaan mahdollisimman suuria osake-eriä kerralla suoraan tai arvopaperinvälittäjän avulla myyntihalukkaiksi arvelluilta suurosakkailta. Tavallisesti nämä osakkeet maksetaan käteisellä. Kaupat tulisi tehdä useiden myyjien

---

[77] Yritysvaltausten rahoituksessa usein käytettyjen normaalia korkeampikorkoisten ja suuremman riskin sisältävien velkakirjojen (ns. junk bond) markkinoiden kasvusta ja merkityksestä laajemmin ks. esim. *Taggart* s. 15 ss. ja lainarahoituksen turvin suoritetuista yrityskaupoista ks. esim. *NOU 1991:25* s. 17 ss.

Ks. myös *De Mott* teoksessa *Hamilton* s. 949 ss., jonka mukaan eräässä tähän mennessä suurimmista yritysvaltauksista, jossa KKR Inc. osti RJR Nabisco konsernin 25 mrd. dollarilla, ostajan varsinainen omarahoitusosuus oli vain 15 milj. dollaria muun osan kauppahinnan rahoituksesta perustuessa suoranaiseen velkaan tai muiden sijoittajien rahoitukseen. Kuten *De Mott*, s. 950, huomauttaa tämä hyvin suuri yrityskauppa, jolla ostaja sai määräysvaltaansa erään Yhdysvaltain suurimmista yrityksistä, perustui ostajan vaatimattomaan omaan pääomapanokseen ja suureen velanottoon (the liberal *use of other people's money*). Kyseessä oli vaihtotarjous, jossa maksuksi tarjottiin pääasiassa etuoikeutettuja osakkeita ja pitkäaikaisia velkakirjoja, joiden osingot ja korotkin oli ehtojen mukaan mahdollista maksaa käteisen rahan sijasta uusina arvopapereina.

[78] Tähän kiinnittää huomiota esim. *Wessel*, Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali 1990 s. 637 s.

[79] Näitä kysymyksiä on tarkasteltu monissa ulkomaisissa alan käsikirjoissa, joista voidaan mainita esim. *Weinberg & Blank* ja erityisesti sen 2. luku The Forms and Mechanics of Take-overs, *Moore – Stenning*, The Takeover Guide sekä *Practitioner's Guide to the City Code on take-overs and mergers*.

Ruotsalaisessa *Mona Ericsonin* liiketaloustieteellisessä väitöskirjassa, Iggesundsaffären. Rationaliteter i en strategisk förvärvsprocess, on tutkittu erästä 1980-luvun alussa suoritettua suurta yrityskauppaa, jossa käytettiin julkista ostotarjousmenettelyä ja tämän osatekijöitä eri osapuolten kannalta ks. s. 101 ss. ja erit. s. 188 ss.

kanssa samanaikaisesti, jotta tieto uudesta suurostajasta ei pääsisi vaikuttamaan hintoihin tai myyntihalukkuuteen. Ellei haluta tai ole mahdollista maksaa osakkeita rahalla, voidaan tarjota vastikkeeksi tai osana vastiketta muita arvopapereita, joko ostajayhtiön omia osakkeita tai tämän omistamia muun yhtiön osakkeita tai ostajan liikkeelle laskemia velkakirjoja. Saattaa olla myös järkevää suorittaa osakkeiden hankinta vaiheittain, jotta tilanne markkinoilla välillä rauhoittuisi ja osakkeiden ostohinta ei muodostuisi liian korkeaksi.

Teoksessa Weinberg and Bland on Take-overs and Mergers luetellaan 20 tekijää, jotka on otettava huomioon yritysvaltausta valmisteltaessa:[80] 1) onko tavoitteena hankkia kohdeyhtiön osakkeita vai osa sen yrityksestä (omaisuudesta), 2) tarjotaanko vastikkeeksi rahaa, arvopapereita tai näiden yhdistelmää, 3) onko tarkoitus hankkia 100 prosenttinen omistusosuus kohdeyhtiöstä, 4) suhtautuuko kohdeyhtiön johto myönteisesti tarjoukseen ja kuinka suuri osa kohdeyhtiön osakkeenomistajista todennäköisesti hyväksyy tarjouksen, 5) voivatko kohdeyhtiössä määräysvaltaa käyttävät tahot pidättää päätösvallan itsellään, 6) onko kohdeyhtiössä erilajisia osakkeita, vaihtovelkakirjoja tai optiotodistuksia, jotka vaativat erityisjärjestelyjä, 7) tarvitaanko kohdeyhtiön osakkeenomistajien suostumusta johonkin myöhemmin tehtävään järjestelyyn, kuten osakepääoman korottamiseen tai toimialan muutokseen, 8) onko kohdeyhtiöllä etuoikeutettua pääomaa tai liikkeellä olevia velkakirjoja, joiden omistajan lupa tarvitaan järjestelyyn tai jotka ehtojensa mukaan erääntyvät tällaisessa tilanteessa, 9) onko tarjouksentekijä tai joku sen kanssa yhteistoiminnassa oleva, hankkinut lunastusvelvollisuutta koskevien säännösten tarkoittamana aikana kohdeyhtiön osakkeita siten, että tämä tulisi ottaa tarjouksessa huomioon, 10) mahdolliset leimaverotukseen liittyvät seikat, 11) tarjouksentekijään ja kohdeyhtiöön liittyvät veroseuraamukset, 12) tarjouksen kohteena olevien kohdeyhtiön osakkeenomistajien verotukseen vaikuttavat tekijät, 13) miten tarjouksentekijä aikoo rahoittaa hankinnan, 14) mitä vaikutuksia yrityshankinnalla on tarjouksentekijäyhtiön tulevaisuudessa tilinpäätöksessään osoittamaan voittoon tai tappioon sekä sen taseeseen, jos yritysvaltaus johtaa sulautumiseen tai jos kohdeyhtiö jää tytär- tai osakkuusyhtiöksi, 15) kohdeyhtiön osakkeiden arvon määritykseen liittyvät ongelmat ja mahdolliseen vaihtotarjoukseen liittyvä tarjouksentekijäyhtiön ja kohdeyhtiön osakkeiden keskinäinen suhteellinen arvostus, 16) vaikutus yhtiöiden pääomarakenteeseen, 17) onko kohdeyhtiöllä arvokkaita sopimuksia, joita ei voida siirtää tai jotka saattavat päättyä, jos määräysvalta yhtiössä vaihtuu, 18) kohdeyhtiön johdon asema ja arvovalta, 19) tarjouksentekijä- ja kohdeyhtiön verotuksellinen kotipaikka ja sen vaikutukset ja 20) kilpailuviranomaisten suhtautuminen uuteen yrityskokonaisuuteen.

---

[80] *Weinberg & Blank* s. 2001 ss.

Julkisen ostotarjouksen valmistelussa voidaan erottaa ainakin seuraavia eri vaiheita.[81] Aluksi tulee harkita koko tarjouksen toteuttamisen mielekkyyttä ja kerätä tarjousehtojen sisällön lopullisen muotoilun kannalta tarpeelliset tiedot kohteena olevasta yhtiöstä. Ennen julkista ostotarjousta markkinoilta usein hankitaan 10 prosenttia, 20 prosenttia tai 1/3 osakkeista (tai äänistä) ja vasta tämän jälkeen tehdään julkinen ostotarjous ratkaisevista lisäosakkeista.[82] Arvopaperimarkkinalaissa oleviin osakkeenomistajan omistusosuuden muutoksia koskeviin tiedonantovelvollisuussäännöksiin on kiinnitettävä huomiota ja huolehdittava siitä, että vaadittavat ilmoitukset tehdään viivytyksettä.[83] Kohdeyhtiön omistusrakennetta on tarkastel-

[81] Ks. esim. *Moberg – Samuelsson* s. 154 ss. tai *Öster* s. 61 ss.

[82] Eri maiden valvontaviranomaiset (erit. SEC ja Takeover Panel) ja asiasta kirjoittaneet ovat kiinnittäneet huomiota ennen julkisen ostotarjouksen tekemistä hankittuihin osakkeisiin sisäpiirin tietojen hyväksikäyttämisen näkökulmasta. Tarjouksen tekijähän saa selvästi etua hankkiessaan osakkeita markkinoilta tulevaa tarjoushintaa alhaisemmalla hinnalla. Sisäpiirisäännösten kannalta ongelmallinen on tarjouksentekemisaikomuksen tai -päätöksen ja sen julkistamisajankohdan välinen aika. City Code'in Rule 4.1 "No dealings of any kind (including option business) in securities of the offeree company by any person, *not being the offeror*, who is privy to confidental price-sensitive information concerning an offer or contemplated offer may take place ..." sallii tarjouksen tekijän ostaa kohdeyhtiön osakkeita kriittisenä aikana, jolloin esim. sen palveluksessa olevat henkilöt eivät saa tehdä kauppoja. Samoin esim. amerikkalainen Rules and regulations under securities exchange act of 1934, rule 14e–3. EU:n sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY, art. 2.2) on tältä osin tulkinnanvarainen. Toisaalta raja julkisen ostotarjouksen tekemisvelvollisuuteen on tulkinnanvarainen ja osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaate edellyttää tarjouksen julkistamista edeltävän vaiheen hyväksikäytöstä pidättymistä. Kysymys on ratkaistava tapauskohtaisesti. Ks. tästä problematiikasta laajemmin *Davies* s. 244 ss. ja erit. s. 256 ss. ja *Wymeersch*, Insider Trading s. 80 s. sekä *Weinberg & Blank* s. 3228/1.

[83] AML 2:9:ssä säädetty ilmoitusvelvollisuus, ns. liputusvelvollisuus, koskee kaikkia julkisesti noteeratun suomalaisen yhtiön osakkeenomistajia. Lisäksi ilmoitusvelvollinen voi olla muukin henkilö kuin osakkeenomistaja, jos tämä sopimuksen perusteella tai muutoin voi päättää äänivallan käytöstä. Ilmoitusvelvollisen tulee ilmoittaa yhtiölle ja rahoitustarkastukselle, kun sen osuus yhtiön äänimäärästä tai osakepääomasta saavuttaa, ylittää tai alittaa yhden kymmenesosan, yhden viidesosan, yhden kolmasosan, puolet tai kaksi kolmasosaa. Ilmoitus on tehtävä viipymättä ja viimeistään seitsemäntenä päivänä siitä, kun on saatu tieto ääniosuus- tai pääomarajan saavuttamisesta, ylittymisestä tai menettämisestä. Jos osakkeenomistaja on osapuolena sopimuksessa, joka toteutuessaan voi johtaa mainittujen rajojen saavuttamiseen, ylittymiseen tai vähenemiseen, ilmoitus on tehtävä viimeistään sopimuksen tekopäivänä. Yhtiön tulee julkistaa osakkeenomistajalta tai muutoin saamansa omistusrakennetta koskeva ilmoitettava tieto viipymättä ja viimeistään yhdeksän päivän kuluttua (AML 2:10).

Laskettaessa ilmoitusvelvollisuuden aikaansaavaa ääni- ja omistusosuutta luetaan osakkeenomistajan osuuteen tämän määräysvallassa olevalla yhteisöllä ja säätiöllä sekä yhtiön ja näiden eläkesäätiöllä ja eläkekassalla oleva ääni- ja omistusosuus. Yhteisön katsotaan olevan osakkaan tai jäsenen määräysvallassa, jos tällä on ääntenenemmistö tai jos tällä on sopimuksen perusteella oikeus käyttää ääntenenemmistöä tai jos tämä on muutoin oikeutettu asettamaan tai erottamaan hallintoneuvoston, hallituksen tai vastaavan toimielimen jäsenten enemmistön (AML 1:4,5). Määräysvallan syntymiselle on perustelujen mukaan riittävää sen käytön mahdollisuus, *HE 318/1992* s. 14. Määräysvalta-

tava, jotta voidaan valita oikea toteutustapa tarjoukselle. Tällöin on muun muassa ratkaistava, suunnataanko tarjouksen päähuomio pienosakkaisiin vai suuriin institutionaalisiin omistajiin. Suurimpien osakkaiden kanssa on joka tapauksessa neuvoteltava, koska heidän myötävaikutustaan saatetaan tarvita.[84] Ostotarjoussuunnitelmaa ja tarjouksen ehtoja laadittaessa on ratkaistava millainen tarjous tehdään, toisin sanoen kuinka suurta osakemäärää tarjous koskee, mikä hinta osakkeista tarjotaan ja maksetaanko kaikista kohdeyhtiön osakkeista yhtä paljon vai pyritäänkö ostamaan määräysvallan saavuttamisen jälkeen loput osakkeet halvemmalla hinnalla kuin mitä tarjouksessa käytetään. On myös ratkaistava, miten menetellään, jos tarjouksessa asetettuja minimitavoitteita ei saavuteta tai jos osakkeita tulee tarjolle enemmän kuin halutaan ostaa.

Kohdeyhtiön hallitukselle voidaan ilmoittaa aikomuksesta tehdä julkinen ostotarjous, jotta hallitus voi ratkaista, minkä kannan se ottaa tarjoukseen, toisin sanoen suhtautuuko hallitus tarjoukseen myönteisesti vai ei. Hallituksen suhtautuminen voidaan ilmoittaa myös tarjousehdoissa.[85] Yhtiön hallitus ei voine kovin helposti ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin ilman yhtiökokouksen päätöstä.[86]

---

suhde voi syntyä myös luonnollisen henkilön ja minkä tahansa oikeushenkilön välille. Ilmoitettavaa osuutta tarkasteltaessa huomioon otetaan myös äänimäärä, jonka käytöstä osakkeenomistaja voi yksin tai yhdessä kolmannen kanssa päättää tekemänsä sopimuksen nojalla tai muutoin, samoin kuin optiotodistusten tai vaihtovelkakirjojen perusteella saavutettavissa oleva osuus. Jos konsernin emoyritys tekee ilmoituksen, ei muiden konserniin kuuluvien tarvitse sitä tehdä, vaikka osakkeita olisikin niiden hallussa. Jos julkisesti noteeratusta yhtiöstä tulee tytäryhtiö, konsernin emoyhtiö on velvollinen viipymättä julkistamaan konsernisuhteen syntymisen ja tiedottamaan, miten tämä vaikuttaa kyseisen yhtiön ja sen osakkeenomistajan asemaan (AML 2:8).

[84] Ongelmallisiksi muodostuvat tällöin sisäpiirin säännökset luottamuksellisesta yritystiedosta. Neuvotteluja on kuitenkin pidetty hyödyllisinä paitsi tietenkin ostajan ja ko. suurosakkaiden, niin myös muiden osakkeenomistajien kannalta, koska siten ostotarjouksen ehdot, erityisesti hinta, muotoutuvat kohdeyhtiön todellista arvoa paremmin vastaavalla tavalla. Ks. *Widhagen*, Festskrift till *Gotthard Galissendorff* s. 315.

[85] Joissakin erityistilanteissa, esim. jos etukäteen tiedetään kohdeyhtiön hallituksen pyrkivän vastustamaan tarjousta, saattaa tarjouksen tekijän kannalta olla perusteltua ja hyväksyttävää tehdä tarjous ilman etukäteisilmoitusta, jotta hallitus ei ehdi ryhtyä vastatoimiin. Tällöin lopullinen tarjousta koskeva päätös on tehtävä tarjouksen julkistamispäivänä.

[86] Ainoastaan tarjouksen ollessa selvästi yhtiön tai muiden osakkeenomistajien etujen vastainen hallitus voinee toimia tarjousta vastaan. Hallituksen toimintavapautta rajoittaa OYL 8:14 yleislauseke. Hallitus ei saa ryhtyä mihinkään selvästi yhtiötä vahingoittaviin toimiin. Normaaliin liiketoimintaan kuuluvat toimet ovat luonnollisesti sallittuja, mutta esim. yhtiön omaisuuden laajempi realisointi voi tässä yhteydessä olla kiellettyä. Esim. ruotsalaiseen julkista ostotarjousta sääntelevään itsesääntelynormistoon sisältyy kohdeyhtiön hallituksen toimintaa koskevat määräykset. Ks. myös *Dahlgren – Moberg* s. 195 ss. Valtakirjojen keräämisestä hallituksen aseman kannalta ks. *Öster* s. 72 s. Yhtiön johdon asemasta ja vastuusta julkisen ostotarjouksen yhteydessä Englannin yhtiölain kannalta ks. *Loose – Yelland* luku 5.21. Tosin englannin lainsäädäntö poikkeaa tältä osin lähtökohdiltaan pohjoismaisesta.

Ostotarjouksesta on tiedotettava julkisuuteen[87] heti, kun ostaja (ostajayhtiön hallitus) on päättänyt tarjoutua ostamaan tietyn määrän osakkeita. Päätös on lisäksi annettava tiedoksi kohdeyhtiölle ja asianomaisen julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.[88] Liian aikaista julkisuutta on varottava, koska se saattaa jopa kokonaan estää tarjouksen onnistumisen. Tarjouksen valmistelutoimet on ehdottomasti pidettävä salassa lopullisesta tarjouksentekemispäätöksestä tiedottamiseen asti. Ostotarjouksen käytännön toteuttamisesta on lisäksi neuvoteltava pankin tai pankkiiriliikkeen kanssa, ellei ostopaikkana ole esimerkiksi ostajayhtiön oma toimipaikka. Tämän jälkeen on laadittava lopulliset tarjousehdot ja tarjousesite ja huolehdittava niiden jakelusta sekä pidettävä huoli siitä, että ostopaikkojen henkilökunnalla on riittävät tiedot tarjouksesta ja siihen liittyvistä muista kysymyksistä. Tarjousehdoissa tulee olla kohdeyhtiöstä riittävät tiedot,[89] jotka on kerättävä julkisen materiaalin pohjalta, ellei kohdeyhtiö suhtaudu myönteisesti tarjoukseen. Tarjouksen kohteena olevalla yhtiöllähän ei meillä, toisin kuin eräissä muissa maissa, ole mitään velvollisuutta luovuttaa tietoja tarjouksen tekijälle.

Tarjouksen esittäjän on valmistauduttava tiedottamaan asian tarjousaikana mahdollisesti saamista uusista käänteistä.[90] Kohdeyhtiön hallitus saattaa tavalla tai toisella pyrkiä vaikuttamaan tarjouksen menestymismahdollisuuksiin. On myös varauduttava siihen, että joku muu saattaa esittää kilpailevan tarjouksen – toisin sanoen on valmistauduttava reagoimaan nopeasti esille tuleviin uusiin kysymyksiin. Tarjousajan päätyttyä on selvitettävä paljonko osakkeita on saatu ja tiedotettava asiasta julkisuuteen sekä päätettävä toimenpiteistä, joilla taataan osakkeiden myyjien tasapuolinen kohtelu, jos myyntiin tulleita osakkeita on enemmän tai vähemmän kuin ostotarjouksen mukaan oli tarjouduttu ostamaan ja luonnollisesti noudatettava jo tarjousehtoihin sisällytettyjä asiaa koskevia periaatteita.

---

[87] Julkistamisella tarkoitetaan (AML 2:7) tiedon saattamista yleisön tietoon julkisen kaupankäynnin järjestäjän, esim. arvopaperipörssin, ja julkisten tiedotusvälineiden välityksellä. Rahoitustarkastuksen ohjeen mukaan tieto tulee toimittaa ensisijaisesti julkisen kaupankäynnin järjestäjän kautta, joka huolehtii sen edelleen jakamisesta. Sen lisäksi tieto tulee toimittaa kahdelle valtakunnalliselle lehdelle ja muille keskeisille tiedonvälittäjille, kuten Suomen Tietotoimistolle ja Yleisradiolle. Näin *Ohje 204.1* s. 13.

[88] AML 6:2,1.

[89] Tietojen tulee olla mieluummin liian yksityiskohtaisia kuin liian ylimalkaisia. Itsestäänselvien asioiden esittämisellä ei myöskään saa pyrkiä johdattelemaan esitteen lukijaa toivottuun suuntaan. Ks. laajemmin näistä City Code'in ja Lontoon arvopaperipörssin Yellow Bookin tiedottamista koskevista periaatteista, jotka soveltuvat hyvin meillekin *Practitioner's Guide to the Yellow Book* s. 138 s.

[90] Mielenkiintoinen esitys julkisten tiedotusvälineiden yritysvaltauksista luomasta yleisestä käsityksestä, niiden eduista ja haitoista sekä ns. valtaajista syntyvistä henkilökuvista, on *Schneiderin* ja *Dunbarin* psykoanalyyttinen tutkimus. He toteavat valtaajien aikaa myöten häviävän julkisuudesta tai muuttuvan julkiselta kuvaltaan tavallisiksi liikemiehiksi. Ks. *Schneider – Dunbar,* Academy of Management Review 1992 s. 537 ss. ja erit. s. 562.

Jos julkista ostotarjousta käytetään apuvälineenä yritysvaltaukselta suojautumiseen, sen käyttäminen tulee yleensä ajankohtaiseksi valtaajan jo tehtyä oman ostotarjouksensa tai muuten hankittua laajamittaisesti osakkeita. Vanhojen omistajien halutessa säilyttää yhtiön vanhan valtapiirin omistuksessa jonkin uuden, vihamieliseksi tai ei-toivotuksi koetun tahon hankkiessa osakkeita on julkinen ostotarjous tehokas ja nopea tapa vastata toisen jo tekemään tarjoukseen. Se on myös oikeudenmukainen yhtiön muita osakkeenomistajia kohtaan, koska siitä nämä saavat riittävästi informaatiota mahdollisen myyntipäätöksensä tueksi. Tosin nopeampi ja tehokkaampi keino saattaa olla kurssitason nopea nostaminen riittävän korkealle, mikäli se laillisin keinoin on mahdollista, jolloin valtaajan ei kannata hankkia lisää osakkeita.[91]

[91] Riittävän korkea kurssitaso on yleisesti tunnustettu parhaaksi keinoksi yritysvaltauksilta suojautumiseen, ks. esim. *Fruhan Jr.*, Harvard Business Review July–August 1988 s. 63 ss.

4. YHDENVERTAISUUSPERIAATE ARVOPAPERI-MARKKINAOIKEUDESSA

4.1. Yleistä

4.1.1. Yhtiöoikeudellinen sääntelyjärjestelmä

Taloudelliset ilmiöt ovat useimmiten niin monivivahteisia ja nopeasti muuttuvia, että lainsäädäntö on liian hidas sopeutumaan uusiin tilanteisiin. Tämä aikaansaa tehottomuutta. Täydellisen ratkaisun etsiminen ei myöskään yleensä ole tarkoituksenmukaista, vaan eri osapuolten ja myös talouden yleisten etujen kannalta riittävää on kullakin hetkellä saavutettavissa olevan parhaan ratkaisun löytäminen. Monissa kysymyksissä riittää, kun lainsäädäntö luo toiminnalle peruspuitteet ja toiminta voidaan sitten sopimusteitse järjestää kuhunkin tilanteeseen parhaiten sopivalla tavalla. Esimerkiksi arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeudessa tämä merkitsee sitä, että lainsäädännön tulee sisältää sääntelyn perusta, mihin keskeisesti liittyvät erilaiset yleiset periaatteet, kuten yhdenvertaisuusperiaate, ja tämän yleisen sääntelyn pohjalta kukin yhtiö sitten järjestää omat asiansa sille parhaiten soveltuvalla tavalla yhtiöjärjestykseen otettavin määräyksin. Mitä dispositiivisempia säännökset ovat, sitä enemmän korostuu yleisten periaatteiden merkitys.

Sen paremmin arvopaperimarkkinaoikeus kuin yhtiöoikeus tai muu lainsäädäntö ei voi ratkaista sitä, onko jokin yritysosto kansantalouden kannalta hyvä vai huono asia, eikä tällaisen asian ratkaiseminen myöskään kuulu oikeusjärjestyksen tehtäviin. Sen sijaan oikeusjärjestelmän tulee huolehtia siitä, että on olemassa puitteet erilaisia yritysostotilanteita varten, että markkinat toimivat mahdollisimman tehokkaasti ja ettei markkinoiden väärinkäyttö ole mahdollista.[1] Näin yhteiskunnan voimavaroja käytetään mahdollisimman tehokkaasti.

Kirjallisuudessa on mainittu ainakin neljä syytä, minkä vuoksi yhtiöoikeudellinen sääntelyjärjestelmä tulisi rakentaa osakkeenomistajan voitonmaksimointitavoitetta tukevaksi.[2] Näitä syitä ovat ensinnäkin (1) se, että sijoittajan (osakkeenomistajan) omaisuuden maksimoiva normisto helpottaa pääomien hankintaa yhtiön käyttöön. Pääomanmuodostus puolestaan luo työmahdollisuuksia ja taloudellista

[1] *Reul* s. 2.

[2] *Macey* s. 12 ss.

kasvua, joka hyödyttää paitsi osakkeenomistajaa niin myös koko yhteiskuntaa. Toiseksi (2) osakkeenomistajien katsotaan olevan siinä mielessä ainutlaatuisessa asemassa, että yhtiön tuottama voitto kuuluu kokonaan heille muiden yhtiön kanssa tekemisissä olevien tahojen saadessa ainoastaan etukäteen sovitun kiinteän korvauksen panoksestaan. Näin nämä muut tahot, kuten työntekijät, lainanantajat ja useimmiten yritysjohtokin, eivät ole niin kiinnostuneita yhtiön menestymisestä eivätkä ole valmiita ottamaan riskejä, vaan ovat lähinnä kiinnostuneet sovittujen heille kuuluvien suoritusten varmistamisesta. Osakkailla ei ole etukäteen sovittua oikeutta saada sijoitukselleen tuottoa[3] taikka yhtiöön sijoittamaansa pääomaa takaisin[4] jonakin tiettynä ajankohtana, mutta heidän sijoituksensa arvo kasvaa yhtiön menestyessä. Koska yhtiön koko voitto kuuluu osakkeenomistajille, on selvää, että he pyrkivät järjestämään yhtiön toiminnan niin, että voitto muodostuisi mahdollisimman suureksi. Osakkeenomistajilla on siis muihin tahoihin nähden selvästi suurempi tarve huolehtia yhtiön toiminnan, erityisesti tuotannollisten, mutta myös tutkimus- ja kehitysinvestointien, tehokkaasta järjestämisestä. Valtaosa investointien mahdollisesti kerryttämistä tuloista kuuluu nimittäin heille, samoin kuin niiden aiheuttamat kulut jäävät heidän kannettavakseen, jos tulo-odotukset eivät toteudukaan. Tämän näkemyksen mukaan parhaat päätökset syntyvät, jos osakkeenomistajat voivat ratkaista asian.[5] Kolmanneksi (3) katsotaan tästä voitonmaksimointipäämäärästä poikkeamisen hämärtävän myös oikeusjärjestelmää, koska yritysjohto ja hallituksen jäsenet joutuisivat mahdottomaan tilanteeseen, kun heidän pitäisi ottaa huomioon ja tyydyttää monien eri etutahojen keskenään ristiriitaiset pyrkimykset. Tällaisessa tilanteessa yritysjohdon päätöksenteon laatu ja vastuuntunto laskisivat, minkä johdosta osakkeenomistajien sijoituksen arvo laskisi. Se puolestaan vahingoittaisi koko yhteiskuntaa, koska pääomanmuodostuksen kustannukset nousisivat ilman, että millekään muulle taholle syntyisi toisten menetystä vastaavia lisätuloja. Neljäs (4) osakkeenomistajan omaisuuden arvon maksimointia yhtiöoikeuden keskeisenä lähtökohtana puoltava tekijä on se, että osakkeenomistajat joutuvat kantamaan muihin yhtiön etutahoihin verrattuna suurempaa riskiä. Kaikki muut tahot voivat suojata asemaansa erilaisin sopimusjärjestelyin, joilla kielletään yhtiöltä jonkin ei-toivotun järjestelyn tekeminen. Yksittäinen osakkeenomistaja ei voi mitenkään turvata asemaansa, jos yhtiö esimerkiksi muuttaa toimialaa, luovuttaa omaisuutta tai jos se fuusioidaan johonkin toiseen yhtiöön. Sen

---

[3] Osingonjaostahan päätetään vasta tilikauden päätyttyä vahvistettavan taseen perusteella, ja päätös on yleensä enemmistöpäätös. Enemmistön niin halutessa voidaan voitto jättää yhtiöön (tosin monissa oikeusjärjestelmissä vähemmistönsuojakeinoihin kuuluu ns. minimiosinkosäännös).

[4] Poikkeuksena tästä on mahdollisuus yhtiöjärjestyksessä määrätä ns. lunastusehtoisista osakkeista (meillä OYL 6:4). Vastaavia säännöksiä on myös ulkomaisissa laeissa.

[5] Näin *Macey* s. 13 ja *Easterbrook – Fischel*, The Journal of Law and Economics 1983 s. 398 ss.

sijaan esimerkiksi luotonantaja voi luoton ehdoissa ennakolta ottaa huomioon tällaiset tilanteet ja sopia luoton ennenaikaisesta erääntymisestä, jos yhtiön toimintaedellytykset muuttuvat.[6] Tosiasiassa ei ole kysymys siitä, onko rahoittajalla vahvan neuvotteluasemansa vuoksi mahdollisuus näin menetellä, vaan siitä, että lainsäädäntö suo yhtiön ulkopuoliselle mahdollisuuden tällaiseen menettelyyn, mutta osakkeenomistajalla ei ole mahdollisuutta turvata asemaansa tällä tavoin. Osakkeenomistajan turvana on ainoastaan lojaliteettiperiaate, toisin sanoen yhtiön johdon lojaalisuus yhtiötä kohtaan ja jossain määrin osakkeenomistajien keskinäinen lojaalisuus, sekä pyrkimys yhtiön varallisuuden maksimointiin.[7]

Agentin käyttäytymistä on sanottu ohjaavan fidusiaariset velvollisuudet. Sillä tarkoitetaan agentin lojaalisuusvelvollisuutta päämiestä kohtaan, toisin sanoen tämän velvollisuutta pyrkiä toimimaan päämiehen edun mukaisesti. Yhtiöoikeudellisen toimivallan osalta fidusiaaristen velvollisuuksien merkitys on erityisen suuri Yhdysvalloissa, koska amerikkalaisessa yhtiöoikeudessa ei ole yksityiskohtaisesti määritelty yhtiön johdon toimivallan rajoja, vaan ne tulee ratkaista kysymys kysymykseltä tapauskohtaisesti.[8] Tosiasiassa kaikkialla on kuitenkin kysymys samasta asiasta, olipa oikeusjärjestelmä mikä tahansa. Yritysvaltaustilanteessa päämiehen (omistaja) ja agentin (yritysjohto) edut ovat usein ristiriidassa keskenään, vaikka normaalisti tehtävien jakamisen on katsottu olevan kummankin osapuolen etujen mukaista.[9] Tämä johtuu siitä, että usein johdon omistusosuus on pieni, ja sen vuoksi omistajat kärsivät osakkeen kurssin laskemisesta huomattavasti enemmän kuin yritysjohto, minkä vuoksi johto saattaa pyrkiä puolustamaan omaa asemaansa silläkin uhalla, että osakkeen kurssi näiden toimien vaikutuksesta laskee. Toisaalta on kuitenkin huomautettu yritysvaltauksen ja siitä mahdollisesti seuraavan työpaikan menetyksen uhan pienentävän mainittua etujen ristiriitaa.[10] Amerikkalaisessa yhtiöoikeudessa fidusiaariset velvollisuudet on ulotettu myös osakkeenomistajien keskinäisiin suhteisiin ja tällä perusteella on edellytetty heidän yhdenvertaista kohte-

---

[6] Käytännössä tämäntyyppisissä lainaehdoissa sovitaan esim. yhtiön mahdollisen omistusrakenteen muutoksen vaikutuksista laina-aikaan. Mm. valtioenemmistöisissä yhtiöissä rahoittajat usein edellyttävät valtion säilyttävän asemansa enemmistöosakkaana, koska nämä katsovat luottoriskin muutoin lisääntyvän.

[7] *Macey* s. 12 ss.

[8] Amerikkalaisessa yhtiöoikeudessa fidusiaarisia velvollisuuksia ja siihen liittyvää business judgement rule -sääntöä on selvittänyt Pohjoismaissa mm. *Dotevall* s. 143 ss.

[9] Separation of ownership and control, ks. *Easterbrook – Fischel*, The Yale Law Journal 1982 s. 701. Ks. myös *Black*, Stanford Law Review 1989 s. 627, jossa tämä selostaa yllä mainittua *A. Berlen* ja *G. Meansin* jo vuonna 1932 julkaistussa teoksessaan The Modern Corporation and Private Property tekemää havaintoa ja vertaa tilannetta nykypäivän yritysvaltauksiin.

[10] *Easterbrook – Fischel*, The Yale Law Journal 1982 s. 701. Tähän tilanteeseen liittyvistä ns. agenttikustannuksista laajemmin *Easterbrook – Fischel*, Harward Law Review 1981 s. 1168–1174.

luaan. Eurooppalaiset oikeusjärjestelmät eivät kuitenkaan tunnusta fidusiaaristen velvollisuuksien näin laajaa tulkintaa. Määräysvaltaa käyttävällä osakkeenomistajalla ei ole katsottu olevan velvollisuuksia vähemmistöosakkeenomistajan aseman turvaamiseen,[11] elleivät normit sisällä säännöstä asiasta.

Viimeksi mainittu kanta on selkeästi tunnustettu niin Suomen kuin muidenkin Pohjoismaiden yhtiölainsäädännössä. Lähtökohtaisestihan "yhtiöosuutta ei voi yhtiön toiminnan aikana 'irtisanoa'", kuten Rissanen on todennut. Kantaansa hän perustelee yhtiön toiminnan edellyttämän jatkuvuuden turvaamisella ja velkojien aseman suojaamisella. Koska osakeyhtiöön sijoitettua pääomapanosta ei – ainakaan vähemmistöosakas – voi sen toiminnan aikana muuttaa rahaksi, on osakeyhtiölainsäädännössä korostettu osakkeen vaihdettavuutta, vapaata luovutettavuutta,[12] jolla siis turvataan osakkeenomistajalle mahdollisuus muuttaa sijoituksensa rahaksi. Käytännössä tämä on merkinnyt yhtiöosuuden (osakkeen) ja yhtiövarallisuuden eriytymistä toisistaan,[13] mikä puolestaan edelleen on merkinnyt omistuksen ja määräysvallan eriytymistä.[14] Osakkeen arvoon vaikuttavat näin yhtiön varallisuuden lisäksi monet muut tekijät, joista eräs on kyseisen osakkeen markkinatilanne. Siihen puolestaan vaikuttaa muiden tekijöiden ohella se, miten turvalliseksi osakkeen mahdolliset ostajat kokevat asemansa. He ovat valmiita maksamaan osakkeesta sitä korkeamman hinnan, mitä korkeammat heidän odotuksensa osakkeen tulevasta kurssikehityksestä ovat ja miten helppoa he kuvittelevat osakkeen edelleen myymisen aikanaan olevan sekä siitä miten suureksi he arvioivat riskin siitä, että joku taho hankkii yhtiössä määräysvallan eikä ehkä olekaan halukas ostamaan heidän osakkeitaan. Tämän osakeomistuksen käteisvaroiksi muuttamisen vaikeutumiseen liittyvän riskin pienentämiseksi ja osakkeenomistajien keskinäisen yhdenvertaisuuden turvaamiseksi lainsäädäntöön on otettu normeja tietyissä tilanteissa syntyvästä lunastusvelvollisuudesta. Samojen syiden vuoksi eräät yhtiöt ovat halunneet parantaa omien osakkaittensa suojaa ottamalla yhtiöjärjestykseensä lakisääteisiä lunastusnormeja tiukempia määräyksiä.

---

[11] *Wymeersch*, European Takeovers s. 356 alav. 29. Eräät saksalaiset tutkijat ovat tosin olleet näkevinään Saksan korkeimman oikeuden ratkaisuissa enemmistöosakkaan lojaliteettivelvollisuutta korostavia perusteluja. Ks. *Lutter*, Juristen Zeitung 1976 s. 225, jota on selostettu laajemmin jäljempänä s. 266 s. alaviitteissä 73–80. Ks. myös edellä s. 43 alav. 163.

[12] OYL 3:2. Vapaata luovutettavuutta korostetaan myös hallituksen esityksessä uudeksi osakeyhtiölaiksi seuraavasti: "Osakeyhtiöoikeuden tärkeimpiä periaatteita on osakkeiden vaihdannan vapaus", *HE 27/1977* s. 29.

[13] *Rissanen*, Juhlajulkaisu *Matti Ylöstalo* s. 319.

[14] *Koski*, Konserni s. 254 ss. ja siinä mainitut lähteet. Omistuksen ja määräysvallan suhteesta on kirjoitettu varsin paljon, ks. esim. *Edward S. Herman*: Corporate Control, Corporate Power, *R. I. Tricker*: Corporate Governance ja *Oliver E. Williamson:* Corporate Finance and Corporate Governance.

4.1.2. Yhdenvertaisuusperiaatteen taloudellinen sisältö

Talouspainotteisessa oikeustieteessä on pohdittu paljon osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun merkitystä ja vaikutusta taloudelliseen tehokkuuteen. Tutkimukset päätyvät selkeästi siihen, että yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen aikaansaa tehottomuutta. Tarkastelun kohteena on tällöin yleensä ollut osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu julkisen ostotarjouksen yhteydessä ja yhdenvertaisuusperiaatteeseen vedoten mahdollisesti säädetty lunastusvelvollisuus. Talouspainotteisen oikeustieteen tutkijat eivät näin pohdi yhdenvertaisuutta niinkään sen perinteisessä yhtiöoikeudellisessa merkityksessä, toisin sanoen osakkeenomistajien keskinäisessä sekä heidän ja yhtiön välisessä suhteessa, vaan lähinnä arvopaperimarkkinoiden yleisen merkityksen ja osakkeenomistajan sijoitukselleen saaman tuoton kannalta.

Keskeistä on yrityksen määräysvaltamarkkinoiden toimivuus (market for corporate control). Arvopaperimarkkinoilla osakkeen kurssi ja yritysjohdon asiantuntemus korreloivat yleensä keskenään. Jos yritystä johdetaan huonosti, osakkeen kurssi laskee muiden vastaavien yritysten osakkeisiin nähden. Tämä luo muille yrityksille mahdollisuuden hankkia määräysvallan tuossa huonosti johdetussa yrityksessä. Onnistuessaan sitten johtamaan sitä paremmin osakkeen kurssi nousee ja määräysvallan hankkinut vaurastuu. Yhteiskunnan kannalta tilanne on myöskin edullinen, koska toiminta tehostuu.[15] Määräysvaltamarkkinoiden olemassaolon on sanottu tehostavan yritysten toimintaa myös sen vuoksi, että yritysvaltauksen pelko saa johdon toimimaan paremmin.[16] Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen menettelyn paremmuutta ovat perustelleet ennen kaikkea Easterbrook ja Fischel.[17] Heidän mielestään osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu on taloudellisesti tehotonta, koska se rajoittaa yrityksen määräysvaltamarkkinoiden tehokasta toimintaa. He esittävät kolme perustelua väitteelleen.[18] Ensinnäkin osakkeenomistaja saa yleensä voittoa myydessään määräysvallan tuottavan osake-erän pörssikurssia korkeampaan hintaan.[19] Toiseksi tämän voiton suuruus ja olemassaolo ovat ainakin osaksi

---

[15] *Reul* kuvaa näin *Henry G. Mannen* kehittämää teoriaa, *Reul* s. 128 s.

[16] *Black*, Stanford Law Review 1989 s. 631.

[17] *Easterbrook – Fischel*: Corporate Control Transactions, The Yale Law Journal 1982 s. 698 ss. Heidän ajatuksiaan ovat esitelleet myös esim. *Reul* s. 130 ss. ja *Watter* s. 274 ss.

[18] *Easterbrook – Fischel*, The Yale Law Journal 1982 s. 698, s. 705 ja s. 715 s.

[19] Yritysvaltaustarkoituksessa tehdyissä julkisissa ostotarjouksissa tarjoushinta on yleensä huomattavasti aikaisempaa markkinahintaa korkeampi. Tämä on todettu lukuisissa tutkimuksissa, ks. esim. *Black*, Stanford Law Review 1989 s. 601 ss. tai *Bradley – Desai – Kim*, Journal of Financial Economics 1988 s. 11. Taloustieteessä on harvoin asetettu kyseenalaiseksi, onko ennen tarjousta vallinnut hintataso oikea lähtökohta vertailulle, sillä monet osakkeenomistajat ovat voineet hankkia osakkeensa huomattavasti korkeampaan tai alhaisempaan hintaan kenties vuosia aikaisemmin.

riippuvaisia osakkeenomistajien epäyhdenvertaisesta kohtelusta, koska ostaja on valmis maksamaan määräysvallan tuottavista osakkeista huomattavasti suuremman hinnan, ellei hänen tarvitse samalla kertaa tarjoutua ostamaan muiden osakkeenomistajien osakkeita. Jos tuosta ratkaisevasta osake-erästä saatavissa olevaa voittoa pyritään jakamaan tasaisemmin kaikkien osakkeenomistajien kesken, saattaa käydä niin, ettei mitään jaettavissa olevaa voittoa olekaan.[20] Kolmanneksi on katsottu osakkeenomistajien pyrkivän jopa sopimuksin välttämään yhdenvertaista kohtelua, koska siten heidän voitto-odotuksensa ovat mahdollisimman suuret. Tämän lähestymistavan mukaan kaikki osakkeenomistajat, siis myös vähemmistöosakkaat, pitävät epäyhdenvertaista kohtelua parempana kuin pakottavilla säännöksillä taattua yhdenvertaisuutta.[21] Kuten jo aiemmin on todettu, parantaa määräysvaltamarkkinoiden olemassaolo ylipäätään taloudellista tehokkuutta ja siten kaikkien sijoittajien taloudellista asemaa. Jos määräysvallan tuottavat osakkeet omistava osakkeenomistaja joutuu jakamaan osan voitostaan muiden osakkeenomistajien kanssa, ei hän ehkä enää ole lainkaan halukas myymään osakkeitaan. Ostajan kannalta taas velvollisuus ostaa kaikki osakkeet tekee yrityshankinnasta huomattavasti kalliimman, eikä kauppa siten ehkä olekaan enää kannattava. Jos vähemmistö luopuu yhdenvertaisuusperiaatteeseen liittyvän lunastusvelvollisuuden tarjoamasta suojasta, on siitä näin heillekin se etu, että pörssikurssi voi muodostua korkeammaksi, jolloin he ehkä voivat myydä osakkeensa suurella voitolla, ja toiseksi määräysvallan vaihdoksen johdosta yrityksen tehokkuus kasvaa, mikä on myös vähemmistöosakkeenomistajan kannalta edullista.[22] Yhtiöoikeuden perusperiaatteisiin on kuitenkin vakiintuneesti katsottu kuuluvan osakkeenomistajien yhtäläisen ja yhdenvertaisen kohtelun. Kuten Macey on todennut, yksinkertainen ja selvä periaate osakkeenomistajan voiton maksimoinnista uhrataan epäselvän ja epämääräisen yhdenvertaisuusperiaatteen vuoksi.[23]

Edellä esitetyt perustelut ovat toimivia ainoastaan täydellisillä tai ainakin hyvin tehokkaasti toimivilla markkinoilla. Teorian esittäjätkin myöntävät, että heidän mallinsa perustuu siihen ajatukseen, ettei osakkeen kurssi voi laskea yrityksen määräysvallasta käytyä kamppailua edeltävää tasoa alhaisemmaksi, vaikka jokin

---

Tähän lienee syynä se, ettei empiirisesti ole mahdollista tutkia todellista tilannetta ainakaan kovin laajassa mitassa. Tutkimusten lopputulos lienee kuitenkin sinänsä oikea, koska määräysvaltaan riittävää osakemäärää ei normaaliolosuhteissa ilmeisestikään tule myyntiin, elleivät myyjät saa voittoa.

[20] Kuten *Easterbrook* ja *Fischel* toteavat: "Any attempt to require sharing simply reduces the likelihood that there will be gains to share", The Yale Law Journal 1982 s. 698.

[21] *Easterbrook – Fischel,* The Yale Law Journal 1982 s. 698 ja s. 711 ss.

[22] *Easterbrook – Fischel,* The Yale Law Journal 1982 s. 698, s. 712 ja s. 715 s.

[23] *Macey* s. 99.

taho saisikin määräysvallan haltuunsa.[24] Todellisuudessa sääntelytilanne on paljon monitahoisempi, ja sääntelyssä on erityisesti pienempien ja vähemmän tehokkaasti toimivien markkinoiden kannalta otettava huomioon mahdolliset väärinkäytöstilanteet.[25] Arvopaperimarkkinat voivat täyttää perustehtävänsä, kerätä yritysten toimintansa kehittämiseen tarvitseman pääoman, ainoastaan silloin, jos ne ovat potentiaalisten sijoittajien kannalta houkuttelevat. Eräs tähän vaikuttava tekijä on luottamus oikeudenmukaiseen kohteluun markkinoilla. Jos sijoittaja kokee tulleensa väärin kohdelluksi, kun hänen pääomansa käyttötarkoitus yrityksessä tapahtuneen määräysvallan vaihdoksen vuoksi muuttuu, eikä hänelle lunastusvelvollisuuden tai muun menettelyn kautta turvata mahdollisuutta irrottaa sijoittamiaan varoja yrityksestä, hän ei enää tulevaisuudessa ole yhtä valmis sijoittamaan varojaan niille arvopaperimarkkinoille, missä häntä on kohdeltu huonosti. Velvollisuus kohdella osakkeenomistajia yhdenvertaisesti arvopaperimarkkinoilla koskee kaikkia tilanteita, se liittyy yhtä hyvin sisäpiirisäännöksiin, joiden mukaan ei ole sallittua käyttää hyväksi vain suppean piirin hallussa olevia tietoja, kuin julkisiin ostotarjouksiinkin, joissa kaikkia osakkeiden myyntiin halukkaita osakkeenomistajia tulee kohdella yhtäläisesti ja määräysvallan vaihdokseen johtaviin osakekauppoihin, joiden yhteydessä tulee tarjoutua ostamaan samaan hintaan myös muut osakkeet. Talouspainotteisen oikeustieteen (erityisesti Chicagon koulukunnan) kanta merkitsisi käytännössä tilannetta, jossa, kuten Reul on osuvasti todennut, kaikki osakkeenomistajat ovat yhdenvertaisessa asemassa, mutta toiset (määräysvallan omistajat) vain ovat yhdenvertaisempia kuin toiset.[26]

Arvopaperimarkkinoilla on viime kädessä kysymys samasta asiasta kuin uhkapelissä (ja muissakin peleissä), jossa pelaajia ei ole, ellei sääntöjä koeta oikeudenmukaisiksi.[27] Samalla tavoin arvopaperimarkkinat houkuttelevat sitä enemmän sijoittajia, mitä uskottavammat ja oikeudenmukaisemmat säännöt niillä on. Jul-

[24] *Easterbrook – Fischel*, The Yale Law Journal 1982 s. 698 ja s. 714 s.

[25] Tämän vuoksi en voi hyväksyä *Bergströmin, Högfeldtin ja Samuelssonin*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 164, kantaa, jonka mukaan voitonmaksimointiperiaate olisi osakkeenomistajalle edullisempi kuin yhdenvertaisuusperiaate ja siten "den för aktieägarna absolut viktigaste skyddspincipen". Mielipidettään he perustelevat sillä, että osakkeenomistaja itsestäänselvästi valitsee osakesijoituksen arvon kohoamisen, jos tämän pitää suorittaa valinta yhdenvertaisen kohtelun ja yhtiöön tekemänsä sijoituksen arvon kohoamisen välillä. Mainittu ajatus ei kuitenkaan ota huomioon monia sijoittajia huolettavia mahdollisiin väärinkäytöksiin liittyviä tekijöitä. Voitonmaksimointi on luonnollisesti selkeä lähtökohta täydellisillä markkinoilla, mutta valitettavasti täydellisiä markkinoita ei ole olemassa muuta kuin teoreettisissa tutkimuksissa. Käytännön elämässä on otettava huomioon monia muitakin seikkoja ja markkinoiden tehokas toiminta ja sijoittajien etu edellyttää sitä, että säännökset luovat ainakin tietyn perusturvallisuuden.

[26] "Alle Aktionäre sind gleich, aber manche sind gleicher", *Reul* s. 242.

[27] Ks. tästä myös *Begg – Fischer – Dornbusch* s. 238 ss. ja s. 245 ss.

kisten ostotarjousten osalta lunastusvelvollisuudella on katsottu olevan myös piensijoittajia houkutteleva vaikutus, koska määräysvallan hankkimisen yhteydessä osakkeen kurssi yleensä nousee ja myös tavallinen piensijoittaja pääsee lunastusvelvollisuuden ansiosta myymään osakkeensa samaan tai ainakin lähes samaan hintaan kuin enemmistöosakaskin.[28] Hinta ei luonnollisestikaan ole läheskään niin hyvä kuin se hinta, jonka enemmistöosakas saisi pelkästään omista osakkeistaan, jos lunastusvelvollisuutta ei olisi, mutta toisaalta ilman lunastusvelvollisuuden suomaa turvaa ei ehkä olisi ollut lainkaan mahdollista houkutella muiden sijoittajien pääomia yhtiöön eikä enemmistöosakkaankaan sijoituksen arvo tarvittavien pääomien puutteen vuoksi olisi kohonnut.

Esimerkiksi lunastusvelvollisuuden tiukentamista käsittelevässä jäljempänä olevassa artikkelissa konstruoitu yhtiöjärjestysperustainen lunastusvelvollisuus on tapaus, jonka sallittavuutta pohdittaessa juuri yhdenvertaisuusperiaate on keskeisessä asemassa. Samassa yhteydessä on pohdittu määräyksen toimivuutta ja keinoja sen tehokkuuden turvaamiseksi. Taloustieteessä on todettu osakkeenomistajan sijoituksen arvon kohoavan, jos käyttöön otetut yhtiöjärjestysmääräykset ovat tehokkaita jo ex ante, koska tällöin osakkeenomistajan ei tarvitse uhrata varoja määräyksen toimivuuden valvontaan.[29]

4.1.3. Oikeusvertailu

Yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen näyttää olevan myös kansainvälisesti tarkastellen vallitseva kanta julkisesti noteeratun yhtiön määräysvallan vaihdokseen johtavissa julkisissa ostotarjouksissa. Sen toteuttamistapa tosin vaihtelee aika paljon. Eräissä maissa, kuten Englannissa, yhdenvertaisuuden takeena katsotaan ennen kaikkea olevan osakkeista luopumismahdollisuuden ja korkeimman määräysvallan tuottavista osakkeista maksetun hinnan saamisen varmistaminen myös muille osakkeenomistajille jo suhteellisen pienen (30 prosenttia) omistuskeskittymän syntyessä.[30] Ranskassa puolestaan yli 50 prosenttia äänivallasta hankkineen osakkaan on tarjouduttava arvopaperipörssin välityksellä ostamaan loput osakkeet

---

[28] *Reul* s. 242 s.

[29] *Macey* mainitsee myös *Bengt Holmströmin* korostaneen mainittua tekijää eräässä Columbia Law Schoolissa v. 1988 pitämässään esitelmässä, *Macey* s. 48 ja viite 34. Samoin myös *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 163, jossa he korostavat "det övergripande ändamålet med aktiebolagsformen är att maximera värdet av företagets aktier".

[30] Takeover Panel on korostanut erityisesti sitä, että määräysvaltaa käyttävän omistajan vaihdoksen jälkeen muilla osakkeenomistajilla tulisi olla mahdollisuus irtautua yhtiöstä, jos he eivät pidä tapahtuneesta. Käytännössä on todettu 30 %:n äänivaltaosuuden useimmissa tapauksissa tuottavan määräysvallan ja olevan siten sopiva lunastusvelvollisuusraja ainakin Englannissa. Ks. *Takeover Panel Report* 1991 s. 7. Kysymystä selostaa myös *Skog* s. 5 s.

samaan hintaan kuin mitä määräysvallan tuottaneista osakkeista maksettiin.[31] Saksassa ei vielä ole pakottavaa sääntelyä julkisten ostotarjousten osalta, mutta Saksan osakeyhtiölaki sisältää osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua edellyttävän normin, jonka sisältöä tarkastellaan jäljempänä. Pohjoismaista Suomessa ja Norjassa on säädetty normit lunastusvelvollisuudesta ja osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta. Ruotsissa sääntely on muodoltaan itsesääntelyä eikä säännöksiin sisälly lunastusvelvollisuutta. Samantyyppisiä säännöksiä on myös monissa muissa kymmenistä arvopaperimarkkinat omaavista maista, mutta normien yksityiskohtainen sisältö vaihtelee.

Yhdysvalloissa ei ole mitään yhtenäistä lunastusvelvollisuutta koskevaa normistoa, mutta julkinen ostotarjous on säännelty yksityiskohtaisesti. Vaikka kaikkia osakkeita ei tarvitsekaan ostaa, tulee kaikille osakkeenomistajille tarjota yhdenvertaiset mahdollisuudet osakkeidensa myyntiin ja kultakin heistä tulee ostaa suhteellisesti yhtä suuri määrä osakkeita. Osavaltiotason lainsäädännössä on lisäksi usein säädetty käytännössä lunastusvelvollisuutta merkitseviä normeja, joiden mukaan määräysvallan hankkinut osakkeenomistaja ei voi äänestää kohdeyhtiön yhtiökokouksessa, ennen kuin on tarjoutunut ostamaan kaikkien muiden osakkeenomistajien osakkeet käypään hintaan.

Sveitsin valmisteilla olevassa pörssilaissa on valittu sopimusvapauden ja markkinoiden toimivuutta korostavan sääntelyn edut yhdistävä menettelytapa. Lakiehdotuksessa nimittäin annetaan pörssinoteeratuille yhtiöille mahdollisuus vapaaehtoisesti ottaa yhtiöjärjestykseensä lunastussäännökset. Jos ne eivät tällaisia säännöksiä laadi, niiden osakkeet siirretään pörssilistalla erityiseen osastoon.[32] Mainittujen säännösten mukaan osakkaan tulee tehdä lunastustarjous, jos osakas joko yksin tai yhdessä yhteistoiminnassa olevien kanssa omistaa yli yhden kolmasosan (tai 50 prosenttia, jos osakas lain voimaantullessa jo omistaa yli kolmanneksen) osakkeista, ja lunastushinnan tulee olla vähintään osakkeen pörssinoteerattu hinta. Lisäksi on määrättävä, että tämä hinta saa olla enintään 25 prosenttia lunastusvelvollisen viimeisten 12 kuukauden kuluessa maksamaa korkeinta hintaa alhaisempi.[33] Näin pyritään taloudellisten kannustimien avulla saavuttamaan tavoiteltu lopputulos. Valittu menettelytapa voi osoittautua hyväksi, koska se sallii yhtiökohtais-

---

[31] Tällöin menettely on hyvin yksinkertainen, riittää kun jollekin pörssivälittäjälle annetaan koko jäljellä olevan osakemäärän kattava ostomääräys.

[32] Näiden yhtiöiden osakkeiden kurssikehityksen oletetaan olevan muita heikomman ja siten uuden pääoman kerääminen muodostuu näille yhtiöille kalliimmaksi kuin muille.

[33] *Furter* s. 3 s. Lain (Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel) odotetaan tulevan voimaan vuoden 1995 alusta. Tosin lunastusvelvollisuuden sisältö on aiheuttanut kiistelyä parlamentissa, *Furter* s. 2. Lakiesityksen teksti on julkaistu esim. *Assmannin* artikkelin yhteydessä, ks. *Assman*, Die Aktiengesellschaft 1993 s. 414–420.

ten erityispiirteiden huomioon ottamisen. Jollekin yhtiölle ja sen omistajakunnalle irtautumismahdollisuutta tukevat säännökset voivat olla hyviä, kun taas jollekin toiselle yhtiölle ne eivät sovellu. Markkinoiden kannalta puolestaan on riittävää, että osakeomistuksesta irtautumismahdollisuuden takaavat säännökset ovat useimmissa yhtiöissä ja sijoittajille ilmaistaan selvästi, missä yhtiöissä niitä ei ole. Viimeksi mainittujen yhtiöiden osakkeisiin varojaan sijoittavat henkilöt voivat näin ottaa tietoisen riskin sen suhteen, ettei osakeomistuksesta ole kaikissa olosuhteissa mahdollisuutta irtautua, mutta tämän riskin vastapainona ovat odotukset paremmasta kurssikehityksestä.

Euroopan yhteisön lainsäädännön harmonisoinnissa on ennen kaikkea pyritty arvopaperimarkkinoiden toimivuuden ja kilpailukykyisyyden turvaamiseen. Tämä on pyritty saavuttamaan turvaamalla osakkeenomistajien yhdenvertainen asema, mikä ilmenee jo toteutetuissa sisäpiirisäännöksissä ja pitkään valmisteilla olleessa julkista ostotarjousta koskevassa direktiiviehdotuksessa.[34] Ensimmäisen askeleen varsinaiseen sääntelyyn Euroopan yhteisön komissio otti vuonna 1977, kun se arvopaperimarkkinoiden asianmukaisen toiminnan varmistamiseksi antoi Rooman sopimuksen 155 artiklan nojalla jäsenvaltioille kuusi yleistä periaattetta sisältävän suosituksen.[35] Sen 3. perusperiaate korostaa yhden ja saman yhtiön samanlaisten osakkeiden omistajien yhdenvertaisen kohtelun varmistamista erityisesti niissä tilanteissa, joissa arvopaperimarkkinoilla noteeratun yhtiön oikeudellinen tai tosiasiallinen määräysvalta vaihtuu. Säännöstössä todetaan edelleen olevan toivottavaa, että tuollaisessa tilanteessa yhtiön kaikille osakkeenomistajille tarjotaan mahdollisuus luopua osakkeistaan samaan hintaan, jonka määräysvallan luovuttanut osakas omista osakkeistaan sai. Suosituksen luontoista sääntelyä ei pidetty riittävänä yhdenvertaisuuden takeena, minkä vuoksi velvoittavien säännösten (direktiivin) valmistelua jatkettiin. Komission toimeksiannosta Robert Pennington laati vuonna 1974 selvityksen julkisten ostotarjousten sääntelystä. Hänen lähtökohtansa olivat hyvin selkeästi englantilaisen sääntelyn mukaiset, kun hän esitti, että osakkeiden hankkija olisi velvoitettu tekemään kaikkia osakkeita koskevan julkisen ostotarjouksen, jos osakkeenomistajan ääniosuus ylittää 40 prosenttia tai jos tämä on 12 kuukauden kuluessa hankkinut vähintään 20 prosentin äänimäärän tuottavat osak-

---

Lakiesitys siis sallii sen, että määräysvallan tuottavista osakkeista maksetaan hieman lunastustarjouksessa yleisölle tarjottavaa hintaa korkeampi hinta. Lisäksi lakiin on tarkoitus ottaa säännökset, jotka velvoittavat osakkeenomistajan ilmoittamaan omistusosuutensa muutoksesta (rajat: 5 %, 10 %, 25 %, 1/3, 1/2 ja 2/3). Ks. *Lustenberger – Heiz*, International Financial Law Review, May 1994 s. 38.

[34] Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun tarve havaittiin EY:ssä jo vuonna 1966 ns. *Segré*-raportissa, jossa suositettiin huomattavien osake-erien luovutusta koskevien säännösten yhdenmukaistamista. *Reul* s. 6.

[35] Komission suositus 25.7.1977, OJ L 212 20.8.1977 s. 37 s. Ks. myös *Würdinger* s. 53 ja *Reul* s. 6 s.

keet taikka jos tämä on solminut sopimuksen, joka yhdessä osakkaan aiemmin omistamien osakkeiden kanssa tuottaa yli 50 prosentin ääniosuuden. Lunastushinnaksi esitettiin korkeinta osakkeesta 12 edeltävän kuukauden kuluessa maksettua hintaa.[36] Vasta yli kymmenen vuotta myöhemmin komissiossa saavutettiin riittävä poliittinen yksimielisyys julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tarpeellisuudesta. Yhtenäisten normien tarve oli tullut ajankohtaiseksi arvopaperimarkkinoiden merkityksen kasvun ja yritysvaltausten lisääntymisen myötä. Ensimmäinen ehdotus julkisia ostotarjouksia säänteleväksi 13. yhtiöoikeudelliseksi direktiiviksi annettiin vuonna 1989. Sen 3. artiklaan oli otettu osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta koskeva säännös ja 4. artiklaan lunastusvelvollisuutta koskeva säännös. Lunastusvelvollisuuden perustavaksi rajaksi esitettiin kolmasosaa äänimäärästä, mutta ehdotuksessa ei ollut mitään mainintaa lunastushinnasta. Säännöstä perusteltiin puhtaasti spekulatiivisten osittaisten tarjousten ja kaksivaiheisten tarjousten välttämisellä.[37] Sen sisältämä yhdenvertaisuusperiaate ei olisi käytännössä ollut kovin kattava. Ehdotuksen käsittelyn yhteydessä Euroopan yhteisöjen komissio laati uuden korjatun ehdotuksen vuonna 1990. Siihen oli tehty lähinnä teknisiä parannuksia. Aiemmin omana artiklana ollut yhdenvertaisuuden periaate oli siirretty yhdeksi valvontaviranomaisen toimintaa ohjaavista viidestä pääperiaatteesta.[38] Direktiiviehdotusta ei ole ainakaan vielä hyväksytty. Syynä tähän ovat olleet lähinnä jäsenmaiden erilaiset näkemykset toisaalta ylipäätään legaalinormin tarpeesta, koska erityisesti Englannissa kysymys on säännelty hyvin toimivilla itsesääntelynormeilla (City Code), ja toisaalta direktiiviin otettavan lunastusvelvollisuuden sisällöstä, erityisesti lunastusrajasta ja lunastushinnasta. Kirjallisuudessa on esitetty myös lunastusvelvollisuuden sisällyttämistä konsernisääntelyn yhteyteen, jolloin direktiivissä voitaisiin keskittyä julkisen ostotarjouksen ja yritysvaltausten sääntelyyn, ja riittävä yksimielisyys direktiivin sisällöstä olisi helpommin saavutettavissa.[39]

---

[36] Komission dokumentti XI/56/1974. *Penningtonin* ehtotuksesta lähemmin *Johnston* s. 183. Ks. myös *Ffrench* s. 5 ss. ja *Reul* s. 9 s.

[37] Com(88) 823 final s. 5 ja s. 10.

[38] Direktiiviehdotus sisältää viisi pääperiaatetta, joiden tarkoituksena on ohjata valvontaelinten ratkaisukäytäntöä. Ne ovat 1) osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu, 2) riittävän ajan ja tietojen varaaminen tarjouksen kohteena olevan osakkeenomistajan päätöksentekoa varten, 3) kohdeyhtiön hallituksen velvollisuus toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti ja sille asetettu kielto olla pyrkimättä estämään tarjouksen onnistumista, 4) arvopaperimarkkinoiden vääristämiskielto ja 5) se, ettei tarjous saa kohtuuttomasti häiritä kohdeyhtiön toimintaa. Periaatteet on omaksuttu Englannin City Code'ista.

Ks. 13. direktiiviehdotuksen vaiheista ja sisällöstä jäljempänä oleva 4. artikkeli, jossa on selostettu lähemmin myös ehdotetun lunastusvelvollisuuden sisältöä.

[39] *Wymeersch*, European Takeovers s. 367 s.

Sinänsä sen paremmin lunastusvelvollisuuden olemassaoloa kuin mahdollisen lunastusrajan suuruutta ei voida johtaa yhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta, vaan se edellyttää omia sitä koskevia säännöksiä ja kuten edellä oleva ulkomaisten säännösten vertailu[40] osoittaa, riippuu valittu sääntely pitkälti kunkin maan arvopaperimarkkinoiden ja yhtiöiden omistusrakenteen luonteesta. Jos lunastusvelvollisuus kuitenkin otetaan käyttöön, voidaan sen tulkinnassa käyttää apuna yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen myötä kehittyneitä tulkintaperiaatteita, koska viime kädessä on kuitenkin kysymys osakkeenomistajien saattamisesta lähtökohdiltaan toisiinsa nähden yhdenvertaiseen asemaan.

4.2. Yhtiöoikeuden kannalta

4.2.1. Yhdenvertaisuusperiaate ja yleislauseke

Yhdenvertaisuusperiaatteen katsotaan olevan eräs yleisistä yhteisöoikeudellisista perusperiaatteista.[41] Se on ilmaistu muun muassa osakeyhtiölain 3 luvun 1 §:n 1 momentissa ja 9 luvun 16 §:n yleislausekkeessa[42], mutta sen katsotaan olevan voimassa laajemminkin ilman nimenomaista lakiin otettua normia.[43] Sen olemas-

---

[40] Laajahko eri maiden lunastusvelvollisuutta koskevien säännösten vertailu sisältyy myös *Rolf Skogin* artikkeliin, ks. *Skog* s. 22–37. Myös hän katsoo, ettei lunastusvelvollisuutta voida johtaa yhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta, *Skog* s. 41. Ks. myös *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 486 s.

[41] Tämän vuoksi yhdenvertaisuusperiaatetta käsitellään myös useimmissa yhtiöoikeudellisissa teoksissa. Ks. esim. *Taxell*, Kompetens s. 218 ss., *Taxell*, Rättsskydd s. 43 ss., *Kyläkallio*, Pätemättömyydestä s. 60 ss., *Koski*, Konserni s. 248 ss., *Huttunen* s. 425 ss., *Kyläkallio* s. 459, *Kyläkallio – Iirola* s. 531, *Koski – af Schultén I* s. 459 s. ja *Koski – Sillanpää* s. 9:3.

[42] Normin kehittäjä *Lauri Cederberg* käyttää siitä nimitystä "n.s. osakeyhtiöoikeudellinen yleissäännös" tai "yleissääntö", *Cederberg* s. 15 s. *Raninen* sekä *Huttunen* ja *Kyläkallio* nimittävät sitä samoin yleissäännöksi, *Raninen* s. 120 s., *Huttunen* s. 416 ja *Kyläkallio* s. 458. Yleislauseke nimitystä käytetään hallituksen esityksessä, *HE 27/1977* s. 68, samoin *Koski – af Schultén I* s. 460. Yleislauseke-nimitystä on käyttänyt aiemmin myös *Huttunen*, ks. *Caselius – Heikonen – Huttunen* II,1 s. 94. Periaatetta on kutsuttu myös samanarvoisuusperiaatteeksi, *Caselius – Heikonen I* s. 21, s. 69 ja s. 119.

Vanhaa osakeyhtiölakia muutettiin v. 1935, jolloin siihen lisättiin vähemmistön asemaa suojaavia säännöksiä. Eräs näistä oli juuri yleislauseke, VOYL 30,4 §, *Cederberg* s. 14. Muutokset perustuivat *Cederbergin* oikeusministeriön toimeksiannosta laatimaan ehdotukseen OYL:n muutoksiksi, "joiden kautta osakkeenomistajain vähemmistön oikeutetut edut tulisivat voimassaolevan osakeyhtiölain järjestelmän puitteissa entistä *tehokkaammin* turvatuiksi" (kurs. tässä), *Cederberg* s. 5.

[43] Yhdenvertaisuusperiaatteesta ei ollut mainintaa myöskään vanhassa osakeyhtiölaissa, mutta oikeuskäytännössä sen katsottiin olevan olemassa ilman nimenomaista säännöstäkin, ks. esim. KKO 1944 II 157 ja KKO 1963 II 76. Ks. myös *Huttunen* s. 425.

saolo on selkeästi tunnustettu Pohjoismaiden[44] ja monien muidenkin maiden oikeusjärjestelmissä. Yhdenvertaisuusperiaatteella on yhtiöoikeudessa kaksi keskeistä tehtävää, jotka kummatkin liittyvät vähemmistön suojaamiseen. Osakeyhtiössä noudatetaan enemmistöperiaatetta,[45] toisin sanoen enemmistön kanta muodostaa yhtiön kannan, johon myös vähemmistön pitää tyytyä. Vähemmistön asemaa on kuitenkin haluttu suojata mahdollista enemmistövallan väärinkäyttöä vastaan.[46] Tätä varten on kehitetty erityisiä, yleensä tietyn suuruista määrävähemmistöä edellyttäviä, vähemmistönsuojasäännöksiä, mutta koska kaikkia mahdollisia tilanteita ei pystytä lainsäädännössä ennakoimaan, tarvitaan niiden täydennykseksi yleissäännöksiä. Yhdenvertaisuusperiaate on juuri tällainen vähemmistönsuojasäännöksiin jääviä aukkoja paikkaava yleissäännös. Sen toinen keskeinen tehtävä liittyy periaatteen yleisestävään vaikutukseen, toisin sanoen erilaisten ei-toivottujen jotakin yhteisön jäsentä tai ulkopuolista tahoa yhteisön tai sen jäsenen kustannuksella suosivien toimien ennalta ehkäisemiseen. Tietoisuuden yhdenvertaisuusperiaatteen olemassaolosta on katsottu osaltaan estävän enemmistöä loukkaamasta sitä.[47] Tyypillinen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisalaan kuuluva tapaus on yhtiöjärjestyksen muuttaminen, mutta se käsittää myös muut yhtiökokouksen ja yhtiön muiden hallintoelinten päätökset.[48] Sen soveltaminen ei myöskään edellytä minkään tahon oikeudetonta suosimista.[49]

Ns. uuden osakeyhtiölain (v. 1978 laki) valmisteluaineistossa todetaan, että "yhdenvertaisuusperiaatetta ei ehdotuksessa ole nimenomaan ilmaistu yleisessä muodossa, vaan sen edellytetään olevan voimassa ilman nimenomaisia lainsäännöksiäkin", *KM 1969: A 20* s. 126. Se on tunnustettu myös uudemmassa oikeuskäytännössä, ks. KKO 1983 II 47, KKO 1984 II 148, KKO 1984 II 188, KKO 1986 II 25, KKO 1988:3, 1989:36 ja 1990:171. Ks. viimeksimainitusta ns. Kemijoki Oy:n tapauksesta laajemmin *Sarvilinna* LM 1991 s. 1317 ss. Valtaosa mainituista KKO:n ratkaisemista yhdenvertaisuusperiaatteeseen liittyneistä tapauksista on koskenut asunto- tai kiinteistöosakeyhtiöitä.

[44] Ks. esim. *Olsson*, Festskrift till *O. A. Borum* s. 349 ss., *Nial* s. 76 ja s. 145 ss., *Rodhe* s. 247 s., *Johansson* s. 88 s. ja s. 124 ss., *Gomard* s. 126 ss. ja *Werlauff*, Generalforsamling s. 166 ss. sekä *Werlauff*, Selskabsmasken s. 98 ss.

[45] Enemmistöperiaate sisältyy OYL 9 luvun 13 §:n 1 mom:iin. Enemmistöperiaatteesta ks. esim. *Bergendal* s. 64 s., *Huttunen* s. 258 ss. ja *Kyläkallio – Iirola* s. 308 s.

[46] Lisäksi eräänä osakeyhtiöoikeuden perustehtävänä on *Nialin* mukaan katsottu olevan myös pääomaa sijoittavan usein asiantuntemattoman yleisön suojaaminen. *Nial*, Om Aktiebolag s. 3. Tämä lähestymistapa korostaa vähemmistönsuojan tarvetta.

[47] *Toiviainen*, Yhdenvertaisuus yhdistyksissä s. 77 s. Yleislausekkeen ennaltaehkäisevää vaikutusta korosti jo *Olsson*, Festskrift till *O. A. Borum* s. 363.

[48] *KM 1969: A 20* s. 126. Oikeuskäytännöstä ks. KKO 1990:171, jossa korkein oikeus totesi "että yhtiökokouksen päätös hylätä osakkeenomistajan esitys yhtiöjärjestyksen muuttamisesta saattaa olla osakeyhtiölain 9 luvun 16 §:n vastainen, jos yhtiökokouksen velvollisuutena olisi ollut muuttaa yhtiöjärjestystä vaaditulla tavalla". Käsiteltävänä olleessa tapauksessa tällaista velvollisuutta ei kuitenkaan ollut.

[49] *Johansson* s. 89.

Yleislauseke[50] on lakiin otettu yhdenvertaisuusperiaatteen sisältävä säännös,[51] mutta sillä on laajempi soveltamisala kuin yhdenvertaisuusperiaatteella, koska yleislauseke kattaa myös tilanteen, jossa epäoikeutettua etua saa joku yhtiön ulkopuolinen, kun taas yhdenvertaisuusperiaate koskee yhtiön sisäisiä yhtiöoikeudellisia seikkoja, toisin sanoen saman yhtiön osakkeenomistajien saamia toisistaan poikkeavia etuja tai kärsimiä haittoja.[52] Kuten Nial on huomauttanut, yleislausekkeen varsinainen merkitys on siinä, että sen olemassaolo jo ennakolta estää yhdenvertaisuusperiaatteen kiertämisen päätöksellä, joka muodollisesti loukkaa yhtiötä kokonaisuutena, mutta tosiasiassa tuottaa joillekin osakkaille hyötyä toisten osakkaiden kustannuksella.[53] Toinen ero on siinä, että yhdenvertaisuusperiaatteeseen voidaan vedota vasta sitten, kun jokin toimenpide on myös käytännössä saanut aikaan osakkaiden erilaisen kohtelun, kun taas yleislausekkeen perusteella voidaan päätökseen puuttua jo aikaisemmin, jos se on omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua.[54] Kirjallisuudessa on keskusteltu siitä, onko yleislauseke osa yhdenvertaisuusperiaatetta vai ovatko ne kaksi erillistä säännöstä.[55] Yhdenvertaisuusperiaate on Taxellin mukaan selkeimmin ilmaistu yleislausekkeessa. Yleislausekkeen merkitys on hänen mukaansa ennen kaikkea moitesäännöksenä.[56] Kuten

---

[50] Lakisääteisen yleislausekkeen tarpeellisuuteen kiinnitti Pohjoismaissa ensimmäisenä huomiota *Lauri Cederberg* pohjoismaisessa lakimieskokouksessa v. 1931. Yhdenvertaisuusperiaatteen yhtiöoikeudellisesta historiasta ks. *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 487 ss.

[51] *Huttunen* s. 425.

[52] *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 500. Samoin myös *Johansson* s. 132. Yleislauseketta käsittelee laajasti myös *Werlauff*, Generalforsamling s. 198–219.

[53] Erityisen vaarallisena vähemmistön kannalta *Nial* pitää päätöksiä ja toimenpiteitä, jotka loukkaavat yhtiötä kokonaisuutena ja siten loukkaavat kaikkien osakkeenomistajien etua yhtä paljon, mutta tuottavat enemmistölle etua jotakin muuta kautta. Esimerkiksi, jos tytäryhtiö, joka ei ole kokonaan emoyhtiön omistuksessa, päättää myydä tuotteitaan omakustannushintaan emoyhtiölle, merkitsee myynti käytännössä enemmistön suosimista vähemmistön kustannuksella. *Nial*, Svensk Juristtidning 1941 s. 715 s.

[54] *Johansson* s. 132.

[55] *Johanssonin* mukaan Tanskassa, Norjassa ja Saksassa ne ovat kaksi erillistä itsenäistä normia, kun taas Ruotsissa ja Suomessa niiden keskinäinen suhde on epävarma, *Johansson* s. 133. Suomessa mm. *Huttunen* katsoo yleissäännön (ts. yleislausekkeen) olevan osa yhdenvertaisuusperiaatetta. Mainittu kanta on ilmaistu jo vanhan osakeyhtiölain osalta teoksessa *Caselius – Heikonen – Huttunen* II,1 s. 94. Samoin *Taxell, Rättsskydd* s. 45. Uuden osakeyhtiölain osalta *Huttunen*, s. 426, viittaa kantansa tueksi ruotsalaiseen lainvalmisteluaineistoon, *Prop. 1973:93* s. 84 ja *Koski – af Schultén*in kantaan. Vrt. toisaalta esim. *Sarvilinna*, LM 1991 s. 1318, jonka mukaan yhdenvertaisuusperiaatteella ei käytännössä ole itsenäistä merkitystä, vaan se on toteutettavissa yleislausekkeen avulla, *Sarvilinna*. Kahtena eri normina niitä ovat pitäneet mm. *Nial* s. 146, *Rodhe* s. 247 ja *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 499 ss.

[56] *Taxell*, Rättsskydd s. 45 s. ja s. 48 s. sekä *Taxell*, Kompetens s. 229 ss.

Dotevallkin mainitsee on yhdenvertaisuusperiaatteesta joka tapauksessa apua yleislausekkeen tulkinnassa.[57]

Yhdenvertaisuusperiaate sisältyy myös Euroopan unionin yhtiöoikeudellisiin säännöksiin. Neuvoston toisen direktiivin eli niin sanotun pääomadirektiivin 42 artiklan mukaan "jäsenvaltioiden lainsäädännön on taattava kaikille samassa asemassa oleville osakkeenomistajille yhdenvertainen kohtelu".[58] Osakeyhtiölakitoimikunnan mielestä tuon direktiivissä mainitun säännöksen voimaansaattaminen ei edellytä muutoksia Suomen osakeyhtiölakiin,[59] mikä selkeästi osoittaa yhdenvertaisuusperiaatteen keskeisen ja tunnustetun aseman yhtiöoikeudessamme. Toimikunta katsoo periaatteen ilmenevän nimenomaisena osakeyhtiölain 3 luvun 1 §:n 1 momentissa ja tulkitsee mainittua "ilmausta samassa asemassa olevista osakkeenomistajista siten, että ainakin keskenään samanlajisten osakkeiden omistajia on kohdeltava yhdenvertaisesti".[60]

4.2.2. Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö

Yhdenvertaisuusperiaate merkitsee osakeyhtiöoikeudessa osakeyhtiön pääomayhteisön luonteen vuoksi sitä, että kaikilla osakkeilla tulee olla yhtiöön nähden samat oikeudet.[61] Koski on korostanut sen liittyvän osakkeisiin eikä osakkeiden omistajiin.[62] Hän mainitsee periaatteen merkitsevän osakkeenomistajien kannalta "sitä, että samoilla edellytyksillä kunkin oikeudet ja velvollisuudet ovat samat ja oikeusasema suhteessa toisiin pysyy muuttumattomana."[63] Rissanen on määritellyt periaatteen seuraavasti: "Osakeyhtiöoikeudessa osakkeenomistajien yhdenvertaisuus on suhteellista, osakeomistukseen sidottua ja sen mukaan määräytyvää". Kantaansa hän perustelee yhtiön rakenteella pääomayhtiönä ja osakeyhtiölakiin otetuilla tätä periaatetta ilmentävillä 4 luvun 2 §:n 1 momentin merkintäetuoikeutta koskevalla

---

[57] *Dotevall* s. 283 ss.

[58] Toinen neuvoston direktiivi, 77/91/ETY, 13.12.1976. Ks. lähemmin *Lutter* s. 36, joka huomauttaa direktiivin saaneen päinvastaisesta tarkoituksesta huolimatta aikaan runsaasti uusia ongelmia. Niitä ovat mm. se, tarkoittaako säännös osuuden vai pääluvun ("Anteil oder Kopf?") mukaista yhdenvertaisuutta sekä se, merkitseekö säännös luovuttamatonta yhdenvertaisuutta, ts. sellaista, josta ei voitaisi poiketa edes kärsimään joutuvan hyväksyessä päätöksen.

[59] *KM 1992:32* s. 103 s.

[60] *KM 1992:32* s. 104.

[61] *Johansson* s. 88. Samoin myös *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift för Rettsvitenskap 1994 s. 118 "principen att alla aktier skall behandlas lika".

[62] *Koski*, Konserni s. 248. Vrt. *Huttunen* s. 426, jossa tämä korostaa, että "yhdenvertaisuusperiaate liittyy osakkeenomistajan asemaan mutta ei vain osakkeisiin".

[63] *Koski – af Schultén I* s. 459.

säännöksellä ja 1 luvun 1 §:n 3 momentin säännöksellä, jonka mukaan osakeyhtiöllä tulee olla samanmääräisiin osakkeisiin jaettu osakepääoma.[64] Huttunen puolestaan sitoo periaatteen enemmän osakkeen omistajaan, kun hän kiteyttää periaatteen säännöksi, jonka mukaan "jokaista osakasta on samoin edellytyksin kohdeltava samalla tavoin". Edelleen hän toteaa, että "Perusteeton erilainen kohtelu on periaatteen vastaista".[65] Osakkeenomistajien asemaan vaikuttaa osakkeiden lukumäärä ja laji, jos yhtiössä on erilajisia osakkeita. Vaikka periaate on laissa sidottu ainoastaan osakkeisiin ja osakkeenomistajiin, kuten Rodhe huomauttaa, on yhdenvertaisuusperiaate hänen mukaansa ainakin jossain muodossa voimassa ilman laista tai sen esitöistä saatavaa tukea myös vaihtovelkakirjojen ja optiolainojen sekä optiotodistusten osalta.[66]

Yhdenvertaisuusperiaatetta hämärtävät myös yhtiöjärjestykseen mahdollisesti sisältyvät äänioikeusasteikot ja äänestysrajoitukset.[67] Enemmistöperiaatteesta sekä erilajisten osakkeiden ja äänestysrajoitusten sallittavuudesta voidaan päätellä, että osakkaita saa kohdella eri tavoin, jos siitä on yhtiöjärjestyksessä säädetty.[68] Samoin lienee yhtiön asioita käytännössä mahdoton hoitaa niin, että kaikissa mahdollisissa tilanteissa kaikkia osakkeenomistajia kohdeltaisiin täydellisen yhdenvertaisesti, vaikka näin haluttaisiinkin menetellä. Äärimmilleen vietynä yhdenvertaisuuden tavoittelu johtaisi epäoikeudenmukaisuuteen, kuten Caselius on todennut.[69] Enemmistöperiaate,[70] joka liittyy vähintäänkin yhtä kiinteästi osakeyhtiön yhteisömuotoon kuin yhdenvertaisuusperiaate, merkitsee, että enemmistö, muodostuipa tämä sitten yhdestä osakkeenomistajasta tai hajanaisesta monien osakkeenomistajien ryhmästä, voi yksin päättää miten yhtiön asioita hoidetaan. Käytännössä valtaa käytetään ennen kaikkea yhtiökokouksessa, jossa lain tai yhtiöjärjestyksen edellyt-

---

[64] *Rissanen*, Lausunto s. 5.

[65] *Huttunen* s. 426.

[66] *Rodhe*, Convertibles and Warrants s. 98 s. Vrt. *Pehrson*, jonka mukaan yhdenvertaisuusperiaatteen ulottaminen mainittuihin arvopapereihin ei ole mahdollista, vaikka hänkin myöntää, että tuollaista ajatusta kohtaan voidaan de lege ferenda -näkökulmasta tuntea sympatiaa. *Pehrson* kuitenkin korostaa, että yhtiön ostaessa takaisin aiemmin liikkeeseen laskettuja vaihtovelkakirjoja tai optiolainoja saatetaan helposti rikkoa OYL 8:14 tai 9:16 yleislausekkeita, jos ostettavien arvopapereiden hinta poikkeaa markkinahinnasta. *Pehrson*, Festskrift till *Calissendorff* s. 234 s.

[67] *Koski*, Konserni s. 248 s. ja s. 248 alav. 5.

[68] Ks. mahdollisuuksista yhtiöjärjestysmääräyksin kohdella eri tavoin erilajisia osakkeita *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift för Rettsvitenskap 1994 s. 128.

[69] *Caselius* DL 1957 s. 256 s. ja s. 267, jossa tämä toteaa "Yhdenvertaisuusperiaate tarkoittaa kuitenkin vain asiallisesti samanlaista osakkeenomistajan kohtelua, mutta ei suinkaan huipennettua muodollisuutta tässä kohden".

[70] Enemmistöperiaatteesta laajemmin esim. *Koski*, Konserni s. 250 ss. ja siinä mainitut lähteet. Enemmistöperiaatteen yhteydessä *Koski* käsittelee myös omistuksen ja määräämisvallan eriytymistä, s. 254 ss.

tämän enemmistön taakseen saanut kanta voittaa, eikä hävinnyt taho voi vedota yhdenvertaisuusperiaatteeseen pelkästään sillä perusteella, että voittanut kanta on vähemmistöön jääneiden näkemyksen mukaan yhtiölle liiketaloudellisesti huono tai sisältää riskitekijöitä.[71] Huttunen on muodostanut yhdenvertaisuusperiaatteen pohjalta oikeusohjeen, jonka mukaan "päätöksellä tavoiteltu tarkoitus on toteutettava sellaisin tarpeellisin keinoin, jotka vähiten rasittavat vähemmistöä".[72] Tästä ilmenee selvästi periaatteen merkitys nimenomaan ennaltaestävänä, suunnitteluvaiheessa huomioon otettavana sääntönä.[73]

Yhdenvertaisuusperiaatteen yksityiskohtainen sisältö ei ole kovin selkeä. Sen merkitys vaihtelee eri tilanteissa. Rodhen mukaan yhdenvertaisuuden kannalta tarkasteltavaksi tulevaa päätöstä on arvioitava sen vaikutuksella osakkaiden todelliseen asemaan yhtiössä[74] ja yhdenvertaisuudesta voidaan poiketa, jos asialliset syyt poikkeamista edellyttävät.[75] Selkeä esimerkki tällaisesta tilanteesta on se, että monet päätökset on laissa säädetty tehtäväksi määräenemmistöllä. Yhtiön etu ei kuitenkaan merkitse sitä, että yhdenvertaisuusperiaate voitaisiin unohtaa tehtäessä yhtiön kannalta hyvä liiketoimi, koska yhtiön etu on samalla myös osakkaiden etu. Osakkeenomistajien välisessä ristiriitatilanteessa ei voida yhtiön etuun vedoten loukata vähemmistöä kuin korkeintaan poikkeustapauksissa esimerkiksi pelastettaessa yhtiö uhkaavalta konkurssilta. Periaatteen merkitys on ennen kaikkea siinä,

---

[71] Mm. *Nial*, Svensk Juristtidning 1941 s. 715, korostaa, ettei yksittäinen osakkeenomistaja tai vähemmistö voi moittia päätöstä pelkästään sillä perusteella, että päätös on huono tai liiketoimi sisältää riskejä. *Nialin* mukaan liiketoimintaan liittyviä ratkaisuja ei voida saattaa tuomioistuimen käsiteltäväksi. Tällä hän tarkoittanee lähinnä johdon normaaliin liikkeenjohdolliseen harkintavaltaan kuuluvia päätöksiä.

[72] *Huttunen* s. 427.

[73] Jos normien noudattaminen on taloudellisesti selvästi edullisempaa kuin niiden rikkomisesta aiheutuvat todennäköiset seuraamukset, niitä noudatetaan luultavasti paremmin ja siten voidaan tehokkaammin ylläpitää oikeudenmukaisuutta. *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 163, korostavat sitä, että oikeustieteellisessä keskustelussa yhdenvertaisuutta on yleensä tarkasteltu jälkikäteen vaikuttavana, tavallaan "historiallisena oikeudenmukaisuutena", vaikka yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudessa tavoitteena tulisi olla etukäteen vaikuttava, ts. jo ex ante -tehokas, säännös.

[74] Samoin *Koski* pohtiessaan yleislausekkeeseen vetoamismahdollisuutta sulautumispäätöksen yhteydessä toteaa, että "fuusiotilanteessa yleislausekkeeseen vetoamismahdollisuus merkitsee vähemmistölle itse asiassa jo kolminkertaista oikeussuojaa, ... Yleislausekkeen soveltaminen fuusiokäytännössä näyttäisi siten voivan tulla kysymykseen vain todella äärimmäisissä tilanteissa, ..." Edelleen hän jatkaa, että "yleislausekkeen sovellutusraja tulisi myös asettaa sitä korkeammalle, *mitä suuremmalla tosiasiallisella pääomaenemmistöllä* fuusio on hyväksytty ja mitä vähäisemmistä moitekannetta ajavista vähemmistöosakkeista kulloinkin on kysymys" (kurs. tässä), *Koski*, Sulautumispäätös ja yleislauseke s. 48. Myös *Huttunen* korostaa määräenemmistöpäätösten osalta, että yleislausekkeen tarjoaman "kaksinkertaisen suojan antamisessa on noudatettava tiettyä pidättyvyyttä", *Huttunen* s. 417.

[75] *Johansson* s. 89 ja alav. 178 mainitut oikeustapaukset.

että se estää törkeimmät enemmistövallan väärinkäytökset tai ainakin tarjoaa mahdollisuuden jälkikäteen puuttua niihin.[76]

On myös huomattava, että yhdenvertaisuusperiaatetta ei rikota, jos kärsimään joutuva osakas hyväksyy päätöksen.[77] Eräässä osuuskuntaoikeudellisessa kirjoituksessaan Huttunen pohtii yhdenvertaisuusperiaatteen rajoja kirjoittaessaan, että "yhdenvertaisuusperiaatteen rajan yli mentäessä ei siis ole kysymys enää tästä periaatteesta, vaikkakin kyse olisi jäsenten oikeuksien ja velvollisuuksien vertailusta". Hän kutsuu yhdenvertaisuusperiaatteen ulkopuolelle menevää periaatetta "tasaarvoisuuden periaatteeksi", jota hän pitää pakottavana, toisin sanoen sellaisena, josta jäsenet eivät voi yksimielisinäkään luopua.[78]

Yleislauseketta voidaan luonnehtia myös yleiseksi vähemmistönsuojasäännökseksi, jos ajatellaan tiettyä määrävähemmistöä edellyttävien säännösten olevan erityisiä vähemmistönsuojasäännöksiä. Yleislausekkeen on eräässä välitystuomiossa katsottu olevan erityisiin vähemmistösuojasäännöksiin nähden toissijainen oikeussuojakeino.[79] Tätä kantaa voitaneen arvostella siitä, että se ei tarjoa vähem-

---

[76] *Rodhe* s. 247.

[77] *Huttunen* s. 426.

[78] *Huttunen*, LM 1984 s. 422. Kysymystä luovutettavissa olevasta, tavallaan sopimuksen varaisesta, yhdenvertaisuusperiaatteesta ja luovuttamattomasta tai pakottavasta yhdenvertaisuudesta, tasavertaisuudesta, sekoittaa entisestään em. pääomadirektiivin, josta ETA-sopimuksen vuoksi tulee meilläkin voimassaolevaa oikeutta, 42 artiklan yhdenvertaisuussäännös, jonka on saksalaisessa kirjallisuudessa todettu olevan tulkinnanvarainen juuri tässä suhteessa. Sen on katsottu saattavan merkitä jopa sitä, ettei yhdenvertaisuusperiaatteesta voitaisi normaalitilanteessakaan poiketa, vaikka osapuolet siihen suostuisivatkin. Ks. *Lutter* s. 36.

[79] Välitystuomio 3.12.1991, välimiehinä oikeusneuvos *Pirkko-Liisa Haarman* puheenjohtajana ja OTT *Virpi Tiili* sekä prof. *Allan Huttunen* jäseninä. Tapauksessa kantajat Julios Oy ja Tampereen Vähittäiskauppa Oy vaativat Farmos-Yhtymä Oy:n yhtiökokouksen tekemän sulautumispäätöksen julistamista pätemättömäksi, koska se kantajan mielestä oli mm. OYL 9 luvun 16 §:n vastainen sen vuoksi, että vähemmistölle tarjottiin ainoastaan rahassa suoritettavaa ja sen mielestä osakkeen käypää arvoa alhaisempaa fuusiovastiketta ja siten sulautumispäätös tuotti enemmistöosakkaalle epäoikeutettua etua. Välitystuomiossaan oikeus totesi aluksi, ettei yleisten ja erityisten vähemmistösuojasäännösten keskinäisestä suhteesta ole säännöstä OYL:ssa eikä myöskään KKO ole ottanut kysymykseen kantaa ja jatkoi "yleisten periaatteiden mukaan erityiset vähemmistönsuojasäännökset tulevat sovellettavaksi ennen yleisiä suojasäännöksiä". Tämän mukaisesti oikeus katsoi, että "vähemmistöosakkaiden ensisijaisena oikeussuojakeinona on vaatia yhtiötä lunastamaan heidän osakkeensa käypään hintaan". Edelleen oikeus katsoi, ettei "sinänsä ole estettä soveltaa osakeyhtiölain 9 luvun 16 §:n yleissäännöstä yhtiökokouksen sulautumissopimuksen hyväksymistä tarkoittavaan päätökseen, mutta tämä oikeussuojakeino on toissijainen. Välimiesoikeuden käsityksen mukaan sulautumissopimuksen hyväksymispäätöstä voidaan yleissäännöksen perusteella moittia vain sellaisissa tilanteissa, joissa osakkeenomistajien enemmistö on käyttänyt väärin osakeyhtiölain mukaista valtaansa, sikäli kuin on kysymys osakkeenomistajasta kustannusten kärsijänä, tämän vahingoksi." Mitä tulee kysymykseen sulautumisvastikkeen maksamisesta yksinomaan rahassa, välimiesoikeus totesi, että sulautumisvastike voidaan sopia yksinomaan rahassa maksettavaksi, mutta tällaisen

mistölle kovin tehokasta suojaa, koska erityisiin vähemmistönsuojasäännöksiin turvautuminen voi eräissä tapauksissa olla vähemmistön kannalta liian hidas menettely.[80] Jos yleislausekkeen soveltamiskynnys nostetaan kovin korkeaksi, se menettää merkitystään ennaltaestävänä säännöksenä, minkä juuri todettiin olevan eräs säännöksen merkittävimmistä ominaisuuksista.

4.2.3. Yhdenvertaisuusperiaate yhtiön johdon kannalta

Yhtiökokouksen lisäksi yhdenvertaisuusperiaate koskee myös yhtiön johtoa, kuten hallitusta ja toimitusjohtajaa, joiden tulee kohdella kaikkia osakkaita tasapuolisesti kaikissa osakkuuteen perustuvissa yhtiön ja osakkaiden välisissä oikeussuhteissa.[81] Periaatteen on todettu merkitsevän myös yhtiön johdolle asetettua lojaaliteettivaatimusta[82] vähemmistöön nähden. Johto ei saa ilman lain tai yhtiöjärjestyksen tukea kohdella osakkeenomistajia eri tavoin.[83] Osakeyhtiölaissa[84] asia on ilmaistu 8 luvun

määräyksen tarkoituksena ei saa olla estää tiettyjä purkautuvan yhtiön osakkaita pääsemästä vastaanottavan yhtiön osakkaiksi. Oikeuden mielestä tuollaista estettä ei ollut, koska vastaanottavan yhtiön osakkeilla käytiin julkisesti kauppaa meklarilistalla.

[80] Edellä mainittuun sulautumispäätöstä koskevaan riitaan liittyen vireillä oli samojen osapuolten välillä toinen välimiesoikeudenkäynti, joka koski lunastettavien osakkeiden käypää arvoa. Siinä osapuolet tekivät kuitenkin sovinnon juuri ennen välitystuomion julistamista. Osakkeiden käyvän hinnan määrittäminen oikeusteitse olisi kestänyt niin kauan, ettei vähemmistöosakkaalla kenties ollut taloudellisia mahdollisuuksia odottaa tuomioistuimen lopullista päätöstä, vaan tämän oli tyydyttävä enemmistön esittämään sovintoratkaisuun. Lunastusprosessihan saattaa kestää varsin pitkään, jos käyvästä hinnasta riidellään ensin välimiesoikeudessa, jonka tuomiosta valitetaan edelleen yleiseen alioikeuteen ja sen päätöksestä HO:een ja mahdollisesti vielä KKO:een. Yleislausekkeeseen perustava riita sen sijaan saa ratkaisun suhteellisen nopeasti, jos yhtiön yhtiöjärjestykseen sisältyy välityslauseke, koska tällainen välitystuomio on lopullinen. Tämän ajallisen eron ja siitä eräissä tapauksissa aiheutuvien huomattavien taloudellisten vaikutusten vuoksi voidaan mielestäni asettaa kyseenalaiseksi edellä mainittu kanta, jonka mukaan erityiset vähemmistönsuojasäännökset olisivat toissijaisia yleisiin säännöksiin nähden.

[81] Tätä velvollisuutta korostaa mm. *Koski*, ks. *Koski – Sillanpää* s. 9:4. Ks. myös *Koski – af Schultén I* s. 372. Laajemmin yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleislausekkeen soveltamisesta yhtiön johdon toimintaan *Taxell*, Kompetens s. 221 s. ja s. 229.

[82] Prop. 1973:93 s. 84 "handla lojalt". *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift för Rettsvitenskap 1994 s. 122 alav. 11, huomauttavat, että jos hallituksen esityksen maininnalla todellakin tarkoitetaan yhtiön toimielimille asetettua lojaliteettivaatimusta, merkitsee se yhdenvertaisuusperiaatteen muuttamista ja sen huomattavaa laajentamista.

[83] *Dotevall* s. 282 s. *Pehrson* mainitsee esimerkkinä lakiin tai yhtiöjärjestykseen perustuvasta ja siis sallitusta osakkaiden epäyhdenvertaisesta kohtelusta etuoikeutetuille osakkeille maksettavan kantaosakkeita suuremman osingon, *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 491.

[84] Jo ns. vanhaan osakeyhtiölakiin v. 1935 lisätyn yhtiökokousta sääntelevän yleislausekkeen (30 § 4) katsottiin merkitsevän sitä, ettei hallitus saanut panna täytäntöön yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä, *Hakulinen* LM 1945 s. 433 s.

14 §:ssä, hallituksen toimintaa sääntelevässä yleislausekkeessa, jonka mukaan hallitus ei saa ryhtyä sellaiseen toimenpiteeseen, joka voisi tuottaa osakkeenomistajalle tai jollekin muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai jonkin toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yleislauseketta on vielä tehostettu saman luvun 15 §:n säännöksellä, jonka mukaan yhtiön edustajan toimivaltansa ylittäen suorittama toimi ei sido yhtiötä, jos oikeustoimen toinen osapuoli tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä.[85] Erityinen säännös, yleislauseke, on Taxellin mukaan tarpeen, koska yhdenvertaisuusperiaate on liian yleinen ja epämääräinen, jotta sitä voitaisiin käyttää apuna yhtiön johdon toimivallan rajoja määritettäessä.[86]

Yhdenvertaisuusperiaatteen olemassaoloa ja sen soveltamismahdollisuutta myös hallintoelinten toimiin olisi syytä korostaa. Periaatteella on ennen muuta ennalta estävä vaikutus johdon mahdollisiin aikomuksiin kohdella osakkaita eriarvoisesti.[87] Yritysvaltauksen yhteydessä yhtiön johto usein joko oma-aloitteisesti tai jonkin osakasryhmittymän toimeksiannosta ryhtyy valtausta torjuviin toimenpiteisiin, joilla helposti loukataan yhdenvertaisuutta.[88] Yhdenvertaisuusperiaate merkitsee sitä, että mitään osakasta ei tulisi asettaa parempaan tai huonompaan asemaan toiseen osakkaaseen nähden ja että kaikille osakkaille tulisi tarjota samat mahdollisuudet

---

[85] Yleislausekkeen vastaista päätöstä ja siitä seuraavaa pätemättömyyttä on tarkasteltu *Jan Rambergin* laatimassa selvityksessä, joka koski liikemies *Erik Penserin* pääosin omistaman Nobel Industrier AB:n eräitä sopimuksia. Ks. *Ramberg*, Nobelutredningen s. 16.

[86] *Taxell*, Kompetens s. 229.

[87] Tähän viittaa myös *Pehrsonin* toteamus "Såvitt jag förstår tillmäts generalklausulerna ofta stor betydelse vid planeringen av olika affärstransaktioner och de medför ofta stor osäkerhet", *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 502.

[88] Hallitukselle annettu suunnatun annin toimeenpanoon oikeuttava valtuutus on tyypillinen tilanne, jossa johto saattaa pyrkiä suosimaan jotakin osakasryhmittymää. Ks. tähän liittyvistä ongelmista esim. *Nuolimaa*, Artikla R.Y:n 10-vuotisjuhlajulkaisu s. 186 s. ja *Nial* s. 87 s. ja s. 146 s. sekä *Christensen*, Ledelse & Aktionærer s. 110 ss., joka selostaa kysymykseen liittyvää tanskalaista oikeuskäytäntöä. Ruotsissa suunnattuihin anteihin liittyviä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuskysymyksiä on pohdittu ns. LEO-kauppojen takia asetetun toimikunnan mietinnössä, ks. *Ds Fi 1986:21* passim. Se johti suunnattuja anteja koskevan erityislain (Lag om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, 1987:464) säätämiseen. Laki koskee pelkästään julkisesti noteerattuja osakeyhtiöitä. Suunnattua antia koskeva päätös edellyttää tällaisessa yhtiössä yhdeksän kymmenesosan enemmistöä sekä annetuista äänistä että edustetuista osakkeista. Ks. *Kedner – Roos* I s. 143 ss. Norjassa puolestaan pörssilakiin sisältyy erityinen yritysvaltaustilanteissa (overtagelsessituasjon) järjestettäviä suunnattuja anteja koskeva säännös (Lov om verdipapirbørs 17.6.1988 nr. 57 [Børsloven] § 4–9. Sen mukaan yritysvaltauksen kohteena olevan yhtiön hallitus ei voi käyttää sillä mahdollisesti olevaa valtuutusta suunnatusta annista päättämiseen ellei valtuutusta ole annettu nimenomaan tuollaisen tilanteen varalle. Ks. *Andenæs* s. 200. Säännöksen esitöiden mukaan sen pyrkimyksenä on estää yhtiön hallitusta käyttämästä normaalitilanteisiin tarkoitettua antivaltuutusta yritysvaltauksen yhteydessä tarkoitukseen, jonka kenties vain osa osakkeenomistajista hyväksyy. NOU *1985:33* s. 118.

hyötyä osakkuudestaan yhtiössä. Määrällisesti tosin mainitut osakkaalle tulevat oikeudet on sidottu osakkeiden lukumäärään.[89]

Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa Rapakko on pohtinut sitä, edellyttääkö yhtiölle asetettu voitontuottamistarkoitus johdolta yritysvaltaustilanteessa aktiivisia toimenpiteitä sen suhteen, että osakkeenomistajat saisivat osakkeistaan parhaan mahdollisen hinnan. Tämä ajatus on hyvin yleinen Yhdysvalloissa, mutta meillä siihen on suhtauduttu vaihtelevasti.[90] Erityisesti muiden sidosryhmien kuin omistajien etujen kannalta on katsottu yhtiön toiminnan jatkuvuuden turvaamisen saattavan edellyttää jopa valtausyritystä torjuvia toimenpiteitä. Rapakko on kuitenkin katsonut johdon velvollisuuksiin kuuluvan ryhtyä mahdollisimman korkean ostotarjouksen saamisen edellyttämiin toimiin – mitä nämä sitten yksittäistapauksessa ovatkin –, jos kuten hän toteaa, "on selvää, että yritys tullaan mitä suurimmalla todennäköisyydellä myymään".[91] Kohdeyrityksen johdon tehtävänä on tällöin nähty eri tarjouksentekijöiden kilpailuttaminen, jotta osakkeenomistajat saisivat parhaan mahdollisen hinnan.[92]

Ulkomailla on vakiintuneesti katsottu, että kohdeyhtiön tulee noudattaa niin sanottua level playing field -periaatetta, eli sen johto ei saa asettua kummankaan kilpailevan tarjouksen puolelle, eikä ainakaan pyrkiä suosimaan toista. Tämä periaate on hyväksytty myös ulkomaisessa oikeuskäytännössä ja samalla on katsottu kohdeyhtiön johdon velvollisuutena olevan yritysvaltaustilanteessa huolehtia ennen kaikkea siitä, että osakkeenomistajat saavat osakkeistaan parhaan mahdollisen hinnan.[93] Meillä tällainen säännös voidaan johtaa yhdenvertaisuusperiaatteesta, joka jo

---

[89] Näin *Dotevall* s. 283 s., joka samassa yhteydessä pohtii myös yritysvaltauksen torjuntaan käytettävään suunnattuun antiin liittyviä ongelmia.

[90] Ks. *KM 1989:36* s. 259 ss., jossa selvitetään erästä suomalaista käytännön tapausta. Siinä Leipurien Tukku Oy:n johto oli vuonna 1988 menetellyt kuvatulla tavalla ja pyrkinyt toimillaan siihen, että osakkaat olisivat saaneet osakkeistaan parhaan mahdollisen hinnan. Tuossa tapauksessa ei käytetty julkista ostotarjousta, eikä osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta näiden saaman myyntihinnan osalta siten saavutettu, mutta ilmeisesti yhtiön perusomistajakuntaan kuuluneet osakkeenomistajat saivat osakkeensa myytyä korkeaan hintaan.

[91] *Rapakko* s. 133.

[92] *Herzel – Shepro* s. 479.

[93] City Code'in pääperiaatteisiin kuuluu juuri se, ettei kohdeyhtiö saa ryhtyä tarjousta vastustaviin toimiin muuta kuin yhtiökokouksen päätöksellä, *City Code*, General Principle 7, ks. lähemmin *Palmer's Company Law* s. 4523 (Vol. 4).

Samoin EU:n 13. yhtiöoikeudellisessa direktiiviesityksessä on kiinnitetty paljon huomiota kohdeyhtiön puolustautumistoimenpiteisiin ja esitetty niiden sallimista vain yhtiökokouksen päätöksellä. Ks. jäljempänä s. 276. *Assmann*, s. 268–293, tarkastelee yhtiön johdon asemaa eurooppalaisen lainsäädännön näkökulmasta julkisen ostotarjouksen yhteydessä ja toteaa EU:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiivin edellyttävän aikanaan myös yhtiön johdon asemaa koskevien kansallisten säännösten yhdenmukaistamista.

sellaisenaan yleisenä periaatteena rajoittaa osakeyhtiön hallituksen mahdollisuutta käyttää yhtiön resursseja tarjouksen torjumistoimiin. Yhtiön johdon tulisi yritysvaltaustilanteessa pyrkiä käyttäytymään korostetun tasapuolisesti eri omistajatahoja kohtaan, koska puolueellinen käyttäytyminen voidaan tulkita yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaukseksi ja se voi johtaa äärimmäisessä tapauksessa vahingonkorvausvastuuseen.

Puuttumatta tässä sen laajemmin vahingonkorvausvastuun syntymisen edellytyksiin,[94] voidaan kuitenkin todeta, ettei näitä edellytyksiä sen paremmin teon ja vahingon syy-yhteyden kuin vahingon määränkään osalta tulisi tuomioistuimissa asettaa kovin korkeaksi niissä kuitenkin varsin harvalukuisissa käsittelyyn tulevissa tapauksissa, koska vahingonkorvausvastuun tärkein merkitys yhtä hyvin osakeyhtiö- kuin arvopaperimarkkinaoikeudessakin on sen yleisestävässä vaikutuksessa. Taloudelliset panokset ovat usein yritysvaltaustilanteissa merkittävät, minkä vuoksi yritysjohto saattaa pyrkiä turvautumaan arveluttaviin keinoihin tai ainakin pyrkiä "venyttämään" lain tulkinnan omalta kannaltaan edullisen ratkaisun tueksi. Pitkän ja kalliin vahingonkorvausoikeudenkäynnin aloittamisen kynnys on myös korkea, koska oikeudenkäynnin lopputulos on epävarma ja korvausten perimisen onnistumisen todennäköisyys vielä epävarmempi. Tämän vuoksi ennakkotapausten merkitys on näissä kysymyksissä ehkä poikkeuksellisen suuri, koska mahdollisuus korvausvelvollisuuden syntymiseen on hyvin keskeinen tekijä johdon harkitessa käy-

---

Esim. Delawaren osavaltion korkeimman oikeuden ratkaisemassa tapauksessa Revlon Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding Inc., 506 A. 2d 173, 182 (Del. 1986) on todettu: "The corporation no longer faces threats to corporate policy and effectiveness or to the stockholder's interests, from a grossly inadequate bit. The whole question of defensive measures becomes moot. *The directors' role is changed from defendors of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stock holders at a sale of the company.*"(kurs. tässä) Sama periaate mainitaan myös tapauksessa Edelmann v. Fruehauf Corp. (Fed. Sec. Rep., CCH 92, 863, 6th Cir. Aug. 8, 1986), jossa todetaan "... it becomes the duty of the targets directors to see that the shareholders obtain the best price possible for their stock". Tapauksista ja ns. business judgement rule -periaatteen tällaisessa yhteydessä aiheuttamasta muutoksesta yhtiön johdon velvollisuuksiin ks. *Trockels*, Die Aktiengesellschaft 1990 s. 143 s.

Toisaalta on huomautettu, että johtohenkilöiden tulee harkita huolellisesti kannanottojaan, jotta he eivät rikkoisi normaaleja velvollisuuksiaan ja voisivat säilyttää puolueettoman aseman kaikkiin omistajatahoihin nähden. Ks. *Palmer's Company Law* s. 12103 (Vol. 2).

[94] Ks. arvopaperimarkkinoilla aiheutettuun vahinkoon liittyvistä vahingonkorvausoikeudellisista kysymyksistä laajemmin *Astola* s. 219 ss., *Samuelsson* s. 245–317 ja *Rudanko* s. 209 ss. *Astola* korostaa markkinaosapuolten toimivan taloudellisen hyödyn saamiseksi, jolloin "tieto mahdollisuudesta joutua korvaamaan säännösten vastaisten toimien aiheuttama vahinko voi olla tehokas 'kannustin' normien noudattamiseen. Mitä paremmat mahdollisuudet vahinkoa kärsineellä on saada todellinen korvaus vahingostaan, sitä tehokkaampi tämä kannustin on", *Astola* s. 219 s. Vahingonkorvauksesta yleisesti ks. esim. *Taxell*, Skadestånd, passim ja *Routamo – Hoppu*, passim sekä erit. syy-yhteydestä *Routamo – Hoppu*, s. 204 ss. ja korvauksen määrästä s. 237 ss.

tännön tilanteissa mahdollisia toimintavaihtoehtoja. Ellei todellista riskiä korvausvelvollisuuden syntymisestä ole, eivät erilaiset lakisääteiset osakkeenomistajien asemaa suojaavat säännökset käytännössä täytä niille asetettuja tehtäviä.[95]

Valmisteilla olevassa Euroopan unionin 13. yhtiöoikeudellisessa direktiivissä kohdeyhtiön puolustautumismahdollisuuksia rajoitetaan siten, että tarjouksen voimassaoloaikana yhtiön hallitus ei saa toimeenpanna osakeantia tai laskea liikkeeseen osakkeiden saantiin oikeuttavia arvopapereita eikä ryhtyä yhtiön varoihin ja velkoihin nähden olennaisiin liiketoimiin ilman valvontaviranomaisen perusteltua lupaa eikä myöskään hankkia yhtiön omia osakkeita. Esitetyllä säännöksellä on pyritty estämään tarjouksen torjuminen esimerkiksi tekemällä huonoja liiketoimia tai myymällä yhtiön merkittävin ja ostajaa kiinnostavin omaisuus tai tekemällä johtoelinten jäsenten kanssa näille poikkeuksellisia etuja tarjoavia sopimuksia. Hallitus saa kuitenkin kutsua yhtiökokouksen koolle päättämään mahdollisista puolustautumistoimista. Yhtiökokous saa päättää tällaisista vasta tarjouksen voimassaoloaikana, jolloin osakkeenomistajat tietävät tarjouksesta, mutta minkäänlaiset etukäteispäätökset eivät ole mahdollisia. Kohdeyhtiön hallituksen tulee lisäksi hyvissä ajoin ennen tarjousajan päättymistä esittää perusteltu mielipiteensä tarjouksesta. Tästä tiedotteesta tulee käydä ilmi, onko kohdeyhtiön hallitus tehnyt jonkin sopimuksen tarjouksen tekijän kanssa ja kaikki hallituksen tiedossa olevat yhtiön osakkeiden äänivallan käyttämiseen liittyvät sopimukset sekä se, aikovatko hallituksen jäsenet itse myydä omistamansa osakkeet tarjouksen tekijälle. Näistä säännösehdotuksista ilmenee miten kiinteässä yhteydessä arvopaperimarkkinoiden sääntely on yhtiöoikeuden kanssa, kun yhtiön sisäistä toimintaa säänteleviä normeja on tarkoitus antaa pohjimmiltaan arvopaperimarkkinoita sääntelevässä direktiivissä.

4.2.4. Yhdenvertaisuusperiaate osakkeenomistajien keskinäisissä suhteissa

Yhtiön toimielinten on yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaan kohdeltava kaikkia osakkeenomistajia yhtälailla. Periaatetta ei näin ollen voida soveltaa

[95] Kuten *Pehrson* kirjoittaa, että "några debattörer har i vart fall muntligen ifrågasatt om generalklausuler verkligen fyller någon funktion i praktiken eller om de bara utgör tomma ord". Edelleen hän viittaa ruotsalaisissa lehdissä viime vuosina olleisiin uutisiin, joissa on kerrottu yhtiön sitä lähellä olevien tahojen kanssa tekemistä kaupoista, suunnatuista osakeanneista, ristiinomistusjärjestelyistä, julkisista ostotarjouksista ja erityyppisistä vallan väärinkäytön muodoista. *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 483 s. Normia pitää tehottomana myös *Mahkonen*, DL 1975 s. 425, joka korostaa sitä, että preventiivisesti tehokkaan normin tulisi olla repressiivisesti tehokas, ts. vähemmistölle epäedullista päätöstä ei tehtäisi juuri sen vuoksi, että sen tiedettäisiin tulevan myöhemmin oikeudessa kumotuksi. Näin *Mahkonen* DL 1975 s. 414 s. Vaikka yleislauseke ei käytännössä olisikaan kovin tehokas voisi tilanne ilman sitä olla vähemmistön kannalta monin verroin nykyistä huonompi.

osakkeenomistajien välisiin oikeussuhteisiin.[96] Arvopaperimarkkinalain kommentaariteoksessaan Astola kutsuu osakkeenomistajien keskinäisiä ja julkisen ostotarjouksen tekijän, siis tulevan osakkeenomistajan, ja osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita koskevaa eriarvoiseen asemaan asettamiskiellon sisältävää periaatetta "tasavertaisuudeksi".[97] Katsoisin kuitenkin, että yhtiöoikeudessa, joka laajassa merkityksessä kattaa myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyn, niin perustavaa laatua olevaa käsitettä kuin yhdenvertaisuusperiaate, voidaan käyttää myös osakkeenomistajien keskinäisten suhteiden tarkastelussa yleiskäsitteenä.[98, 99]

Arvopaperimarkkinaoikeudessa tarkastellaan kysymystä kokonaisvaltaisemmin kuin yhtiöoikeudessa, koska tarkastelun kohteena on ensi sijassa yksittäisen osakkeenomistajan asema tai tämän asema suhteessa toisiin osakkeenomistajiin tai yhtiöön. Osakkeenomistajaan saatetaan myös rinnastaa tuleva osakkeenomistaja. Monissa tapauksissa osakkaiden keskinäiset suhteet liittyvät kiinteästi yhtiön sisäisiin toimenpiteisiin. Yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan sanoa kuuluvan myös arvopaperimarkkinalainsäädännön keskeisiin periaatteisiin, ja lisäksi se on ilmaistu muutamissa säännöksissä, kuten julkista ostotarjousta koskevassa normissa. Kumpikin sääntely ja niiden tavoitteet ovat niin lähellä toisiaan, että kumpaankin niistä kuuluvan yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinta ei voi kovin paljon poiketa näissä tilanteissa toisistaan. Lisäksi on muistettava, että on luonnollisesti ainoastaan nimityskysymys, mitä nimitämme yhtiöoikeudeksi ja mitä arvopaperimarkkinaoikeudeksi. Koska yhtiöoikeus laajasti ymmärrettynä kattaa nämä molemmat alueet, on

---

[96] Esim. *Skog* ilmaisee asian seuraavasti: "Den bolagsrättsliga likhetsprincipen handlar om relationen mellan å ena sidan bolaget och dess organ och å andra sidan bolagets ägare. Den handlar inte om relationen mellan bolagets ägare eller om relationen mellan dessa ägare och en presumtiv ägare." *Skog* s. 40. Ks. myös *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 486 s.

Samoin myös *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 162, jossa nämä kirjoittavat "Vi har också funnit att likabudsregeln inte kan anses följa den aktiebolagsrättsliga likhetsgrundsatsen. Sen sistnämnda *principen är begränsad till bolagsinterna förhållanden* medan likabudsregeln avser förhållandet mellan aktieägare och externa intressenter." (kurs. tässä).

[97] *Astola* s. 160. Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi puolestaan käytetään nimityksiä yhdenvertaisuus ja tasapuolisuus, *HE 157/1988* s. 51 s.

[98] Jäljempänä s. 202 tarkemmin selostetussa Ruotsin korkeimmassa oikeudessa ratkaistussa ns. Företagsfinans-tapauksessa sekä Svea Hovrätt että Högsta Domstolen on korostanut yhdenvertaisuusperiaatteen perustavaa laatua olevaa merkitystä, NJA 1985 s. 349 ja s. 351. Ks. tästä kysymyksestä myös *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift för Rettsvitenskap 1994 s. 130 s.

[99] Yhtiöoikeudellinen ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate on rinnastettu selkeästi EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen ensimmäisen version perusteluissa, kun sen artiklan 3 osalta todetaan "the directive lays down *a fundamental principle of company law*, that of equal treatment of shareholders who are in the same position." (kurs. tässä). Tämä liitetään artiklassa 4 lunastusvelvollisuuteen "So that the principle of equal treatment of shareholders cited in Article 3 may be respected, the Directive requires an offer to be made ...". *Proposal for a 13th Council Directive* on company law, concerning takeover and other general bids. Bulletin of the European Communities, Supplement 3/89 s. 8.

luonnollista tulkintakysymysten osalta turvautua näin selvästi samaan päämäärään tähtäävän normin tulkinnassa samoihin argumentteihin. Osakeyhtiölain sisältämää periaatetta ei tietenkään voitaisi käyttää sen soveltamisalan ulkopuolella ilman asianomaista alaa sääntelevän normin tukea, eikä sitä näin ollen voitaisi soveltaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyynkään, ellei tällaista säännöstä olisi.

Eräänä varsin kuvaavana esimerkkinä edellä mainitusta yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöön liittyvästä tulkintaongelmasta voidaan mainita Saksan osakeyhtiölakiin[100] sisältyvä yhdenvertaisuusperiaate, joka on mainittu siinä sekä yleisenä säännöksenä 53 a §:ssä että yhtiökokouksen päätöksen moiteperusteita sääntelevässä Suomen osakeyhtiölain yleislauseketta muistuttavassa 243 §:ssä. Yleislauseke tosin eroaa vastaavista pohjoismaisista säännöksistä siinä, että se edellyttää aikomusta hankkia epäoikeutettua etua itselle tai toiselle.[101] Yhdenvertaisuusperiaatteen on Saksassakin katsottu jo pitkään kuuluneen keskeisiin osakeyhtiöoikeuden periaatteisiin, mutta Euroopan yhteisön neuvoston 2. direktiivin[102] 42 artiklan vaikutuksesta se otettiin Saksan osakeyhtiölakiin vuonna 1978 myös nimenomaisena säännöksenä.[103]

Sisällöltään Saksan osakeyhtiölain 53 a §:n mukainen periaate vastaa meilläkin vakiintunutta yhdenvertaisuusperiaatteen tulkintaa, koska säännöksen katsotaan koskevan osakkeenomistajien yhdenvertaista asemaa yhtiössä, mutta ei näiden keskinäistä suhdetta toisiinsa nähden. Julkisia ostotarjouksia sääntelemään tarkoitetun Euroopan unionin 13. yhtiöoikeudellisen direktiivin yhdenvertaisuusperiaatteesta mainitun osakeyhtiölain säännöksen on katsottu eroavan juuri siinä, että osakeyhtiölain säännös koskee osakeyhtiön suhdetta osakkeenomistajiin, kun taas direktiivin yhdenvertaisuusperiaate on tarkoitettu sääntelemään osakkeenomistajien kes-

---

[100] AktG 6.9.1965. Vertaus pelkästään Saksan osakeyhtiölakiin on mielestäni tässä yhteydessä perusteltua, koska Saksan osakeyhtiöoikeus on usein nähty jonkinlaisena Suomen osakeyhtiöoikeuden kaukaisena esikuvana ja koska Saksan lakiin sisältyy sekä nimenomainen yhdenvertaisuussäännös että erillinen yleislauseke ja koska sikäläisessä oikeustieteellisessä kirjallisuudessa on pohdittu yhdenvertaisuutta myös arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta.

[101] Tähän kiinnittää huomiota mm. *Johansson* s. 126. Saksalainen säännös vastaa näin Suomen ns. vanhan osakeyhtiölain yleislauseketta, joka myös edellytti mainittua aikomusta. Uuden osakeyhtiölain, kuten ei myöskään muiden pohjoismaisten lakien, säännös ei aseta mitään vaatimuksia epäoikeutetun edun hankkimisaikomukselle, jonka näyttäminen olisikin käytännössä varsin vaikeaa, ellei joissakin tapauksissa peräti mahdotonta. *Koski – af Schultén I* s. 463.

[102] Toinen neuvoston direktiivi, 77/91/ETY, 13.12.1976.

[103] AktG § 53 a. Siitä lähemmin esim. *Schmidt* s. 378 s., joka toteaa pykälän perustelujen osoittavan tarkoituksena olleen ainoastaan kirjata lakiin jo muutoinkin voimassa ollut periaate. Säännöksen on todettu nimenomaan osakeyhtiöoikeuden luonteen vuoksi merkitsevän toisin kuin yhdistysoikeudessa pääomaosuuden eikä pääluvun mukaista yhdenvertaisuutta. "... daß es bei dieser Gleichbehandlung nicht um eine Gleichbehandlung nach Köpfen, sondern um eine solche nach Kapitalanteilen geht." *Henn* s. 10. Ks. myös *Würdinger* s. 52, joka pitää osakkeenomistajien lojaliteettiperiaatetta yhdenvertaisuusperiaatteen perustana.

kinäisiä suhteita tai paremminkin julkisen ostotarjouksen tehneen tulevan (suur)-osakkeenomistajan suhdetta muihin (pien)osakkeenomistajiin. Direktiiviehdotuksen ja osakeyhtiölain säännöksen on katsottu eroavan toisistaan siitä huolimatta, että ne ovat sanamuodoltaan lähes identtiset.[104] Reul on kiinnittänyt huomiota siihen, että oikeuskirjallisuudessa jopa Lutter, joka muutoin tunnustaa osakkeenomistajien välisen lojaliteettiperiaatteen olemassaolon, ei kuitenkaan ole esittänyt osakeyhtiölain säännöksen tulkinnan ulottamista osakkeenomistajien keskinäisiin suhteisiin. Tämä selittyy hänen mukaansa sillä, että yhdenvertaisuusperiaatteelle on annettu tietoisesti ainoastaan yhtiön sisäisiin suhteisiin rajoitettu soveltamisala, koska osakkeenomistajia on katsottu näiden keskinäisissä suhteissaan kyettävän suojaamaan riittävästi käytännössä joustavasti tulkittavalla lojaliteettiperiaatteella.[105] Yhdenvertaisuusperiaatteen ottaminen lakitekstiin ei ole helpottanut sen tulkintaa, koska tämä pääomadirektiivistä peräisin oleva säännös on nostanut uudelleen esille jo ratkaistuksi luullun kysymyksen siitä, merkitseekö periaate pääluvun vai pääomaosuuden mukaista yhdenvertaisuutta.[106] Tämä Lutterin esittämä näkemys viittaisi siihen, että hän harkitsisi myös laajemman, toisin sanoen myös osakkaiden keskinäisen yhdenvertaisuuden huomioon ottavan, tulkinnan mahdollisuutta. Sinänsä säännöksen sanamuoto mahdollistaisi laajemman osakkaiden keskinäiset oikeussuhteet huomioon ottavan tulkinnan, joka täyttäisi myös arvopaperimarkkinoiden osakkeenomistajien keskinäisen aseman sääntelylle asettamat vaatimukset.

Mainitun saksalaisen keskustelun perusteella voidaan päätellä arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen ja osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen olevan merkitykseltään identtisiä tai ainakin hyvin lähellä toisiaan. Se, ettei Saksan osakeyhtiölain yhdenvertaisuusnormia ole voitu soveltaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn, johtuu nähdäkseni yksinkertaisesti toisaalta siitä, ettei sitä ilman lainsäädännön tukea voi laajentaa osakeyhtiölain soveltamisalan ulkopuolelle, ja toisaalta siitä, ettei Saksassa ole arvopaperimarkkinoiden toimintaa sääntelevää lainsäädäntöä kuten esimerkiksi Suomessa. Näin ei ole ollut

---

[104] *Peltzer* teoksessa *Assman – Basaldua – Bozenhardt – Peltzer* s. 187.

AktG § 53a: "Gleichbehandlung der Aktionäre. Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln."

13. yhtiöoik. dir. ehd. (1989), art. 3: "Gleichbehandlung. Aktionäre, die sich in denselben Verhältnissen befinden, sind gleich zu behandeln."

13. yhtiöoik. dir. korjattu ehd. (1990), art 6 a Grundsätze zur Wahrnehmung der Aufgaben der Aufsichtsbehörde a)-kohta: "Alle Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die sich in gleichen Verhältnissen befinden, müssen gleichbehandelt werden."

[105] *Reul* s. 270.

[106] *Lutter* s. 36.

muuta mahdollisuutta kuin rajata yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuussäännöksen soveltamisala puhtaasti yhtiöoikeudellisiin kysymyksiin.

Pohjoismaiden ainoassa korkeimman oikeuden ratkaistavana olleessa julkista ostotarjousta koskeneessa tapauksessa[107] oli eräänä keskeisenä kysymyksenä juuri yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen. Siinä Ruotsin ylimmät oikeusasteet vetosivat tähän periaatteeseen ja katsoivat, että tarjouksen tekijän olisi tullut kohdella kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti. Tapauksessa oli siis kysymys osakkeenomistajien keskinäisestä yhdenvertaisuudesta, toisin sanoen toiselle osakkeenomistajalle (tarjouksen tekijälle) asetusta velvollisuudesta muihin osakkeenomistajiin nähden. Tapauksessa poikettiin periaatteen normaalista tulkinnasta, joka olisi sallinut sen soveltamisen vain yhtiön ja osakkaiden välisessä suhteessa. Ratkaisun perusteluissa hovioikeus totesi yhdenvertaisuusperiaatteen sisältyvän Ruotsin osakeyhtiölain 8 luvun 13 §:n yleislausekkeeseen ja mainitsi periaatteen olevan koko osakeyhtiöoikeuden perustana.[108] Korkein oikeus vahvistaessaan hovioikeuden tuomion korosti muun muassa ruotsalaisessa arvopaperipörssikomitean mietinnössä[109] olevaa mainintaa yhdenvertaisuusperiaatteen perustavaa laatua olevasta merkityksestä suojattaessa osakkeenomistajien etuja erilaisissa tilanteissa.[110] Kirjallisuudessa Pehrson on esittänyt näkemyksen, jonka mukaan korkeimmalle oikeudelle olisi tässä tapauksessa sattunut erehdys, kun se on käyttänyt yhdenvertaisuusperiaatetta osakkeenomistajien etujen suojaamisen perusteluna, vaikka mainittu periaate ei hänen mukaansa käsitä yhteisön ja toisen yhteisön osakkaiden välistä suhdetta.[111] Hänen mukaansa mainitussa tapauksessa julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjouksen tekijälle asetettua velvollisuutta kohdella muita osakkeenomistajia yhdenvertaisesti ei voida johtaa yhdenvertaisuusperiaatteesta, koska tuo periaate koskee ainoastaan yhden ja saman yhtiön osakkeenomistajien välisiä suhteita, kun

---

[107] NJA 1985:52, s. 343 ss. Tämän ns. Företagsfinans-tapauksen otsikko kuuluu seuraavasti: "Vissa börsbolag har gemensamt gjort ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett annat börsbolag. Till följd av en bestämmelse i inregistreringskontrakten med börsen har bolagen ansetts skyldiga att behandla alla aktieägare lika i samband med erbjudandet." Tapausta on selostettu laajemmin jäljempänä s. 202 ss.

[108] "... med den i 8 kap 13 § aktiebolagslagen inskrivna likabehandlingsprincipen, vilken är grundläggande för hela aktiebolagsrätten." NJA 1985 s. 349. SABL 8:13 vastaa OYL 8:14:ää. SABL 8:13:n yleislausekkeen tulkinnasta ks. *Kedner – Roos I* s. 216 ss.

[109] Fondbörsutredningen, SOU 1973:60 s. 81. Lisäksi korkein oikeus mainitsi myös departementshefin hyväksyneen periaatteen keskeisen merkityksen arvopaperinvälittäjälain muutosta koskevan hallituksen esityksen antamisen yhteydessä, prop. 1975/76:175 s. 19.

[110] NJA 1985 s. 351.

[111] "Om härmed avses likhetsprincipen som en allmän bolags- eller associationsrättslig princip, vilket dock är oklart, *förefaller en lapsus att ha begåtts*, eftersom denna princip inte omfattar förhållandet mellan en association och delägarna i en annan" (kurs. tässä), *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 487 alav. 15.

taas tapauksessa oli kysymys ostotarjouksen tehneen konsortion jäsenten velvoittamisesta kohtelemaan kohdeyhtiön osakkeenomistajia yhdenvertaisesti.[112] Pehrsonin kanta vaikuttaa kovin tiukalta (osake)yhtiöoikeudelliselta näkemykseltä. Mielestäni Ruotsin korkein oikeus on tuossa tapauksessa selkeästi osoittanut yhdenvertaisuusperiaatteen laaja-alaisen merkityksen niin yhtiö- kuin arvopaperimarkkinaoikeudessakin, eikä se siten ole erehtynyt. Se, että periaatetta on, kuten Pehrson toteaa, sovellettu yhtiön osakkeenomistajien ja toisen yhteisön osakkaiden väliseen suhteeseen, saattaa johtua arvopaperimarkkinaoikeudessa muutoin yleisesti yhdenvertaisuusperiaatteen täydentäjäksi tunnustetusta yhteistoiminnassa tarjouksentekijän kanssa toimivien käsitteestä ilmenevän säännön soveltamisesta,[113] vaikkei sitä olekaan lausuttu julki taikka yhdenvertaisuusperiaatteesta muutoin ilmenevien sääntöjen soveltamisesta lähialueelle, jossa itsesääntelynormiston kautta on säädetty noudatettavaksi osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta korostava periaate. Tapauksessahan oli kysymys julkista ostotarjousta koskevan itsesääntelynormiston (NBK:OE) eikä osakeyhtiölain soveltamisesta.[114]

---

[112] *Pehrson*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 486 s. "Sagda skyldighet för ett bolag att behandla innehavare av aktier i ett bolag lika vid offentliga uppköpserbjudanden kan emellertid inte härledas ur likhetsprincipen, eftersom denna endast avser förhållandet mellan aktieägare i ett och samma bolag."

[113] Mainitun säännön soveltaminen on välttämätöntä järkevän ja oikeudenmukaisen tulkintatuloksen saavuttamisen kannalta, koska muutoin yhdenvertaisuusperiaatteen vaikutus olisi kovin helposti eliminoitavissa järjestämällä käytännön tilanne muodollisesti sellaiseksi, ettei periaatetta voitaisi soveltaa.

[114] Tämän vuoksi ei myöskään synny sellaista ristiriitatilannetta, johon *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 149, viittaavat huomauttaessaan ensin "en bolagsintern motivering kan inte användas när man förespråkar en reglering av relationen mellan bolag eller aktieägare och externa intressenter". Oikeuden ei mielestäni ole kuitenkaan tarvinnut laajentaa osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisalaa niin pitkälle kuin mainitut kirjoittajat esittävät "HD avsiktligt ville utsträcka likhetsprincipen utöver den interna relationen mellan aktieägare i olika bolag oberoende av kontrakt", vaan se on mainitussa tapauksessa sopimusteitse sovellettavaksi tulevaa itsesääntelynormistoa tulkitessaan ainoastaan käyttänyt yhdenvertaisuusperiaatteen pohjalta osakeyhtiöoikeudessa kehittyneitä periaatteita apuna toisessa pohjimmaltaan samantyyppistä tilannetta koskevassa tapauksessa. Oikeus ei myöskään ole, vaikka *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, s. 149, niin väittävät "HD:s dom ... uttalar att det finns en aktiebolagsrättslig likabehandlingsprincip som även gäller i en budsituation" ja edelleen s. 130 "HD tillämpade där 'en princip om likabehandling av aktieägare' utan hänvisning till någon uttrycklig lagregel", ottanut kantaa tähän asiaan, vaan oikeus on siteeratessaan pörssikomitean mietintöä (*SOU 1973:60*) ainoastaan korostanut yhdenvertaisuusperiaatteen perustavaa laatua olevaa merkitystä suojattaessa eri yhteyksissä ("i olika sammanhang") osakkeenomistajien etuja (NJA 1985 s. 351). Samoin on menetellyt myös hovioikeus ("ståndpunkten, som därtill *står i överensstämmelse med* den ... likabehandlingsprincipen" NJA 1985 s. 349, kurs. tässä). Päätöksessä ei näin ollen sanotakaan, että osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta tulisi sellaisenaan soveltaa ostotarjoustilanteisiin, vaan että siitä ilmeneviä sääntöjä voidaan soveltaa toiseen lähellä olevaan kysymykseen.

4.3. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvät erityispiirteet

4.3.1. Arvopaperimarkkinalain mukainen yhdenvertaisuus

Keskeisenä tavoitteena arvopaperimarkkinalakia säädettäessä oli Suomen arvopaperimarkkinoiden toimivuuden turvaaminen. Tämän tavoitteen saavuttamisen edellytyksenä todettiin olevan ennen muuta sijoittajien markkinoita kohtaan tuntema luottamus, jonka syntyminen puolestaan vaatii kaikilta markkinaosapuolilta luotettavien, puolueettomien ja oikeudenmukaisten menettelytapojen noudattamista.[115] Julkisen ostotarjouksen osalta lakiesityksessä todettiin säännösten tavoitteena olevan markkinoiden puolueettomuuden, osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden ja menettelyn avoimuuden takaaminen. Erityisesti korostettiin, että sellaiset tilanteet, joissa tiettyjen – yleensä suurehkojen – osake-erien omistajat olivat saaneet osakkeistaan merkittävästi yleisiä markkinahintoja korkeamman hinnan, oli koettu epäoikeudenmukaisiksi ja julkisten osakemarkkinoiden kanssa yhteensopimattomiksi. Sääntelyn avulla pyrittiin luomaan selkeät pelisäännöt ja menettelyn avoimuuden avulla hälventämään osakkeenomistajien ja muiden osakemarkkinoilla toimivien henkilöiden epäluuloja, jotka liittyivät yritysten omistusjärjestelyihin.[116] Arvopaperimarkkinalakia pohtineen komitean mietinnössä mainittiin yhdenvertaisuus nimenomaisesti julkisen ostotarjouksen yhteydessä.[117] Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi korostettiin säännösten olevan tarpeen, jotta "pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöiden omistuspohjan muutosjärjestelyt mahdollisuuksien mukaan toteutetaan järjestäytyneille markkinoille tehdyillä julkisilla ostotarjouksilla".

Yhtiöoikeudellisella yhdenvertaisuusperiaatteella tarkoitetaan, kuten Rissanen on todennut "osakkeenomistajien asettamista asemaan, jossa heidän voittonsa tai menetyksensä on suhteessa heidän omistukseensa ja muodostuu osaketta kohti samanlaiseksi siitä riippumatta, miten monta osaketta he omistavat".[118] Tämä ilmentää hyvin vallitsevaa tilannetta, jossa yhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta sovelletaan osakeyhtiölain piiriin kuuluviin tilanteisiin. Tilannetta tarkastellaan osakkeenomistajan osakekohtaisen yhtiövarallisuuden kehityksen kannalta, mutta merkitykseltään samansisältöinen oikeusohje sisältyy myös arvopaperimarkkinalain julkisen ostotarjouksen yhteydessä noudatettavaksi asettamaan yh-

---

[115] *HE 157/1988* s. 1 ja s. 3 s.

[116] *HE 157/1988* s. 51. Samoin *Rissanen*, Lausunto s. 3 s.

[117] *KM 1987:44* s. 274 "Lunastustarjousta koskevan säännösehdotuksen tarkoituksena on ensinnäkin saattaa niillä markkinoilla, joille yhtiöt ovat itse hakeutuneet, ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien omistajat *yhdenvertaiseen* asemaan ja antaa heille perustellun päätöksen tekemiseksi tarvittavat tiedot ..." (kurs. tässä). Lunastustarjouksella tarkoitettiin mietinnössä sekä julkista ostotarjousta että varsinaista lunastusvelvollisuutta, koska terminologia ei ollut vielä vakiintunut.

[118] *Rissanen*, Lausunto s. 6.

denvertaisuuteen, jossa on kysymys osakkeenomistajan omistaman osakkeen arvosta suhteessa jonkin toisen osakkeenomistajan omistaman osakkeen arvoon.

Arvopaperimarkkinalaki edellyttää yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamista ostettaessa osakkeita julkisen ostotarjouksen avulla.[119] Suomessa tämän periaatteen olemassaolo katsottiin arvopaperimarkkinalakia säädettäessä itsestäänselvyydeksi[120] ja se otettiin lakiin nimenomaisena normina, jonka mukaan tarjouksen tekijä ei "saa asettaa tarjouksen tarkoittamien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan".[121] Tämä normi on yhdenvertaisuusperiaatetta ilmentävä yleislauseke arvopaperimarkkinalaissa samalla tavoin kuin osakeyhtiölain 9 luvun 16 §:ään sisältyvä vastaava säännös. Periaatetta on pidetty osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kaltaisena.[122] Ulkomaisessa kirjallisuudessa yhdenvertaisuusperiaatetta on pidetty lojaliteettiperiaatteen eräänä ilmentymänä.[123]

Yhdenvertaisuusperiaatteella on perinteisesti yhtiöoikeudessa tarkoitettu osakkeenomistajien keskinäistä yhdenvertaisuutta suhteessa yhtiöön esimerkiksi osakepääomaa korotettaessa, voitonjakotilanteissa tai sulautumisen yhteydessä. Arvopaperimarkkinaoikeudessa yhdenvertaisuusperiaatteella tarkoitetaan osakkeenomistajien keskinäistä yhdenvertaisuutta toinen toisiinsa nähden, mikä voi tulla kysymykseen monissa tilanteissa. Julkisen ostotarjouksen osalta se voidaan jaotella ainakin kahteen osaan. Ensinnäkin sillä voidaan tarkoittaa sijoittajien keskinäistä yhdenvertaisuutta jonkin tahon hankkiessa määräysvallan yhtiössä. Osakkeenomistajat saattavat joutua epäyhdenvertaiseen asemaan, kun joillekin osakkeenomistajil-

---

[119] Ks. arvopaperimarkkinalain tarkoittaman yhdenvertaisuussäännöksen, AML 6:1 :n sisällöstä lähemmin jäljempänä s. 198 ss.

[120] *KM 1987:44* s. 353 "Tarjouksessa ei siten saa diskriminoida arvopaperien omistajia ..., vaan tarjouksen ehtojen on oltava yhtäläiset riippumatta myyjän henkilöllisyydestä tai myytävien arvopaperien lukumäärästä." Samoin *HE 318/1992* s. 6 "Velvollisuus kohdella tarjouksen tarkoittamien arvopaperien omistajia *yhdenvertaisesti* ehdotetaan ulotettavaksi myös ..." ja s. 36 "Edelleen on voimassa, että tarjouksen tekijä *ei saa asettaa* tarjouksen tarkoittamien arvopaperien omistajia *eriarvoiseen asemaan*. ... tarjous on kohdistettava *tasapuolisesti* kaikille tarjouksen tarkoittamien arvopaperien haltijoille. Lisäksi samanlajisten arvopaperien haltijoille on tarjottava kustakin arvopaperista *yhtäläinen* vastike" (kurs. tässä).

[121] AML 6:1 (740/1993), joka tältä osin vastaa sanamuodoltaan alkuperäistä säännöstä AML 6:1,1 (495/1989).

[122] *Rissanen*, Lausunto s. 5, jossa hän kirjoittaa "AML 6:1,1 merkitsee samalla osakeyhtiöoikeudessa noudatetun yhdenvertaisuusperiaatteen omaksumista arvopaperimarkkinoille. Muunlaista sisältöä sille tuskin voitaisikaan ajatella."

[123] *Martin Peltzer* on kuvannut lojaalisuusvelvollisuuden ja yhdenvertaisuusperiaatteen suhdetta osuvasti: "'Gleichbehandlung' und 'Treuepflicht' sind – wie erwänt – nicht identisch, aber die Gleichbehandlungspflicht ist, rictig verstanden, eine Manifestation der Treuepflicht. Derjenige, der zu billig verkauft hat, beruft sich darauf, daß der Großaktionär treuwidrig seine Pläne nicht bekannt gegeben, nicht dafür gesorgt hat, die Börsennotierung auszusetzen etc." *Peltzer* teoksessa *Assmann – Basaldua – Bozenhardt – Peltzer s. 190 s.*

le, yleensä määräysvallan, tai sen saamiseksi ratkaisevan osake-erän, myyjille, tarjoutuu mahdollisuus myydä osakkeensa korkeaan hintaan, mutta muut saavat osakkeistaan alhaisen hinnan tai eivät ehkä markkinoiden toimimattomuuden vuoksi voi lainkaan myydä osakkeitaan. Lunastusvelvollisuuden olemassaolo ja sisältö ratkaisevat tällöin, kohdellaanko osakkeenomistajia yhdenvertaisesti vai ei. Toisaalta yhdenvertaisuudesta voi olla kysymys myös jonkin tahon ostaessa huomattavan määrän osakkeita, vaikka lunastusvelvollisuutta ei syntyisikään. Tällöinkin kaikille osakkeenomistajille tulisi yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla suoda yhtäläiset mahdollisuudet osakkeidensa myyntiin. Osakeyhtiölakitoimikunta esittää osakeyhtiölakiin otettavaksi esitettyjen omien osakkeiden hankkimista koskevien säännösten yhteyteen normia, jonka mukaan julkinen yhtiö saisi hankkia omia osakkeitaan vain julkisen ostotarjouksen avulla tai sellaisen julkisen markkinapaikan välityksellä, joka sallii yhtiön käydä kauppaa omilla osakkeillaan.[124]

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä "ei saa asettaa tarjouksen tarkoittamien arvopaperien omistajia eriarvoiseen asemaan". Säännöksessä on näin lausuttu yhdenvertaisuusperiaate. Lain perustelujen mukaan julkista ostotarjousta koskevan säännöksen "tarkoituksena on määrätä julkisessa tarjouksessa noudatettavat periaatteet", ja eräänä tällaisena periaatteena mainitaan erityisesti osakkeenomistajien yhdenvertaisuus. Perustelujen mukaan "tarkoituksena on myös, että pykälässä säädetty oikeudenmukaisuuteen ja tasapuolisuuteen tähtäävä menettelytapa muodostuisi yleiseksi käytännöksi hankittaessa merkittäviä omistuksia pörssiyhtiöissä tai sopimusmarkkinayhtiöissä". Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältävän lainkohdan sanamuotoa – "ei saa asettaa ... eriarvoiseen asemaan" – tulee näin ollen tulkita laajasti.[125]

Ruotsissa on korkeimmassa oikeudessa ollut ratkaistavana julkiseen ostotarjoukseen ja sen yhteydessä noudatettavaan yhdenvertaisuusperiaatteeseen liittyvä asia niin kutsutussa Företagsfinans-tapauksessa. Korkeimman oikeuden päätöksen perusteluissa todetaan muun muassa, että julkisia ostotarjouksia koskevan suosituksen materiaalinen sisältö ja yhdenvertaisuusperiaate on tarkoitettu laajasti tulkittaviksi. Oikeus korosti erityisesti yhdenvertaisuusperiaatteen perustavaa laatua olevaa merkitystä suojattaessa osakkeenomistajien etuja erilaisissa tilanteissa.[126]

Arvopaperimarkkinalain yhdenvertaisuusperiaate edellyttää muun muassa sitä, että "tarjouksen ehtojen on oltava yhtäläiset riippumatta myyjän henkilöllisyydestä

---

[124] *KM 1992:32* s. 461 ja s. 590. Säännös ehdotetaan otettavaksi OYL 7:3,4 :iin.

[125] *HE 157/1988* s. 51 ja *KM 1987:44* s. 352 sekä *Astola* s. 159 ss. ja *Rapakko* s. 117 ss. Ks. lähemmin jäljempänä s. 198 ss.

[126] NJA 1985:52, s. 350. Ruotsissa on käytetty myös nimitystä "den 'aktiemarknadsrättsliga' likabehandlingsprincip", *Skog* s. 41.

tai myytävien arvopaperien lukumäärästä". Yhtäläisten tarjousehtojen tulkinnassa tulee ottaa huomioon myös arvopaperimarkkinalain yleissäännökset toisaalta arvopaperien markkinoinnissa ja hankkimisessa noudatettavasta totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamista taikka hyvän tavan vastaisen tai muuten sopimattoman menettelyn käyttämistä koskevasta kiellosta ja toisaalta arvopaperikaupassa vaadittavan hyvän tavan mukaisesta menettelystä. Jos tehdään määrällisesti rajoitettu ostotarjous ja tarjoukseen annetut vastaukset ylittävät siinä asetetun enimmäismäärän, kaikilta tarjoukseen myönteisesti vastanneilta tulisi ostaa suhteellisesti yhtä suuri osa heidän myytäväksi tarjoamistaan osakkeista. Ostettavien osakkeiden määrän myyjäkohtainen rajoittaminen on selvästi eriarvoiseen asemaan asettamista. Kaikki tarjousajan kuluessa saapuneet vastaukset on asetettava samanarvoiseen asemaan. Niitä ei voi esimerkiksi asettaa vastaanottohetken mukaiseen aikajärjestykseen. Myyjien yksilöllisten olosuhteiden vuoksi yhtäläisten tarjousehtojen sisältö voi kuitenkin käytännössä muodostua toisille myyjille edullisemmaksi kuin toisille. Tämä voi johtua maksuajan, maksupaikan tai verokohtelun tai muun sellaisen seikan vaikutuksesta erilaisessa tilanteessa oleviin myyjiin.[127]

4.3.2. Tosiasiallinen julkinen ostotarjous

Julkista ostotarjousta koskevissa säännöksissä niin meillä kuin useimmissa muissakin maissa on julkista ostotarjousta koskevan normin soveltamisala jätetty jossain määrin tulkinnanvaraiseksi. Osakkeita voidaan ostaa vapaasti markkinoilta lunastusvelvollisuuden aikaan saavaan rajaan asti. Kuitenkin osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun turvaaminen voi eräissä tapauksissa edellyttää julkisen ostotarjouksen tekemistä jo ennen lunastusvelvollisuuden syntymistä. Jos osakkeita ostetaan suuria määriä lähes samaan hintaan ja muutoinkin samankaltaisin ehdoin monilta osakkeenomistajilta, voi kyseessä tosiasiallisesti olla julkinen ostotarjous, jolloin osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun turvaamiseksi tulisi noudattaa tätä koskevia säännöksiä.[128] Julkista ostotarjousta koskevan säännöksen (AML 6:1) perusteluissa todetaan, ettei "ostotarjousvelvollisuus" ulotu johdannaissopimuksiin.[129] Valittu sanamuoto osoittaa lainsäätäjän tarkoittaneen, että säännöstä voidaan soveltaa muulloinkin kuin tarjouksen tekijän muotoillessa tarjouksensa julkiseksi ostotarjoukseksi. Tämä on välttämätöntäkin, jotta normin tavoitteet voitaisiin saavuttaa.

---

[127] *HE 157/1988* s. 51 ja lähemmin jäljempänä s. 210 ss.

[128] AML:n soveltamisalan kannalta ks. jäljempänä s. 191 ss. ja s. 197.

[129] *HE 318/1992* s. 36.

Esimerkiksi amerikkalaisessa sääntelyssä julkisen ostotarjouksen käsite on jätetty määrittelemättä[130] eikä lakiin ole myöskään otettu säännöksiä lunastusvelvollisuudesta. Toisaalta laajamittaista osakkeiden ostamista pidetään kuitenkin tosiasiassa julkisena ostotarjouksena, vaikka osakkeet ostettaisiin vapaasti osakemarkkinoilta tai neuvotellen merkittävien osakkeenomistajien kanssa.

Securities and Exchange Commissionin[131] kehittämän kahdeksankohtaisen luettelon perusteella osakkeiden ostaminen osakemarkkinoilla katsotaan julkiseksi ostotarjoukseksi, jos 1) tarjouksia esitetään aktiivisesti suurelle määrälle osakkeenomistajia, 2) tavoitteena on merkittävä prosentuaalinen osuus kohdeyhtiön osakkeista, 3) tarjottu hinta on osakkeen normaalia markkinahintaa korkeampi, 4) tarjousehdoista ei juuri neuvotella, 5) tarjoukseen liittyy tiettyä vähimmäis- tai enimmäismäärää koskeva ehto, 6) tarjous on voimassa vain tietyn rajoitetun ajan, 7) osakkeenomistajia painostetaan myymään osakkeensa ja 8) menettelyyn liittyy joko sitä ennen tai samanaikaisesti julkisia lehti-ilmoituksia tai muuta niitä vastaavaa tiedottamista.[132] Tällöin osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu edellyttää, että kaikilla osakkeenomistajilla on mahdollisuus myydä yhtäläinen osa osakkeistaan määräysvaltaa tavoittelevalle henkilölle.[133, 134] Jotta tähän tavoitteeseen päästäisiin tulisi noudattaa julkista ostotarjousta koskevia säännöksiä.[135] Oikeuskäytännössä on kuitenkin korostettu, että tarjous tulisi vastoin tarjouksen tekijän tahtoa katsoa

---

[130] Eräässä lakiehdotuksessa (Federal Securities Code (1979), § 292) julkinen ostotarjous oli määritelty yli 35 henkilölle tehdyksi tarjoukseksi. Esitystä ei kuitenkaan hyväksytty, koska vanha joustava säännös, jota tuomioistuimet ja SEC voivat tulkita tapauskohtaisesti, katsottiin paremmaksi kuin tiukka määrittely. Ks. *Hazen* s. 528.

[131] SEC on tehokas ja vaikutusvaltainen virasto Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoilla. Sillä on laajat valtuudet tutkimusten suorittamiseen ja jopa rangaistusten määräämiseen. SEC:n toimintaa ja valvontamahdollisuuksia kuvaa sen henkilökunnan määrä. Sen palveluksessa on yli 2 000 työntekijää. Virasto on perustettu vuonna 1934, minkä jälkeen se laajeni niin, että sen palveluksessa oli jo vuonna 1941 lähes 1 700 työntekijää. SEC:sta laajemmin esim. *Ratner – Hazen* s. 9–23.

[132] Ks. *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 271 ja *Hazen* s. 529 ss.

[133] Myös amerikkalaisessa sääntelyssä tätä on pidetty oleellisena osana osakkeenomistajien yhtäläistä kohtelua. "All shareholders should be able to sell a *pro rata* portion of their holdings to an acquiror who is interested in acquiring control but not 100% of shares outstanding." *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 270.

[134] Myös saksalainen itsesääntelynormisto edellyttää, että kaikilta myyjiltä on, mahdollisesti vahvistettavan vähimmäismäärän jälkeen, ostettava suhteellisesti yhtä paljon osakkeita, jos myytäväksi tarjottuja osakkeita on enemmän kuin tarjousehtojen mukaan on tarkoitus ostaa, "... grundsätzlich pro rata berücksichtigt werden". Ks. Leitsätze, luku D (Tarjousmenettely). Mielenkiintoista on, että luvun 7. kohdassa hyväksytään periaate, jonka mukaan tarjousehdoissa voidaan päättää tietystä vähimmäismäärästä osakkeita, joka ostetaan kaikilta myyjiltä, ja vasta sen jälkeen noudatetaan suhteellista jakotapaa, jos myytäväksi tarjottuja osakkeita on enemmän kuin tarjouksen mukaan halutaan ostaa.

[135] *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 270.

tosiasiassa julkiseksi ostotarjoukseksi ainoastaan niissä tapauksissa, joissa kyseisten osakkeiden omistajat tarvitsevat julkista ostotarjousta koskevan säännöksen suojaa, ja silloinkin ottaen huomioon kaikki asiaan vaikuttavat olosuhteet.[136, 137]

Mitä lyhyemmän ajan kuluessa ja mitä useammille osakkeenomistajille näitä tarjouksia tehdään, sitä helpommin julkista ostotarjousta koskevien säännösten soveltaminen saattaa tulla kysymykseen.[138] Tarjousten samansisältöisyyskään ei voi säännöksen soveltamisen kannalta olla tällaisessa tilanteessa edellytyksenä, koska säännös on luotu juuri osakkeenomistajien suojaamiseksi eriarvoiselta kohtelulta.[139]

4.3.3. Toiminta yksissä tuumin osakkeenomistajan kanssa – acting in concert

Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatetta täydentää eri maiden vastaavissa lunastusvelvollisuussäännöksissä oleva yhteistoiminnassa olevia tai yk-

---

[136] Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47, 57 (2d Cir. 1985). Tapauksessa Hanson Trust osti 25 % kohdeyhtiön osakkeista kuudelta myyjältä, joista ainakin viisi oli arvopaperikysymysten erityisasiantuntijoita, joten olosuhteiden kokonaisharkinnan perusteella ei näyttänyt todennäköiseltä, että myyjät olisivat puutteellisten tietojen vuoksi harkitsemattomasti tehneet myyntipäätöksensä. Oikeus huomautti, että SEC:n kahdeksan kohdan luettelon kaavamainen noudattaminen olisi tarpeetonta ja epäviisasta. Ks. *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 271 ja *Steinberg* s. 709 ss. Samanlaiseen tulokseen päädyttiin myös tapauksessa SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985). Samantapainen yksityisesti neuvotellen tapahtunut osakkeiden ostaminen on kuitenkin toisenlaisissa olosuhteissa suoritettuna katsottu julkiseksi ostotarjoukseksi, jolloin ao. säännöksiä olisi tullut noudattaa, Wellman v. Dickinson, 475F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979), jota on selostettu teoksessa *Herzel – Shepro* s. 147.

[137] Laajahko selostus eräästä kanadalaisesta yritysvaltaustapauksesta on *Brownin* artikkelissa, Canadian Business, November 1989 s. 95–111, jossa säännösten kirjaimelliseen sisältöön vetoamalla yritettiin välttää velvollisuus julkisen ostotarjoksen tekemisestä. Valvontaviranomainen (Ontario Securities Commission) ratkaisi tilanteen kuitenkin säännösten varsinaisen tarkoituksen mukaisesti ja katsoi taloudellisten tosiseikkojen (economic reality) olevan ratkaisevia eikä sen, miten omistus oli muodollisesti järjestetty.

[138] Rahoitustarkastuksen laatimissa ohjeissa todetaan, että julkiseksi tarjoukseksi ei katsota hyvin suppealle tai erikseen nimetylle joukolle tehtyä tarjousta. Suppeana joukkona rahoitustarkastus pitää joukkoa, jonka kanssa tarjouksen tekijä voi neuvotella tarjouksen ehdoista erikseen. Ks. *Ohje 204.1* s. 27.

[139] Tämän ongelman ratkaiseva normi on esim. Japanin arvopaperimarkkinalaissa, jossa on velvoitettu käyttämään julkista ostotarjousta, jos pörssin ulkopuolisin kaupoin osakkeita hankitaan viisi prosenttia kohdeyhtiön osakkeista useammalta kuin kymmeneltä henkilöltä 60 päivän kuluessa. Ks. *Ishiguro*, International Financial Law Review March 1991 s. 25. Nähdäkseni tällainen säännös olisi varsin hyvä meilläkin, koska se parantaisi markkinoiden luotettavuutta. Jos merkittävä määrä osakkeita hankitaan lyhyen ajan kuluessa useille henkilöille tehdyillä tarjouksilla, niin kyseessä on tosiasiassa julkinen ostotarjous. Japanissa on tosin lisäedellytyksenä, että osakkeet on hankittu pörssin ulkopuolisin kaupoin. Pörssikauppojen jättämistä soveltamisalan ulkopuolelle voidaan perustella sillä, että tällöin muut osakkeenomistajat voivat todeta osakkeen vaihtomäärien vilkastumisesta ja mahdollisesti osakkeen hintakehityksestä jotain tavallisuudesta poikkeavaa olevan tekeillä.

sissä tuumin toisen kanssa määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia tarkoittava säännös (acting in concert), joka on alunperin määritelty Lontoon City Code'issa seuraavasti: "Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), actively co-operate, through the acquisition by any of them of shares in a company, to obtain or consolidate control (as defined in the Code) of that company".[140]

Hallituksen esityksessä on säännökseen otettua uutta sanontaa "toimivat yksissä tuumin osakkeenomistajan kanssa määräävän vallan käyttämiseksi yhtiössä"[141] selitetty ensinnäkin toteamalla, ettei lakiin sisältynyt ennen vastaavaa säännöstä.[142] Toiseksi sen on sanottu tulevan kyseeseen, jos osakas- ja muilla sopimuksilla on sovittu "yhtiön pitkäaikaisen toiminnan tai osakaspolitiikan periaatteista". Koska tällaisten samansuuntaisesti käyttäytymään sitoutuneiden osakkeenomistajien edut ovat yhteiset tai ainakin yhteistyössä mukana olevat ovat sitoutuneet toimimaan yhden osakkeenomistajan etujen mukaisesti, on katsottu perustelluksi velvoittaa joku näistä lunastamaan muiden osakkeet ja muut niihin oikeuttavat arvopaperit, jos yksissä tuumin toimivien ääniosuus ylittää kaksi kolmasosaa. Edelleen perusteluissa mainitaan, että yksissä tuumin voi toimia ilman sopimustakin, jos yhdenmukainen käyttäytyminen perustuu muuhun yhteisymmärrykseen. Kuitenkaan optiotodistuksen tai vaihtovelkakirjalainan kautta hankittavissa olevaa äänivaltaa ei perustelujen mukaan oteta huomioon.[143] Perusteluista havaitaan ensin se, että säännös on tarkoitettu laajasti tulkittavaksi ratkaistaessa lunastusvelvollisuuden aikaan saavaa omistusta ja siihen liittyvää osakkeenomistajien välistä suunnitelmallista yhteistyötä, jonka perustana olevia mahdollisia sopimuksia voi olla vaikeata näyttää toteen. Toisaalta tuntuu oudolta se, että osakkeeseen oikeuttavien arvopaperien välillisesti tuottama valta jätetään kokonaan huomiotta. Optiotodistuksiin tai vaihtovelkakirjoihin voi liittyä oikeus hyvinkin huomattavaan osakemerkintään, ja niillä voidaan saavuttaa äänivalta, joka voi merkitä tosiasiallista vallankäyttömahdollisuutta yhtiössä jo ennen osakemerkinnän tai vaihdon suorittamista.

---

[140] *City Code*, Definitions-kohta, s. C1 s. Määritelmää on vielä täydennetty luettelemalla joukko henkilöitä, joiden oletetaan toimivan yhteistyössä ellei toisin näytetä. Näitä ovat 1) samaan konserniin kuuluvat yhtiöt ja ne konsernin osakkuusyhtiöt, joissa omistusosuus on vähintään 20 %, 2) yhtiö ja sen johtajat lähisukulaisineen ja määräysvallassaan olevine yhteisöineen, 3) yhtiö ja sen eläkesäätiö, 4) salkunhoitoyhtiö ja jokin sen hoidossa oleva sijoitusyhtiö tai vastaava, 5) sijoitusneuvoja (myös meklari) ja hänen asiakkaansa siltä osin kuin heillä on samoja osakkeita ja 6) kohdeyhtiön johtajat.

[141] Uudistetun AML:n 6 luvun 6 §:n 2 mom:n 3 kohta, *HE 318/1992* s. 76.

[142] Tämä perustelu tukee osittain kantaa, jonka mukaan vanhan lunastusvelvollisuussäännöksen sanamuotoa "omistaa yhdessä toisen kanssa" olisi tulkittava suppeasti. Toisaalta säännöksen tarkoitus ym. tekijät puoltavat laajempaa tulkintaa, kuten olen jäljempänä esittänyt. Joka tapauksessa uusi säännös perusteluineen poistaa aiemmin vallinneen epäselvän tulkintatilanteen.

[143] *HE 318/1992* s. 38.

Säännöksen sisältö ja perustelut muistuttavat City Code'in vastaavan säännöksen perusteluja. Näin säännöksen tulkinnassa voi käyttää apuna sen esikuvana olevaan säännökseen liittyvää ratkaisukäytäntöä. Eräässä merkittävässä ratkaisussa[144] Takeover Panel on perustellut laajasti juuri yhteistoiminnassa olemisen käsitettä. Sen mukaan käsitteen luonne jo sinänsä edellyttää laajaa tulkintaa. Käsite tulee sovellettavaksi, jos kohdeyhtiön osakkeiden hankkiminen perustuu sopimukseen tai muuhun yhteisymmärrykseen. Tällainen tulkinta on välttämätön, koska toiminta on useimmiten vapaamuotoista tai jopa pelkkään vihjeeseen perustuvaa. Myös tarjouksen tekijän puolesta toimiva arvopaperinvälittäjä saattaa etsiä sijoittajia, jotka voisivat ostaa osakkeita ja myöhemmin myydä ne tarjouksen tekijälle.[145] Välittäjää ei kuitenkaan ole suoranaisesti kielletty suosittelemasta asiakkailleen mahdollisesti tarjouksen kohteeksi tulevan yhtiön osakkeiden ostamista, kunhan suosittelu vain tapahtuu puhtaasti yksittäiseen sijoitukseen liittyvin perustein eikä siihen liity minkäänlaista lupausta tai vihjettä tulevasta yhteistoiminnasta.[146] Yhteistoiminnan muodot ovat käytännössä niin moninaiset, ettei ole mahdollista luoda yleispäteviä sääntöjä. Takeover Panel kykenee kuitenkin ratkaisemaan ongelmat varsin hyvin, koska se ei ole tuomioistuimen tavoin sidottu tiukkoihin normeihin, vaan sen arvopaperimarkkinoihin liittyvissä kysymyksissä kokeneiden jäsenten on mahdollista joustavasti harkita sekä esitettyä näyttöä että päättää seuraamuksista.[147]

---

[144] Guinness PLC:n ostotarjous The Distillers Company PLC:n osakkeista vuonna 1986, jossa muun ohella väitettiin ostajan toimineen yhteistyössä erään yhtiön kanssa, jolloin olisi tullut tehdä lunastustarjous. Ks. Takeover Panel hearings 25.8.1987 ja 2.9.1987. Riita sai lopullisen päätöksen vasta 13.6.1989 Appeal Committee of the Takeover Panelin ratkaisussa. Päätös ja asian eri vaiheissa kertynyt aineisto on julkaistu esim. *Weinberg & Blank* s. 10051–10084. Ks. tapauksesta myös *Paul*, International Corporate Law, April 1993 s. 39 ss.

[145] Tällainen osakkeiden ns. parkkeerauksen tai varastoinnin (parking/warehousing) ongelma liittyy läheisesti myös kurssien vääristämiseen. Ns. parkkeerauksella tarkoitetaan yleensä tilannetta, jossa välittäjä sijoittaa osakkeet jonkin asiakkaan salkkuun ja siirtää ne myöhemmin sieltä pois ilman asiakkaalle aiheutuvaa riskiä tai kulua, kun taas varastoinnilla ymmärretään tilannetta, jossa jokin henkilö hankkii osakkeita toisen puolesta ja johon liittyy yleensä epävirallinen sopimus osakkeiden myöhemmästä myynnistä sovitulle taholle. Näistä käsitteistä ks. *How Chih Lee*, The Company Lawyer 1993 s. 88.

[146] Tähän liittyy arvopaperialalla toimivalle yritykselle tyypillinen ongelma, jonka ratkaisua on usein nimitetty Kiinan muuriksi. Yrityksen eri osastojen, esim. arvopaperivälitystä ja sitä tukevaa sijoitustutkimusta suorittava yksikkö ja rahoituspalveluja, osakeanteja, yrityskauppoja yms. konsultoiva yksikkö on erotettava myös käytännössä tehokkaasti niiden välisen tiedon kulun estävällä tavalla, jotta toinen yksikkö ei voisi käyttää hyväksi toisella yksiköllä olevia sisäpiirin tietoja. Ks. tähän liittyvistä ongelmista ja niiden ratkaisumenetelmistä lähemmin *Mc Vean* teos Financial Conglomerates and the Chinese Wall.

[147] Takeover Panel on itse perustellut omaa tuomioistuimiin nähden parempaa asiantuntemustaan nimenomaan arvopaperimarkkinoiden ja erityisesti julkisten ostotarjousten osalta. Ks. sen perustelut edellä mainitussa asiassa, *Weinberg & Blank* s. 10052 s.

Miten kiinteää yksissä tuumin -toimimisen tulee olla, jotta lunastusvelvollisuus syntyisi, jää tapauskohtaisesti ratkaistavaksi. Samansuuntainen äänestyskäyttäytyminen kohdeyhtiön yhtiökokouksessa ei vielä sellaisenaan muodosta yksissä tuumin -toimintaa, vaan kuuluu normaalin osakkeenomistajien yhteistyön ja yhtiön sekä samalla kunkin omien etujen ajamisen puitteisiin. Pelkästään se, että tietyt osakkeenomistajat äänestävät yhtiökokouksessa yhtiön hallitukseen yhteisesti valitsemiaan jäseniä, ei vielä voi muodostaa säännöksen tarkoittamaa yhteistoimintaa määräävän vallan käyttämiseksi yhtiössä, vaan tämä edellyttää tueksi muuta näyttöä yhteistoiminnasta.[148] Tällaista näyttöä voisi olla esimerkiksi se, että osakkeita on aktiivisesti hankittu huomattava määrä, mutta ne on sijoitettu näennäisesti erillään toimivien osakkeenomistajien haltuun, jotka sitten ikään kuin sattumalta yhtiökokouksessa käyttäytyvät samalla tavalla.

Tulkinnanvarainen tilanne on tältä osin kysymyksessä myös silloin, kun aiemmin erillään olleet osakkeenomistajat, joiden yhteinen ääniosuus on yli kaksi kolmasosaa, alkavat toimia yksissä tuumin määräävän vallan käyttämiseksi yhtiössä hankkimatta kuitenkaan yhtään lisäosaketta. Katsotaanko tällöin jommankumman osuuden kasvavan säännöksen tarkoittamalla tavalla yli kahden kolmasosan rajan. City Code'in tarjouspakkoa koskeva sääntö on muotoiltu siten, että vasta lisäosakkeiden hankinta laukaisee lunastusvelvollisuuden,[149] koska muutoin sen ratkaiseminen, toimivatko osakkeenomistajat yhteistyössä keskenään vai ei, muodostuisi käytännössä erittäin vaikeaksi. Alkuperäisen arvopaperimarkkinalain voimaantulosäännöksen mukaan lunastusvelvollisuutta ei syntynyt, jos lunastusrajan ylittävät osakkeet oli hankittu ennen lain voimaantuloa. Samoin lainmuutoksen voimaantulosäännös muotoiltiin talousvaliokunnan esityksen perusteella sellaiseksi, ettei lunastusvelvollisuutta synny, jos uuden lunastussäännöksen mukaan laskettu omistusosuus on ylittänyt kahden kolmasosan rajan ennen 1.6.1993.[150] Valiokunnan esittämät voimaantulosäännöstä koskevat perustelut tukevat kantaa, jonka mukaan lunastusvelvollisuus syntyy myös ilman yhdenkään lisäosakkeen hankkimista, jos yhdessä yli kaksi kolmasosaa äänivallasta hallitsevat osakkeenomistajat alkavat toimia yksissä tuumin määräävän vallan käyttämiseksi yhtiössä. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun säännösten ja erityisesti lunastusvelvollisuutta koskevan pykälän tarkoituksesta voidaan kuitenkin johtaa ajatus, jonka mukaan lunastusvelvollisuuden syntyminen edellyttäisi ainakin jollakin tavoin ilmenevää määräysvallan kas-

[148] Samoin on tulkittu myös City Code'in vastaavaa acting in concert -normia. Sen osalta on todettu, ettei yhtenäinen äänestyskäyttäytyminen vielä sinänsä muodosta yhteistoimintaa ja aikaansaa lunastusvelvollisuutta, mutta se voi yhdessä muiden tekijöiden kanssa olla osoituksena tällaisesta menettelystä. Ks. *City Code* Rule 9, Note 2 esim. *Palmer's Company Law* kohta D-052.

[149] *City Code*, Rule 9,1 b.

[150] *TaVM 16/1993* s. 2.

vattamistarkoitusta, sillä muutoin rajanveto useissa yhtiöissä suurosakkaiden kesken vallitsevan yhteisymmärryksen ja lunastusvelvollisuuden aikaansaavan määräävän vallan käyttämisen välillä muodostuisi hyvin vaikeaksi. Tuollaisen tilanteen, jossa suurosakkaat ehkä pitkänkin aikaa kehittävät yhtiötä samansuuntaisesti, ei kuitenkaan tarvitse suoraan merkitä sitä, että he olisivat pysyvästi päättäneet käyttää yhdenmukaisesti määräysvaltaansa. Tulkinnan osalta on muistettava, että lunastusvelvollisuussäännös sitä täydentävine määräyksineen on luotu vähemmistöosakkeenomistajien suojaksi nimenomaan yrityskauppa- ja yritysvaltaustilanteiden varalta, koska mainittujen tilanteiden yhteydessä yrityksen omistuspohja ja mahdollisesti toimintalinjat voivat ratkaisevasti muuttua suhteellisen lyhyessä ajassa. Suurosakkaiden yksimielisyys yhtiötä koskevissa asioissa ei vielä sellaisenaan muodosta uhkaa vähemmistölle, vaan siitä on pikemminkin etua näille.

Tyypillisesti kysymys yksissä tuumin -toimimisesta nousee esille jälkikäteen jonkin tai joidenkin osakkeenomistajien laiminlyödessä lunastustarjouksen tekemisen. Lunastusvelvollisen pakottaminen oikeusteitse lunastukseen on hidas menettely, eikä vähemmistöosakkeenomistajien ole useinkaan järkevää pitää osakkeita omistuksessaan siihen asti, kun lainvoimainen tuomio velvoittaisi lunastusvelvollisen suorittamaan lunastuksen. Vähemmistöosakkeenomistajalla on kuitenkin myös osakkeet myytyään mahdollisuus vaatia lunastusvelvolliselta vahingonkorvausta kärsimästään vahingosta, jos tämä on menetellyt arvopaperimarkkinalain vastaisesti, koska laissa on tuollainen vahinko säädetty korvattavaksi.[151, 152] Korvaus määritetään yksissä tuumin -toiminta ynnä muut tekijät huomioon ottaen jälkeenpäin ratkaistun lunastusvelvollisuuden syntyhetken mukaisen lunastushinnan perusteella. Riittävän näytön hankkiminen lienee käytännössä vaikeaa. Meillä tilanne on esimerkiksi Englantiin verrattuna huomattavasti vaikeampi, koska riita käsitellään yleisessä tuomioistuimessa, jonka jäsenet eivät voi olla kovin hyvin perillä arvo-

---

[151] AML 9:2,1 ja *HE 157/1988* s. 57. Ks. myös *Taxell*, Skadestånd s. 26 s. Korvattava vahinko on tällöin tyypillisesti ns. puhdas varallisuusvahinko. Ks. tällaisesta vahingosta laajemmin *Samuelsson* s. 263 ss. ja *Rudanko* s. 217 ss. Suomessa puhtaan varallisuusvahingon korvaaminen ei muodosta samanlaista ongelmaa kuin esim. Ruotsissa, koska arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä säännös velvoittaa (ilman vahinkolajeihin kohdistuvia rajoituksia) korvaamaan lakia rikkomalla aiheutetun vahingon. Ruotsissa ei ole erillistä arvopaperimarkkinoilla aiheutettua vahinkoa koskevaa säännöstä.

Arvopaperimarkkinalain perusteluissa on todettu AML:n vastaisen menettelyn voivan aiheuttaa vahinkoa sekä sopimussuhteessa että sen ulkopuolella, ja vahingon on todettu olevan tyypillisesti puhdas varallisuusvahinko. Vahingon aiheuttaneen käyttäytymisen asianmukaisuutta arvioidaan AML:n ja sen nojalla annettujen säännösten perusteella. Vahingonkorvausvastuun vastuuperuste sen sijaan jää yleisten vahingonkorvausperiaatteiden mukaisesti ratkaistavaksi. *HE 157/1988* s. 57.

[152] Yksittäistapauksessa osakkeiden myyjä tosin voinee luopua oikeudestaan myöhemmin vedota tarjouksen mahdolliseen laittomuuteen. Näin ainakin siltä osin kuin hän on voinut ennakoida esim. tarjoushinnan tai muun ehdon tulkinnanvaraisuuteen liittyvän lainvastaisuuden mahdollisuuden.

paperimarkkinoiden toimintaperiaatteista ja arvopaperimarkkinoilla toimivien henkilöiden ajattelutavasta, jolloin erityisesti näytön arviointi vihjeisiin tai muuhun löyhempään yksissä tuumin -toimintaan liittyvissä kysymyksissä voi muodostua vaikeaksi. Paremmin osakkeenomistajan aseman turvaava vaihtoehto tällaisten lunastusvelvollisuutta, sen olemassaoloa ja lunastushintaa koskevien riitojen käsittelyyn olisi ollut osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n mukaisten lunastustapausten kaltainen välimiesmenettely. Tietenkin osapuolet voivat nytkin sopia riidan saattamisesta välimiesten ratkaistavaksi, mutta lunastusvelvollisuutta välttämään pyrkivä osakkeenomistaja tuskin suostuu tähän.

4.3.4. Tarjouksen rahoituksen varmistaminen

Joissakin ulkomaisissa säännöksissä edellytetään etukäteen varmistettua rahoitusta, koska sen katsotaan muodostavan olennaisen osan osakemarkkinoiden luotettavan toiminnan ja sijoittajan aseman turvaamisesta.[153] Kuitenkin esimerkiksi amerikkalainen sääntely hyväksyy rahoituksen saatavuuden osalta ehdollisen tarjouksen toimeenpanon,[154] koska siellä katsotaan mahdollisuuden suurtakin yhtiötä koskevan tarjouksen tekemiseen ilman etukäteen varmistettua rahoitusta kuuluvan olennaisena osana arvopaperimarkkinoillakin vallitsevaan yrittämisen vapauteen. Saattaahan nimittäin olla niin, ettei rahoitusta jonkin suuren ja arvovaltaisen yhtiön osakkeiden ostamiseksi tehtävään julkiseen ostotarjoukseen ole etukäteen mahdollista hankkia. Kuitenkin tarjouksen onnistuessa, jos siis osakkeita tulee myyntiin niin suuri määrä, että ne hankkimalla on mahdollista saada määräysvalta kohdeyhtiössä, ei rahoituksen järjestäminen enää ehkä tuotakaan mitään ongelmia. Jos rahoitusta puolestaan ei saada, tarjous yksinkertaisesti epäonnistuu. Tämä tuskin aiheuttaa osakemarkkinoille mitään ongelmia. Osakkeenomistajan kannalta epäonnistunut tarjous merkitsee enintään sitä, että tämä on ollut vähän aikaa sidottu tarjoukseen eikä ole voinut tuona aikana myydä osakkeitaan, mutta vastapainona tällä on ollut mahdollisuus saada osakkeistaan hyvä hinta tarjouksen ja sen rahoituksen onnistuessa. Tällaisen epävarmuuden salliminen pikemminkin piristää kuin haittaa mark-

---

[153] Takeover Panel on edellyttänyt tarjouksen läpiviemiseen tarvittavan rahoituksen olemassaoloa ennen tarjouksen toimeenpanoa. Vaatimus perustuu lähinnä City Code'in 3. pääperiaatteeseen, jonka mukaan tarjouksen tekijän tulee ennen tarjouksen tekemistä vakavasti harkita kykyään suoriutua tarjouksen mukaisista velvoitteista. Myös tarjouksen järjestäjänä toimiva on tästä vastuussa. Ks. eräästä tapauksesta, jossa riittävää rahoitusta ei ollutkaan, Takeover Panel vs. Fininvest Corporate Finance and Arthur Oakes, *Accountancy* June 1991 s. 40.

Norjan säännökset edellyttävät pankkitakausta, ks. jäljempänä s. 165.

[154] SEC on katsonut neutraalin asemansa edellyttävän, ettei se puutu tarjouksen ehtoihin rahoituksen osalta. Tärkeimpänä tehtävänään se on pitänyt sijoittajan aseman turvaamista, "fair and equal treatment of shareholders". *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 300 s.

kinoiden toimintaa. Säännösten tulee toki tällöin turvata sijoittajan asema siten, ettei tarjouksen epäonnistuminen muodosta hänelle mitään riskiä osakkeiden menettämisestä.

4.4. Lunastusvelvollisuuden tiukentaminen

4.4.1. Lunastusvelvollisuusmääräys yhtiöjärjestyksessä

Kuten edellä on todettu, muodostaa arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännös yhdenvertaisuusperiaatteeseen kiinteästi kuuluvan osan, ja kuten esimerkit useiden ulkomaiden säännöksistä osoittavat, on lunastusvelvollisuuden syntymisen aikaansaava omistusosuus monien maiden säännöksissä alhaisempi kuin Suomen säädöksissä. Tämän vuoksi eräät julkisesti noteeratut yhtiöt ovat pyrkineet parantamaan osakkeenomistajiensa asemaa ottamalla yhtiöjärjestykseensä määräyksen, joka tiukentaa lunastusvelvollisuutta, toisin sanoen alentaa lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa omistus- tai ääniosuusrajaa, ja lisäksi eräät yhtiöt ovat tähän liitetyllä äänestysrajoitusmääräyksellä pyrkineet tehostamaan sen noudattamista.[155]

Yhtiöjärjestys on säännöstö, joka luo oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiön ja sen kanssa tekemisissä olevien osapuolten välille ja jossain määrin myös näiden keskinäisessä suhteessa. Yhtiöjärjestykseen voidaan pakollisten määräysten lisäksi ottaa muita määräyksiä.[156] Yhtiöjärjestyksellä "tehostetaan yhtiön toimintaa", kuten Toiviainen on todennut.[157] Osa näistä määräyksistä on laissa mainittuja, mutta vain yhtiöjärjestysmääräyksin käyttöön otettavia, lisäjärjestelyjä ja osa on tapauksia, joissa yhtiöjärjestysmääräyksin voidaan poiketa sellaisista laissa olevista säännöksistä, jotka eivät ole pakottavia. Lisäksi yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa muunlaisia määräyksiä sillä edellytyksellä, etteivät ne ole lainvastaisia.[158] Muunlaisen määräyksen sallittavuutta pohdittaessa on tarkasteltava tilannetta kyseessä olevaan asiaan mahdollisesti liittyvän osakeyhtiölain säännöksen tarkoituksen ja osakeyhtiölain yleisten perusteiden kannalta.[159] Periaatteessa osakeyhtiölain vähemmis-

---

155 Lunastusvelvollisuuden tiukentamista käsittelee lisäksi jäljempänä oleva 5. artikkeli.

156 Suomen yhtiöoikeus on, kuten esim. *Cederberg* toteaa, perinteisesti ollut "sillä kannalla, että se säännöstelee vain yhtiösuhteitten yleispiirteet ja jättää yhtiömiehille vapauden näitten yleispiirteitten puitteissa sopia kussakin yksityistapauksessa tarpeellisista, yhtiösopimukseen otettavista lisämääräyksistä". *Cederberg* s. 6. Tämän vanhan OYL:n aikana esitetyn toteamuksen perusajatukset pitävät edelleen paikkansa, vaikka sääntelyä onkin laajennettu.

157 *Toiviainen* s. 63.

158 *HE 27/1977* s. 21, *Prop. 1975:103* s. 297 s. ja s. 369.

159 *Huttunen* s. 20 s.

tönsuojasäännöksiä voidaan yhtiöjärjestysmääräyksin laajentaa, siis parantaa niiden vähemmistölle tarjoamaa suojaa, mutta niitä ei voida supistaa.[160]

Jos arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännöstä halutaan tiukentaa, kyseeseen tulee osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n säännöstä muistuttava yhtiöjärjestysmääräys, jossa osakkeenomistaja oikeutetaan vaatimaan määräysvaltaa käyttävää toista osakkeenomistajaa lunastamaan hänen osakkeensa yhtiöjärjestyksessä tarkemmin määrätyillä ehdoilla. Kuten edellä todettiin, voidaan vähemmistönsuojasäännöksiä periaatteessa osakkeenomistajan kannalta parantaa, mutta ei huonontaa. Näin mainitun säännön voidaan ajatella vähemmistöosakkeenomistajan osakkeiden lunastussäännöksen osalta merkitsevän sitä, että emoyhtiön tai muun määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan lunastusvelvollisuuden rajaa voidaan yhtiöjärjestysmääräyksellä alentaa esimerkiksi 50 prosenttiin tai yhteen kolmasosaan, mutta sitä ei voida tällaisen omistuksen perusteella oikeuttaa pakkolunastamaan vähemmistön osakkeita.

Lunastusvelvollisuusrajan alentaminen merkitsee vähemmistönsuojan laajentamista. Toisaalta voidaan kuitenkin kysyä, onko tällainen määräys osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen. Osakeyhtiössä lähtökohtana on tietyn pääomapanoksen sijoittaminen yhtiöön. Tämän pääomapanoksen, osakkeen merkintähinnan, maksamisen lisäksi osakkeenomistajalla ei periaatteessa ole muita velvollisuuksia – eihän hän ole vastuussa yhtiön velvoitteistakaan. Osakkaalle on kuitenkin katsottu voitavan yhtiöjärjestyksen määräyksillä asettaa muita velvoitteita.[161]

Yhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeen vapaa luovutettavuus, josta on katsottu voitavan poiketa ainoastaan lain säännöksellä tai lain sallimilla yhtiöjärjestyksen määräyksillä. Sinänsä lunastusvelvollisuus ei rajoita osakkeen luovutettavuutta, sillä osakkeenomistaja voi tällaisesta määräyksestä huolimatta luovuttaa osakkeensa kenelle hyvänsä.[162] Toisaalta lunastusvelvollisuus voi käytännössä rajoittaa mahdollisten ostajien lukumäärää, koska osakkeenomistaja, jonka omistusosuus lähentelee määräyksen tarkoittamaa rajaa, ei ehkä voi ostaa hänelle tarjottuja osakkeita. Osto saattaisi laukaista lunastusvelvollisuuden, eikä ostajalla ehkä ole halua tai taloudellisia mahdollisuuksia lunastaa kaikkien muiden omistuksessa olevia osakkeita. Myös arvopaperimarkkinalaki ja markkinapaikan säännöt edellyttävät julkisesti noteeratuilta osakkeilta vapaata luovutettavuutta. Määräysvalta-aseman saavuttamiseen liittyvää lunastusvelvollisuutta ei kuitenkaan voida pitää luovutusrajoituksena, koska kyseessä on säännös, joka on periaatteessa sijoittajaa suojaava, jollainen osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatekin on.

---

[160] Näin esim. *Caselius – Heikonen – Huttunen I* s. 13 ja *Nial* s. 61.

[161] Englannin yhtiöoikeuden osalta *Gower* pitää täysin selvänä, että osakkeenomistajalle voidaan yhtiöjärjestyksessä asettaa velvollisuus tietyin edellytyksin ostaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. *Gower* s. 396, alav. 76.

[162] Samoin myös *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 149 alav. 71.

Yhtiöjärjestykseen otetulla lunastusvelvollisuussäännöksellä yhtiö pyrkii vapaaehtoisin järjestelyin parantamaan osakkeenomistajiensa suojaa arvopaperimarkkina- ja osakeyhtiölain tarjoamaan perustasoon nähden. Tämänkaltainen säännös rakentuu sopimusvapauden periaatteelle.[163] Osapuolethan pyrkivät sopimuksin parantamaan asemiaan ja siten suojautumaan havaitsemiltaan riskeiltä. Näiden määräysten sallittavuutta pohdittaessa on siten kiinnitettävä huomiota erityisesti markkinoiden toimivuuteen. Markkinat ottavat erilaiset sopimukset huomioon arvopaperin hinnan muodostuksessa ja sen vuoksi olisi niiden toiminnalle varsin kohtalokasta, jos sopimusten pätevyyteen ei voitaisikaan luottaa. Sopimuksin on lisäksi lainsäädäntöä helpompi ottaa huomioon eri osapuolten erilaiset tarpeet[164] ja erilaisten yhtiöjärjestysmääräysten avulla yhtiöt voivat myös kilpailla keskenään sijoittajien suosiosta ja siten markkinat viime kädessä ratkaisevat yhtiöiden pääomansaanti- ja menestymismahdollisuudet.

4.4.2. Lunastusvelvollisuussäännöksen tehostaminen

Koska arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännös ei ole kovin tehokas, saattaa käytännössä esiintyä halua tavalla tai toisella tiukentaa tätä säännöstä ja

---

[163] Saksalaisessa yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa *Zöllner* on korostanut sopimusvapauden tarjoamia etuja, koska yhä uudet oikeussäännökset merkitsevät samalla eri osapuolille ennakoimattomia riskitekijöitä. Hänen mukaansa markkinoiden toiminta edellyttää sitä, että eri osapuolet voivat luottaa sopimusten pätevyyteen, minkä vuoksi tuomarit ja oikeustieteilijät eivät saisi ilman vakavia perusteita asettaa sopimusten pätevyyttä kyseenalaiseksi. " Güteraustausch und mit ihm das Funktionieren von Märkten leben von der Möglichkeit, Rechtsverhältnisse in einer Weise einzugehen, bei der die Partner darauf vertrauen können, daß das Vereinbarte zwischen ihnen gilt. Richter und Rechtswissenschaftler sollten diese Geltung nicht willkürlich, d.h. ohne gravierenden Sachgrund konterkarieren. Bloßes Rechtsgefühl oder persöhnliche Richtigkeits- und Angemessenheitsempfindungen stellen einen solchen Sachgrund gewiß nicht dar." *Wolfgang Zöllner*, Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen s. 124 s.

Yhtiöjärjestykseen otettavien erilaisten määräysten hyväksyttävyydestä jäljempänä s. 293 ss. Ks. lisäksi *Caselius* DL 1956 s. 351 ss, jossa tämä korostaa kauppaoikeudessa ja sopimusoikeudessa vallitsevaan sopimusvapauden periaatteeseen vedoten mahdollisuutta ottaa yhtiöjärjestykseen mitä erilaisimpia ehtoja kunhan nämä pysyvät "lakien, erityisesti osakeyhtiölain ja oikeustoimilain puitteissa". Samalla hän kuitenkin huomauttaa, ettei kaupparekisteriviranomaisen päätös poista mahdollista "yhtiöjärjestyksen lainvastaisuutta, eikä tee sitä lailliseksi ja sitovaksi", *Caselius* DL 1956 s. 349. Edelleen hän korostaa, että "ainoastaan lain pakottavien normien loukkaaminen tekee yhtiöjärjestyksen kysymyksessä olevan määräyksen lainvastaisena mitättömäksi", *Caselius* DL 1957 s. 257.

[164] Myös *Bergström – Högfeldt – Samuelsson*, Tidsskrift for rettsvitenskap 1994 s. 162, katsovat, että yhdenvertaisuusperiaatteen laajentaminen osakkeenomistajien väliseksi lunastusvelvollisuussäännökseksi voi tapahtua sopimuksin "En sådan utsträckning kan ske genom kontrakt – vilket är precis vad som har skett". Tällä he ilmeisesti tarkoittavat juuri eräiden pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin otettuja lunastussäännöksiä.

siten turvata yhtiön osakkeenomistajan asema sellaisen tilanteen varalta, jossa joku hankkii määräysvaltaan riittävän määrän osakkeita, muttei ole halukas eikä pelkästään lain nojalla velvollinen lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeita. Erityisesti yhtiön suurosakkeenomistaja voi pelätä vaikutusvaltansa vähenevän ja sijoituksensa arvon laskevan, jos joku hankkii määräysvallan tuottavat osakkeet muilta osakkeenomistajilta. Sellainen yhtiöjärjestyksen määräys, joka jo arvopaperimarkkinalain mukaista lunastusrajaa alhaisemmalla tasolla tarjoaa jäljelle jääneille osakkeenomistajille mahdollisuuden luopua osakkeistaan kohtuullisin ehdoin, on tehokas lisä osakeyhtiölain vähemmistönsuojasäännöksille.[165]

Lunastusvelvollisuussäännökseen, olipa kyseessä sitten arvopaperimarkkinalain mukainen tai sitä ankarampi säännös, liittyy kuitenkin aina, ellei äänivallan käyttöä jollakin normilla estetä, se käytännön heikkous, että lunastusvelvollinen saa määräysvallan yhtiössä vaikka laiminlöisi lunastuksen. Lunastusvelvollisen pakottaminen oikeusteitse lunastukseen on hidas menettely.[166] Lunastukseen oikeutetun vihdoin saadessa täytäntöönpanokelpoisen tuomion ei lunastusvelvollisella ehkä enää ole varoja lunastuksen suorittamiseen. Määräysvaltaa kohdeyhtiössä käyttävä lunastusvelvollinen voi samaan aikaan suorittaa yhtiössä merkittäviä toimenpiteitä, jotka saattavat alentaa yhtiön arvoa tai jopa tuhota sen kokonaan. Jotta lunastusvelvollisuus olisi myös käytännössä tehokas, sitä koskevan säännöksen tulisi taloudellisin keinoin pakottaa lunastusvelvollinen suorittamaan lunastuksen.

Jos määräysvallan tuottavat osakkeet hankkinut ei voisi käyttää osakkeisiin liittyvää äänivaltaa ennen lunastustarjouksen tekemistä ja lunastuksen toimeenpanoa, kuten tilanne on esimerkiksi Norjan arvopaperikauppalain mukaan, vältet-

---

[165] Eräät suomalaiset pörssiyhtiöt, esim. Nokia, Repola ja Outokumpu, ovat ottaneet yhtiöjärjestykseensä lunastussäännöksen, jossa lunastusrajaksi on määrätty 1/3:n ja 50 %:n ääniosuuden saavuttaminen tai ylittyminen. Niitä on tehostettu 20 %:n viivästyskorolla.

Ruotsissa ei ole mitään säännöksiä lunastusvelvollisuudesta. Ainakin osittain tämän vuoksi muutamat pörssiyhtiöt, mm. Sandvik, Skanska ja Perstorp, ovat ottaneet yhtiöjärjestykseensä lunastusvelvollisuuden aikaansaavia määräyksiä. Ks. *Hasselberg* s. 10 s. Sandvikin yhtiöjärjestyksen lunastussäännökset ovat ollet myös ratkaisusuorituksia antavan valvontaelimen (Aktiemarknadsnämnden) käsittelyssä, ks. lähemmin jäljempänä s. 284 alav. 6. Nämä ruotsalaisten yhtiöiden yhtiöjärjestysmääräykset näyttävät olleen esikuvana myös em. suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin otetuille lunastusmääräyksille. Sen sijaan samoin pörssinoteeratun, mutta mainittuja yhtiöitä pienemmän, Tamfeltin yhtiöjärjestyksessä on 1/3:n äänimäärään alennettua lunastusmääräystä tehostettu sekä yksissä tuumin -toiminnan määritelmällä että lunastusrajan ylittäviä osakkeita koskevalla äänestysrajoituksella.

[166] Yhtiöjärjestykseen otettua lunastussäännöstä on em. esimerkkitapauksissa täydennetty välityslausekkeella. Riidan saattaminen tuomioistuimen sijasta välimiesten ratkaistavaksi nopeuttaa lopullisen ratkaisun saantia, mutta silti määräysvallan siirtymisen ja lainvoimaisen lunastustuomion välille jäänee useimmissa tapauksissa vähintäänkin useiden kuukausien mittainen jakso, jonka aikana yhtiön määräysvalta on lunastusvelvollisen hallussa.

täisiin edellä mainitut lunastuksen laiminlyöntiin liittyvät epäkohdat, koska silloin lunastusvelvollinen ei voisi ainakaan vahingoittaa kohdeyhtiötä. Mikäli lunastusvelvollisen osakkaan tavoitteena todella on määräysvallan saaminen kohdeyhtiössä, hän toimeenpanisi lunastuksen asianmukaisesti.[167]

Tiukennetun lunastusvelvollisuussäännöksen osalta on huomautettu, että yksittäisten yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin otetut lakisääteisistä normeista poikkeavat lunastussäännökset voivat aikaansaada yllätyksiä sijoittajille ja että normaalista poikkeavat määräykset saattavat heikentää sijoittajien mielenkiintoa yhtiötä kohtaan.[168] Näin asia voi jossain määrin olla, eivätkä lunastusvelvollisuussäännöksen tiukennukset suinkaan välttämättä lisää pienosakkaiden suojaa. On kuitenkin huomattava, että mainitut säännökset on pääosin tarkoitettukin turvaamaan suurehkojen omistajien sijoituksen arvo ja ottaessaan tuollaisen määräyksen yhtiöjärjestykseen osakkeenomistajat tavallaan luopuvat mahdollisuudesta myydä osakkeensa yritysvaltauksen yhteydessä huippuhinnalla, he siis harkitusti luopuvat yhdestä osakkeen hintaan vaikuttavasta spekulatiivisesta tekijästä.[169] Kovin monimutkaiset ja yhtiöittäin vaihtelevat määräykset voivat myös olla haitaksi koko arvopaperimarkkinoiden toimivuudelle. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn näkökulmasta tiukennettua, pääosin maissa, joissa on kehittyneet arvopaperimarkkinat, voimassa olevia säännöksiä vastaavaa lunastusvelvollisuusmääräystä voidaan kuitenkin puoltaa myös siksi, että se ei ole ulkomaisellekaan sijoittajalle yllättävä tekijä ja asiantuntevan kotimaisen

---

[167] Markkina-arvoltaan suuressa yhtiössä pelkkä lunastusvelvollisuus, esim. 1/3:n ja 50 %:n ääniosuuden ylittyessä, kuten Nokian yhtiöjärjestyksessä, voi olla toimiva ratkaisu, koska tuollaisen osuuden hankkiminen suuresta yhtiöstä edellyttää niin suurta sijoitusta, että siihen luultavasti kykenevät vain sellaiset sijoittajat, jotka tarvittaessa pystyvät lunastamaan myös kaikki osakkeet. Pienemmissä yhtiöissä sen sijaan lunastusvelvollisuuden tehostaminen jollakin lisämääräyksellä voi olla tarpeen, koska käytännön määräysvaltaan tällaisessa yhtiössä oikeuttavan määrän osakkeita voi pystyä hankkimaan joku sellainen sijoittaja, joka ei välttämättä kykenekään lunastamaan muiden osakkeita ja joka lisäksi voi pyrkiä määräysvallan saatuaan epämääräisin keinoin siirtämään yhtiön varallisuutta itselleen tai jonkin kolmannen haltuun. Esim. Tamfeltin yhtiöjärjestyksessä on 1/3:n tasolle asetettua lunastusvelvollisuutta tehostettu tämän rajan ylittäviä osakkeita koskevalla äänestysrajoituksella, joka osaltaan vaikeuttaa yhtiötä vahingoittavien toimenpiteiden suorittamista.

[168] Näin toteaa mm. Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtaja *Jarmo Leppiniemi* Talouselämä-lehden haastattelussa, ks. *Hurri*, Talouselämä 12/1993 s. 66.

[169] Osakkeen arvon katsotaan teoreettisesti olevan osakkeiden lukumäärää vastaava murto-osa koko yhtiön arvosta. Tällöin osakkeen arvoon sisältyy myös määräysvallan siirtomahdollisuudesta johtuva arvoa kohottava tekijä. Jos kuitenkin kaupan kohteena ovat osakkeet, joiden avulla ei ole mahdollista hankkia määräysvaltaa yhtiössä, on osakkeiden arvo vastaavasti alhaisempi. Lunastusvelvollisuuden olemassaolo voi vähentää yhtiössä määräysvallan hankkimisesta kiinnostuneiden sijoittajien lukumäärää ja sitä kautta myös yhtiön markkina-arvo ei kohoa niin korkeaksi kuin se muutoin voisi nousta. Tätä tekijää korostaa välillisesti mm. *Maier-Reimer* s. 249 s. äänivallan rajoitusten oikeutusta pohtiessaan.

ja ulkomaisen sijoittajan voidaan edellyttää tuntevan julkisesti noteeratun yhtiön yhtiöjärjestykseen sisältyvän näin tärkeän määräyksen.

Ensimmäinen edellytys määräyksen tehokkuudelle on siihen liitettävä riittävän laaja yhteistyössä lunastusvelvollisen kanssa toimivien määritelmä. Muutoin määräys on aivan liian helposti kierrettävissä. Toinen edellytys on, että lunastustarjouksen tulee sisältää ainakin käteismaksuvaihtoehto, vaikka vastikkeeksi tarjottaisiinkin jotakin muuta omaisuutta. Muutoin lunastustarjous voitaisiin vesittää tarjoamalla vastikkeeksi jotakin muuta omaisuutta, esimerkiksi tarjouksentekijäyhtiön liikkeellelaskemia osakkeita tai joukkovelkakirjoja, jotka tarjoushetkellä näyttävät pörssikurssin tai muun selvityksen perusteella näennäisen arvokkailta, mutta joiden muuttaminen rahaksi ei joko onnistu lainkaan tai ei onnistu ilman kurssin huomattavaa laskua. Kolmas ja ehkä tärkein edellytys on määräyksen tehokkuus sellaisissa käytännön tilanteissa, joissa lunastusvelvollinen ei ole halukas suorittamaan lunastusta.

Näin tehokkuus tulisi saavuttaa jollakin sellaisella määräyksellä, joka käytännössä – lähinnä määräysvallan käyttämiseen liittyvien ja siten välillisesti taloudellisten vaikutusten avulla – pakottaa sitä noudattamaan. Paras tapa haluttuun lopputulokseen pääsemiseksi on ehkä lunastusvelvollisen hankkimiin osakkeisiin liittyvän äänivallan käytön estäminen joko kokonaan tai ainakin riittävässä määrin siihen asti kunnes lunastusvelvollisuus on täytetty. Yksi mahdollisuus riittävän tehokkuuden saavuttamiseksi on lunastus- tai suostumuslausekkeen ottaminen yhtiöjärjestykseen.[170] Se voidaan muotoilla sellaiseksi, että vanhat osakkeenomistajat tai toissijaisesti yhtiö oikeutetaan lunastamaan uudelle osakkaalle siirtyneet osakkeet, ellei tämä tarjoudu lunastamaan kaikkia vanhojen osakkaiden omistuksessa olevia osakkeita, tai määrätään, että osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaaditaan yhtiön suostumus, jos osakkeenomistajan äänivalta osakkeiden hankinnan jälkeen ylittää yhtiöjärjestyksessä määrätyn lunastusrajan, mutta että suostumus tulee antaa, jos kyseinen osakkeenomistaja sitoutuu tekemään kaikkia osakkeita koskevan lunastustarjouksen. Lisäksi voidaan määrätä, että lunastustarjouksen tekeminen ei ole välttämätöntä, jos omistus on tarkoitettu ainoastaan lyhytaikaiseksi sijoitukseksi eikä osakkeenomistajan tarkoituksena ole käyttää määräysvaltaa kohdeyhtiössä.

Lunastus- tai suostumuslauseke voi kuitenkin aiheuttaa yhtiön todellisen omistuksen ja määräysvallan käytön kannalta vääristyneen tilan. Kumpikin lauseke saattaa estää suuren osakemäärän osalta äänivallan käyttämisen, jolloin jokin kenties pieni osakasryhmä tai yhtiön johto voi käyttää omistusosuuttaan suurempaa

---

[170] *Christiansen* tarkastelee Norjan osalta äänestysrajoitusten ja suostumuslausekkeen käyttökelpoisuutta pörssinoteeratuissa yhtiöissä. Hänen mukaansa äänestysrajoitukset eivät yleensä haittaa osakkeen vapaata luovutettavuutta, mutta suostumuslausekkeeseen hän sen sijaan suhtautuu kielteisesti, vaikka Norjan pörssilaki ei sitä suoraan kiellä kään. Ks. *Christiansen*, Lov og Rett 1989 s. 159 ss.

valtaa yhtiössä. Sekä lunastus- että suostumuslauseke ovat käyttökelvottomia julkisesti noteeratuissa yhtiöissä, koska arvopaperimarkkinalaki ja arvopaperipörssin säännöt edellyttävät noteerattavilta osakkeilta vapaata luovutettavuutta. Tosin voidaan ajatella, ettei osakkeen vapaata luovutettavuutta rajoita eikä myöskään lunastus- tai suostumusmenettelyä luovutuksen yhteydessä merkitse lauseke, jossa määrätään suostumus tarpeelliseksi ainoastaan lunastusrajan ylittäviin osakehankintoihin. Tätä pienemmät osake-erät voitaisiin normaalisti rekisteröidä osakeluetteloon luovutuksen saajan nimiin, ja tämä saisi osakasoikeudet. Näin lauseke ei rajoittaisi osakkeen luovutettavuutta muuta kuin tietyissä tapauksissa.

Toinen mahdollisuus riittävän tehokkuuden saavuttamiseen on lunastusvelvollisuuden ja äänivallan kytkeminen toisiinsa. Yhtiöjärjestyksessä pyritään luomaan järjestelmä, jossa osakeomistuksen määrää ei sinänsä rajoiteta, mutta jos määräysvaltaan oikeuttavat osakkeet hankkinut osakas haluaa käyttää omistuksensa mukaisia hallinnoimisoikeuksia, niiden käyttäminen on mahdollista vasta sen jälkeen, kun vähemmistöosakkeenomistajille on tehty näiden edut kohtuudella turvaava lunastustarjous.[171] Jos yhtiöjärjestykseen otetaan määräys, jonka mukaan osakas voi hankittuaan lunastusvelvollisuusrajan ylittävän määrän osakkeita äänestää yhtiökokouksessa esimerkiksi yli kolmasosaa edustavalla äänimäärällä vasta sen jälkeen, kun on tarjoutunut lunastamaan kaikkien muiden omistamat osakkeet, säännös pakottaisi määräysvaltaa havittelevan osakkaan tekemään lunastustarjouksen. Tällainen määräys ei olisi sillä tavoin osakkeen vapaata luovutettavuutta rajoittava kuin arvopaperimarkkinalaki tai arvopaperipörssin säännöt tarkoittavat, joten se soveltuu julkisesti noteeratuille yhtiöille. Määräys koetaan ilmeisesti myös sijoittajien keskuudessa myönteiseksi, koska se turvaa tehokkaasti vähemmistöosakkeenomistajan aseman, olipa tämän omistusosuus suuri tai pieni. Näin määräysvallan tuottavat osakkeet hankkinut osakas ei voisi käyttää niiden tuottamaa valtaa aina-

[171] Näin tehostetulla lunastusvelvollisuusmääräyksellä saavutetaan myös toinen etu, joka liittyy kysymykseen mainittujen yhtiöjärjestysmääräysten laillisuudesta. Ks. asiasta julkisuudessa käytyä keskustelua esim. *Urwitz*, Dagens Industri 24.6.1993 s. 3 ja Kauppalehti 26.7.1993. Ks. myös *Aalto-Setälä*, Arvopaperi 4/93 s. 18 s., joka pitää lunastusvelvollisuuslausekkeita hyvänä yhdenvertaisuuden kannalta, mutta epäilee samalla niiden laillisuutta. Määräysten laillisuuteen liittyvästä keskustelusta huomauttaa myös *Hasselberg* s. 11. Kaupparekisteriviranomaiset sekä Suomessa että Ruotsissa ovat hyväksyneet tuollaiset yhtiöjärjestykset, mutta se ei sinänsä osoita niiden laillisuutta, vaan viime kädessä laillisuuden ratkaisee tuomioistuin, jos asia saatetaan sen ratkaistavaksi. Jos yhtiöjärjestyksen mukainen lunastusvelvollinen väittää yhtiöjärjestyksessä olevaa lunastusmääräystä laittomaksi ja kieltäytyy lunastuksen suorittamisesta, estyy siitä huolimatta äänivallan käyttäminen joko kaikkien tai osan hänen omistamiensa osakkeiden osalta siihen asti, kunnes tuomioistuin on ratkaissut lunastusvelvollisuutta koskevan riidan. Tämä turvaa käytännössä muiden osakkeenomistajien aseman, koska se estää uutta ei-toivottua osakasta saamasta valtaa yhtiössä ja siten se samalla estää yhtiön varallisuuden väärinkäyttöyritykset.

kaan muiden osakkeenomistajien vahingoksi ennen kuin on tarjoutunut ostamaan kaikki osakkeet. Tällainen määräys luonnollisesti alentaa määräysvallan saavuttamisen kannalta ratkaisevista osakkeista maksettavaa hintaa, eikä osakkeen kurssi siten koskaan nouse niin korkeaksi kuin se muutoin voisi hetkellisesti kohota, mutta toisaalta se varmistaa useimmille osakkeenomistajille kohtuullisen hinnan osakkeista ja ylipäätään mahdollisuuden halutessaan irtautua omistuksestaan, jos yhtiössä määräysvaltaa käyttävä osakas vaihtuu.

Markkinoille ja sijoittajille tulee turvata mahdollisuus riittävien tietojen saantiin myös normaalista poikkeavista yhtiöjärjestysmääräyksistä. Lunastusvelvollisuusmääräys on arvopaperimarkkinalain tarkoittama (AML 2:7) arvopaperin arvoon vaikuttava seikka ja siksi julkistettava tieto, koska se voi vaikuttaa arvopaperin arvoon. Sinänsä kaupparekisteriin merkitty yhtiöjärjestys on kaikkien asiasta kiinnostuneiden saatavilla, mutta käytännössä yhtiöiden olisi hyvä tiedottaa asiasta varsinaisen asiaa koskevan päätöksen julkistamisen lisäksi muutoinkin eri yhteyksissä, kuten esimerkiksi vuosikertomuksessa.

5. LOPPUPÄÄTELMÄT

Julkinen ostotarjous ja lunastusvelvollisuus ovat tilanteita, joiden yhteydessä tulevat esille ja kärjistyvät monet oikeudelliset ongelmat, joiden ratkaisussa on otettava huomioon erilaisten tahojen edut ja oikeutetut vaatimukset. Käytännössä esillä olleissa tapauksissa ovat lisäksi usein olleet kysymyksessä suuret taloudelliset arvot, mikä on lisännyt ratkaisujen pohdintaan uhrattujen voimavarojen määrää. Näiden tilanteiden yhteydessä eri maiden sääntelyjärjestelmissä kehittyneillä periaatteilla voidaan ajatella olevan arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä tämän erityiskysymyksen ulkopuolellekin ulottuvia vaikutuksia. Englannin oikeusjärjestelmässä on pitkät perinteet julkisen ostotarjouksen sääntelystä, ja siellä on pyritty nimenomaan turvaamaan sijoittajan ja siten koko arvopaperimarkkinoiden toimintamahdollisuudet sääntelemällä tarjouksissa käytettäviä menettelytapoja ensinnäkin niin, että osapuolet kokevat valitut säännökset oikeiksi, ja toiseksi kehittämällä sellaiset normit, joita osapuolten on edullisempaa noudattaa kuin yrittää kiertää.

Sinänsä julkisen ostotarjouksen sääntely ja mahdollisesti olemassa olevien sitä koskevien säännösten tulkinta on vaikeaa. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että arvopaperimarkkinoilla noteeratun yhtiön osakkeita koskevassa julkisessa ostotarjouksessa markkinavoimat ovat usein hyvin raa'alla tavalla esillä. Tästä huolimatta sääntelyn pitää pystyä markkinoilla toimivien henkilöiden hyväksymällä tavalla turvaamaan yhtä aikaa sekä selkeästi oikeussuojan tarpeessa olevan piensijoittajan että taloudellisesti hyvin vahvan, kenties jopa yksittäistä valtiotakin taloudellisesti vahvemman, suursijoittajan asema. Sääntelyn tulee olla sellaista, että kaikki markkinoilla toimivat henkilöt voivat toimia turvallisesti. Lisäksi näiden henkilöiden tulee myös itse kokea normit oikeudenmukaisiksi, mikä lisää heidän haluaan noudattaa niitä. Jotta nämä päämäärät saavutettaisiin, normien tulisi sekä estää vilpillisten menettelytapojen käyttäminen että torjua markkinoihin kuulumattomien tekijöiden aiheuttamat riskit. Arvopaperimarkkinoiden toimintaan liittyy jo muutoinkin aivan riittävästi itse markkinoista ja niillä noteerauksen kohteena olevista arvopapereista sekä ne liikkeeseen laskeneista yhtiöistä johtuvia riski- ja epävarmuustekijöitä. Keskeisenä päämääränä sääntelyssä tulisi olla markkinamekanismien mahdollisimman tehokkaan, mutta samalla oikeudenmukaisen ja turvallisen toiminnan takaamisen.

Normien kovin tiukka ja muodollinen tulkinta voi johtaa siihen, etteivät niiden säätämisen taustalla olevat päämäärät ja oikeushyvät toteudu. Varsinkin yhtiössä määräysvallan vaihdokseen johtavia osakekauppoja sääntelevien ja näiden tilanteiden yhteydessä sijoittajien yhdenvertaista kohtelua turvaamaan pyrkivien normien eri tulkintavaihtoehtojen taloudellisiin seuraamuksiin on kiinnitettävä huomiota. Muutoin sääntelyn tavoite ei toteudu, vaan käy helposti samalla tavoin kuin esimerkiksi osakeyhtiölain konsernimääritelmälle. Siinähän on pyritty niin sanotun taloudellinen etuyhteys -käsitteen avulla luomaan säännös, jonka mukaan konserniksi katsottaisiin muukin kuin suoranaiseen äänivallan enemmistöön perustuva emo–tytäryhtiö-suhde. Koska säännöstä on kuitenkin käytännössä tulkittu varsin muodollisesti, eivät sen säätämisen taustalla olevat, sinänsä hyvät vähemmistöosakkeenomistajien ja velkojien aseman suojaamiseen tähtäävät, pyrkimykset ole käytännössä toteutuneet. Myös monien arvopaperimarkkinoiden toimintaa sääntelevien normien tilanne on samankaltainen. Jos tulkinnassa nojaudutaan pelkästään niiden oikeudelliseen sanamuotoon kiinnittämättä huomiota säännöksen ja yksittäisen tulkintatilanteen taustalla vallitseviin taloudellisiin olosuhteisiin, ei sääntelyn tavoite toteudu ainakaan niissä tilanteissa, joissa jokin henkilö tietoisesti ja kenties monimutkaisia järjestelyjä hyväksikäyttäen pyrkii kiertämään sääntelyn saavuttaakseen omalta kannaltaan hyvän taloudellisen lopputuloksen. Arvopaperimarkkinoita sääntelevässä lainsäädännössä tällainen sääntelyn taloudelliset tavoitteet unohtava tulkinta on haitallisempi kuin useimmilla muilla oikeudenaloilla, joissa vaikutukset ainakin lyhyellä aikavälillä liittyvät yleensä ainoastaan yksittäistapauksiin. Arvopaperimarkkinoilla yksittäisten sijoittajien välisen riidan ratkaisun vaikutukset saattavat ulottua markkinoilla hyvin laajalle ja ne voivat välillisesti jopa heikentää koko maan arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuutta ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta.

Säännösten tulee olla tehokkaita, toisin sanoen sellaisia, joiden noudattaminen on taloudellisesti edullisempaa kuin niiden rikkominen. Taloudelliset sanktiot yleensä tukevat jo etukäteen pyrkimystä säännösten noudattamiseen. Jotta säännökset toimisivat toivotulla tavalla, niiden tulee taata mahdollisuus myös tosiasiassa riittävän korvauksen saamiseen säännöksiä rikkomalla aiheutetuista vahingoista, sillä muutoin hyvätkään säännökset eivät ole tehokkaita ex ante. Mahdollisia riitatapauksia ratkaistaessa tulisi ottaa huomioon ennakkopäätöksillä oleva markkinaosapuolten käyttäytymistä ohjaava vaikutus. Jos päätöksissä noudatetaan kovin varovaista, sinänsä ehkä lain kirjaimellista tulkintaa noudattavaa, mutta sääntelyn tavoitteena olevat oikeushyvät – tässä tapauksessa erityisesti sen taloudellisesti järkevän päämäärän – vähemmälle huomiolle jättävää tulkintaa, voi korvauksen saanti muodostua vaikeaksi. Tämä puolestaan saa aikaan sen, ettei aikaavievään, monenlaisia voimavaroja vaativaan ja lopputulokseltaan vähintäänkin epävarmaan oikeudenkäyntiin ryhdytä, vaan tappio vain kärsitään ja resurssit keskitetään uuteen

toimintaan. Tällaiset julkisuuteen tulleet esimerkit lisäävät helposti kiusausta säännösten kiertämisyrityksiin, mikä puolestaan lisää toiminnasta aiheutuvia kustannuksia, koska eri osapuolten on uhrattava entistä enemmän voimavaroja mahdollisilta rikkomuksilta suojautumiseen, mistä taas markkinoiden kokonaistehokkuus kärsii. Jos taas sinänsä ehkä harvalukuiset, mutta riittävän selkeät esimerkkitapaukset osoittavat, että vahingon aiheuttaneella on todellinen riski joutua korvaamaan aiheuttamansa vahinko, lisääntyy yleisestikin pyrkimys säännösten noudattamiseen ja markkinat toimivat tehokkaammin.

Keskeinen julkista ostotarjousta koskevan säännöksen tehokkuuteen vaikuttava tekijä on julkisten ostotarjousten yhteydessä noudatettava yhdenvertaisuusperiaate – se ettei tarjoukseen vastanneita aseteta eriarvoiseen asemaan. Tähän kuuluu keskeisesti pro rata -periaatteen noudattaminen, mikä merkitsee sitä, että kaikilta arvopapereitaan myytäväksi tarjonneilta henkilöiltä tulee ostaa suhteellisesti yhtä suuri lukumääräinen osa niistä. Toinen keskeinen säännökseen liittyvä tekijä on kysymys tosiasiallisesta julkisesta ostotarjouksesta. Ostettaessa lyhyen ajanjakson kuluessa suuria määriä arvopapereita monilta myyjiltä voi kysymyksessä olla säännöksen rikkomistilanne, joka siten saa aikaan julkisen ostotarjouksen tekemisvelvollisuuden kiertäneelle henkilölle vahingonkorvausvastuun niitä osakkeenomistajia kohtaan, jotka eivät ole onnistuneet osakkeitaan myymään ja jotka voivat osoittaa kärsineensä vahinkoa tämän johdosta esimerkiksi ostoja seuranneen kurssitason laskun vuoksi. Riittävän julkisuuden ja tietojen turvaaminen markkinoiden käyttöön, toisin sanoen tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset, ja sisäpiiriä koskevat luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kieltoon liittyvät säännökset ovat myös hyvin keskeisellä sijalla julkisen ostotarjousmenettelyn oikeudellisessa sääntelyssä. Ellei näitä säännöksiä noudateta, ei markkinoilla ole edellytyksiä tehokkaaseen toimintaan.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen liittyy läheisesti niin julkisen ostotarjouksen kuin lunastusvelvollisuudenkin yhteydessä yhteistoiminnassa keskenään toimivien osakkeenomistajien käsitteen määrittely. Ilman tämän acting in concert -tilanteen laaja-alaista ja joustavaa tulkintaa, ei ostotarjoukseen ja lunastusvelvollisuuteen liittyvillä osakkeenomistajien asemaa suojaamaan tarkoitetuilla normeilla ole juuri mitään merkitystä, koska ne ovat vaivatta kierrettävissä. Koska mainitut säännökset on tarkoitettu juuri osakkeenomistajien suojaamiseksi eriarvoiselta kohtelulta, niiden tehokkuuteen tulee kiinnittää erityistä huomiota. Sääntelyhän on tarkoitettu sellaisten henkilöiden varalle, jotka pyrkivät hankkimaan itselleen epäoikeutettuja etuja laiminlyömällä heille kuuluvia velvollisuuksia. Ellei lakiin otettuja yhteistoimintaa tarkoittavia käsitteitä tulkita laajasti ja ellei oteta huomioon lunastusvelvollisuutta tai julkisen ostotarjouksen tekemisvelvollisuutta välttämään pyrkivän henkilön toimintaa kokonaisuudessaan ja hänen taloudellisia päämääriänsä, ei arvopaperimarkkinalain sääntely täytä sille asetettuja tavoitteita.

Eräänä julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta turvaavana tekijänä on pidetty mahdollisuutta irtisanoa yhtiöön sidottu pääoma tilanteissa, joissa yhtiön omistusrakenne ja mahdollisesti toimintatavat sekä sijoitettuun pääomaan liittyvä riski olennaisesti muuttuvat. Lainsäädännössä tämä on pyritty turvaamaan kahdella tavalla: ensinnäkin osakeyhtiölaissa olevalla säännöksellä, joka velvoittaa vähintään 90 prosentin äänivaltaosuuden hankkineen lunastamaan muiden osakkeet, ja toiseksi arvopaperimarkkinalaissa olevalla säännöksellä, joka velvoittaa yli kahden kolmasosan äänivaltaosuuden hankkineen lunastamaan muiden osakkeet. Kummatkin säännökset merkitsevät sitä, että yhtiötä on käytännössä mahdollista hallita ilman, että syntyy velvollisuutta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeita. Ulkomaiset esimerkit monien maiden säännöksistä osoittavat, että tätä rajaa alhaisemman lunastusvelvollisuuden perustavan omistusosuuden käyttöönotto on havaittu sekä osakkeenomistajien aseman että markkinoiden toimintaedellytysten turvaamisen kannalta hyväksi. Toisaalta voidaan kuitenkin ajatella, että yhtiöt saattavat olla varsin erilaisia, eikä sen vuoksi välttämättä ole viisasta yleisesti lainsäädäntöteitse asettaa lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa rajaa kovin matalaksi. Yksittäistapauksissa tulee kuitenkin osapuolten, toisin sanoen yksittäisen osakeyhtiön osakkeenomistajien, niin halutessa tarjota näille mahdollisuus tehostaa normien tarjoamaa suojaa erityyppisillä lisäjärjestelyillä, jotka mainituissa tilanteissa tarjoaisivat osakkeenomistajalle mahdollisuuden muuttaa omistuksensa käteiseksi rahaksi.

Olipa tarkastelun kohteena sitten julkinen ostotarjous ja sen erityistapaus lunastusvelvollisuus, kuten pääosin tässä teoksessa, tai arvopaperimarkkinoihin liittyvät muut kysymykset, voidaan todeta markkinoiden vapaan toiminnan olevan se keskeinen päämäärä, joka sääntelyllä ja myös olemassa olevien säännösten tulkinnalla tulisi saavuttaa. Arvopaperimarkkinoiden toiminnalle on ominaista, että monet siellä toimivat henkilöt pyrkivät ensi sijassa ajamaan omaa taloudellista etuaan ja käyttämään normien mahdollisesti avoimeksi jättämiä tilanteita hyväkseen. Tätä ei voida estää, mutta hyvin toimivilla markkinoilla on todennäköisesti muita henkilöitä, jotka myös omaa taloudellista etuaan ajaessaan pyrkivät toisenlaiseen lopputulokseen, koska heidän toimintansa aikajänne tai muut päätöksentekoon vaikuttavat tekijät ovat erilaisia. Nämä erilaisin tavoittein toimivat henkilöt yhdessä tasapainottavat samalla sekä toinen toistensa että koko markkinoiden toimintaa, kunhan vain pelisäännöt ovat oikeudenmukaiset.

[Artikkeli 1]

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA I

Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin

(Defensor Legis n:o 11–12 1991 s. 662–699)

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA I

Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin

(Das öffentliche Kaufangebot von Aktien I)

I Yleistä

Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan tilannetta, jossa joku julkisesti tarjoutuu ostamaan tietyn rajoitetun tai rajoittamattoman määrän jonkin yleensä julkisesti noteeratun yhtiön osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita.[1] Tarjous on siis kohdistettu tarjouksen kohteena olevan yhtiön osakkeenomistajille eikä itse yhtiölle.[2] Kysymys kaipaa erityistä oikeudellista sääntelyä nimenomaan sen vuoksi, että siinä tarjouksen tekijä (=ostaja) ja sen kohde (=myyjä) eivät ole normaalissa neuvottelukosketuksessa keskenään. Myyjän on tehtävä ratkaisunsa tarjousesitteessä ja julkisuudessa olleiden tietojen pohjalta usein melko lyhyessä ajassa. Oikeustoimilakiin[3] sisältyy tarjousta, siihen annettua vastausta ja siten syntyvää

---

[1] Jäljempänä puhutaan lyhyesti osakkeista, vaikka tarkoitetaan kaikkia osakeyhtiön omaan pääomaan perustuvia instrumentteja, koska täsmällisemmän termin jatkuva käyttö olisi kielellisesti kankeaa. Arvopaperimarkkinalaissa käytetään laajaa käsitettä: "osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita".

[2] Tätä sinänsä itsestään selvää asiaa on korostettu mm. mietinnössä SOU 1973:60 Fondbörsen. Betänkande av Fondbörs utredningen, s. 82.

[3] Laki varallisuusoikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228. Tarjouksesta, sen hyväksymisestä ja sopimuksen syntymisestä ks. *Telaranta, K.A.*: Sopimusoikeus. Helsinki 1990, s. 133 ss. ja s. 143 ss.

sopimusta koskevat säännökset, jotka soveltuvat myös julkiseen ostotarjoukseen sikäli kuin arvopaperimarkkinalaissa ei ole erityissäännöksiä. Arvopaperimarkkinalain[4] julkista ostotarjousta käsittelevät säännökset on rajoitettu koskemaan ainoastaan pörssiyhtiöiden ja sopimusmarkkinayhtiöiden[5] osakkeista tai niiden johdannaisista tehtäviä julkisia ostotarjouksia.[6]

Tyypillisiä tilanteita, joissa julkista ostotarjousmenettelyä käytetään, ovat yritysvaltauksen[7] yhteydessä valtaajan tekemä tarjous tai vanhoista omistajista muodostuvan valtapiirin tai tätä tukevan sijoittajan tekemä vastatarjous kohdeyhtiön osakkeista taikka yhtiön osakkeiden vetäminen pois julkisesta noteerauksesta. Julkinen ostotarjous eroaa osakkeiden normaalista ostamisesta siinä, että julkisen ostotarjouksen yhteydessä

---

[4] Arvopaperimarkkinalaki (= AML) 26.5.1989/495 ja sitä koskeva hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi HE 157/1988 vp. Laki tuli voimaan 1.8.1989. Voimaantulosäännöksen nimenomaisen määräyksen mukaan lakia ei sovelleta ennen sen voimaantuloa tehtyyn julkiseen ostotarjoukseen.

Ennen arvopaperimarkkinalain voimaantuloa kysymystä sääntели ainoastaan Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan vahvistama pörssin ohjesäännön 55 §. Se koski ainoastaan pörssiosakkeita.

[5] Pörssiyhtiöllä tarkoitetaan yhtiötä, jonka osakkeilla voidaan käydä kauppaa arvopaperipörssissä ja sopimusmarkkinayhtiöllä yhtiötä, jonka osakkeesta on tehty jonkin arvopaperivälittäjän kanssa ns. kurssivälityssopimus (AML 1:4[2]). Viimeksi mainittuja kutsutaan yleiskielessä ns. OTC-listalla noteeratuiksi osakkeiksi. Säännökset eivät siis koske markkina-arvopapereita eli ns. meklarilistalla noteerattuja osakkeita.

[6] Julkista ostotarjousmenettelyä on arvopaperimarkkinalain voimassaoloaikana (1.8.1989-) käytetty Suomessa noin parissakymmenessä tapauksessa. Tätä ennenkin oli julkista ostotarjousta käytetty muutamissa tapauksissa, mm. Helsingin Osakepankin valtauksen yhteydessä SKOP:n tekemä tarjous HOP:n osakkeista 24.10.1985. Tarjous oli voimassa viikon. Sen päätyttyä osake-enemmistö siirtyi 31.10. Suomen Yhdyspankin omistukseen. Ks. esim. Kauppalehti 25.10.1985 s. 1 ja s. 4 ja 1.11.1985 s. 1 ja s. 4.

[7] Yritysvaltauksella tarkoitetaan tässä yhteydessä sekä ns. ystävällismielistä (ts. yritysjohdon ja ns. perinteisten omistajien muodostaman valtapiirin hyväksymää) yrityksen haltuunottoa että ns. vihamielistä (useimmiten yritysjohdon ja ainakin joidenkin omistajaryhmien vastustamaa) yritysvaltausta. Englanniksi tilanteista käytetään nimitystä "take-over" ja saksaksi "übernahme", joilla kummallakin on melko laaja merkitys. Yritysvaltauksen eräänä vaiheena voi olla julkisen ostotarjouksen toteuttaminen kohdeyhtiön osakkeista. Kansainvälisesti on lainsäädännössä ja muissa normeissa yleensä pyritty siihen, että yritysvaltaukset toteutettaisiin julkisen ostotarjouksen avulla, jolloin voitaisiin välttää osakkeenomistajien eriarvoiseen asemaan saattaminen. Yritysvaltaukseen liittyvästä terminologiasta, mm. määräysvalta-käsitteestä, ks. *Nuolimaa, R.O.*: Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta, LM 1989, s. 1 ss.

ostaja sitoutuu kohtelemaan kaikkia myyjiä tasapuolisesti ja muutoinkin noudattamaan lain edellyttämiä menettelytapoja. Myyjien päätöksenteon helpottamiseksi on mm. säädetty velvollisuus julkaista tietyt tarjousta, sen tekijää ja kohdeyhtiötä koskevat perustiedot.

Lainsäädäntöömme ei vielä sisälly mitään velvollisuutta julkisen ostotarjousmenettelyn käyttämiseen, vaan osakkeiden ostaja voi täysin vapaasti päättää ostaako tämä osakkeita normaalisti markkinoilta vai tekeekö osakkeista julkisen tarjouksen. Menettelytavan valinta riippuu käytännön olosuhteista, ts. lähinnä siitä kumpi katsotaan taloudellisesti edullisemmaksi tavaksi tai kummalla tavalla katsotaan olevan paremmat mahdollisuudet saada haltuun tavoiteltu määrä osakkeita. Sellainen osakkeenomistaja, jonka omistusosuus kasvaa yli kahden kolmasosan, on velvollinen lunastamaan loput osakkeet.[8] Lunastusvelvollisuus on luonteeltaan tietyssä tilanteessa toteutettava pakollinen julkinen ostotarjous.

Yleisellä tasolla nyt esillä oleva aihe liittyy osakeyhtiön omistajanvaihdokseen ja/tai määräysvallan haltijan vaihdokseen. Julkisesti noteerattujen yhtiöiden osalta, joiden osakkeet ovat tuhansien tai kenties satojentuhansien henkilöiden omistuksessa ja joiden osakkeilla käydään kauppaa arvopaperipörssissä, omistuspohjan muutokset ovat yleensä pitkäaikaisen kehityksen tulosta. Osakkeiden myyjät ja ostajat ovat normaalisti toisilleen tuntemattomia. Joskus tosin suuret omistajat tekevät suoraan keskenään kauppaa pörssin ulkopuolella tai sopivat kaupasta, joka sitten toteutetaan pörssissä. Tällaisten yhtiöiden osalta julkisen ostotarjouksen käyttäminen tarjoaa yrityksen määräysvaltaansa haluavalle todennäköisesti nopeammin lopputulokseen johtavan ja eräissä tapauksissa edullisemman tavan osakkeiden hankkimiseen kuin osakkeiden ostaminen markkinoilta.

Julkinen ostotarjous (englanniksi public offer tai take over bid,[9] saksaksi Übernahmeangebot) on kansainvälisesti melko yleisesti käytetty menettely, joka on yksityiskohtaisesti säännelty monissa maissa joko lainsäädän-

---

[8] AML 6:1 (Julkinen ostotarjous) ja 6:2 (Lunastusvelvollisuus).

[9] Usein käytetty termi "tender offer" tarkoittaa alunperin käteistarjousta, ts. julkista ostotarjousta, jossa maksuksi tarjotaan käteistä rahaa erotuksena varsin yleisistä osakkeina tai velkainstrumentteina tarjottavista vastikkeista. *Johnston, Sir Alexander:* The City Takeover Code. Oxford 1980, s. 171. Yhdysvalloissa sillä tarkoitetaan yleisesti julkista ostotarjousta.

nössä tai itsesääntelynormeilla[10] ja josta on ulkomailla kirjoitettu melko runsaasti.[11] Meillä aihetta on ainoastaan sivuttu parissa teoksessa.[12] Ensimmäiset laintasoiset säännökset otettiin Suomessa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:ään. Arvopaperimarkkinalainsäädännön täydentämisen yhteydessä on asiaa selvittäneen komitean esityksen mukaan tarkoitus myös täsmentää ja lisätä julkista ostotarjousta koskevaa sääntelyä sekä alentaa lunastusvelvollisuuden aikaansaavan omistusosuuden rajaa.[13]

Sääntelyn kannalta julkisen ostotarjouksen tekevät erityisen vaikeaksi

---

[10] Ruotsissa asia on säännelty puolivirallisella tasolla, sillä Näringslivets Börskommitté on vahvistanut pörssinoteerattuja yhtiöitä sopimusperusteisesti sitovat julkista ostotarjousta koskevat itsesääntelyn luontoiset ohjeet "Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv." Ensimmäinen suositus annettiin jo vuonna 1971 ja nykyisen kaltaisena se julkaistiin 1968, jonka jälkeen sitä on uudistettu lähes vuosittain. Englannissa kysymystä säätelee "The City Code of Take-overs and Mergers", joka lienee vanhimpia alan säädöksiä maailmassa (ensimmäinen versio on vuodelta 1959 ja voimassaoleva on vuodelta 1987). Euroopan Yhteisössä on laadittu direktiiviehdotus (13. yhtiöoikeudellinen direktiivi) yritysvaltausten ja niihin liittyvien tarjousten sääntelemiseksi.

[11] Julkiseen ostotarjoukseen liittyvään problematiikkaan keskittyvistä ulkomaisista teoksista mainittakoon mm. *Smith, Lucy*: Kampet på aksjemarkedet. Oslo 1989, *Guldborg, Jens - Høg, Dorte - Lassen, Dorthe*: Takeovers. Børsnoterede selskabers muligheder for at gennemføre/førhindre en fjendtlig overtagelse. Viborg, Denmark 1990 sekä *Assman, Heinz-Dieter - Basaldua, Nathalie - Bozenhardt, Friedrich - Peltzer, Martin*: Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Sonderheft 9. Berlin - New York 1990 ja *Watter, Rolf*: Unternehmensübernahmen. Kontrolwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände. Zürich 1990.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisissa teoksissa sivutaan aihetta, ks. esim. *Samuelson, Per:* Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Göteborg 1991, s. 128 ss., *Moberg, Krister - Samuelsson, Per:* Börsrätt. Angered 1989, s. 147 ss., *Christiansen, Per - Bjørland, Jan*: Verpapirhandelloven med kommentarer. Oslo 1990, s. 97 ss. ja *Haslam, S.M. - Peerless*, S.G.G.: The London Securities Markets. London 1990, s. 346 s.

Aihetta käsitellään jonkin verran useimmissa ulkomaisissa yhtiöoikeudellisissa yleisteoksissa, esim. *Farrar, J.H.*: Company Law. London 1985, s. 501 ss., Company Law and Competition s. 111 ss., *Hadden, Tom*: Company Law and Capitalism, s. 341 ss. ja *Ryan, Christopher*: Company Directors. Liabilities, Rights and Duties. United Kingdom 1990, s. 286 ss. sekä *Würdinger, Hans*: Aktienrecht und das Recht der verbundenem Unternehmen. Heidelberg - Karlsruhe 1981, s. 240 ss.,

[12] Ks. esim. *Astola, Tiina*: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990, s. 156 ss. ja *Rapakko, Timo*: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki 1990, s. 117 ss.

[13] KM 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikauppakomitean II osamietintö, s. 388 ss.

juuri yritysvaltaukset, jotka ovat hyvin monimuotoisia ja vaihtelevia. Tiukat lakiin sidotut säännökset soveltuvat huonosti tällaisen alueen sääntelyyn, joka muuttuu koko ajan ja jossa toimivat ihmiset kehittävät jatkuvasti uusia menetelmiä päämäärän, ts. yritysvaltauksen onnistuneen loppuunsaattamisen, saavuttamiseksi.[14]

II Julkisen ostotarjouksen taloudellinen merkitys

Julkinen ostotarjous on taloudellisena ilmiönä merkittävä, koska tarjoukset koskevat useimmiten suuria taloudellisia arvoja sekä osakkeiden omistajanvaihdosten yhteydessä suoranaisina kauppahintoina että suurten yritysten omistuspohjan muutosten aiheuttamina liitännäis- ja seurannaisvaikutuksina.

Julkinen ostotarjous liittyy lähes aina yrityskauppaan, joko enemmistö- tai vähemmistöosuuden hankkimiseen. Näin ollen siihen johtavat syyt ovat mitä moninaisimmat. Yrityskaupalla pyritään useimmiten hyvään taloudelliseen tulokseen. Se, miten tavoite saavutetaan, saattaa vaihdella paljon. Joissakin yrityskaupoissa pyritään saavuttamaan liiketoiminnallisia etuja, ts. pyritään siihen, että 1 + 1 olisi enemmän kuin 2. Monissa tapauksissa tarjoukseen liittyy osakkeiden hankinnan avulla saavutetun määräysvallan saamisen jälkeen tapahtuva yhtiön fuusiointi tai sen liiketoiminnallisten osien tai likvidin varallisuuden realisointi ja varojen kanavointi määräysvallan hankkineelle yritykselle.[15]

Julkista ostotarjousta koskeva normisto on merkittävä useastakin syystä. Ehkä tärkein asianmukaisten normien olemassaoloa puoltava tekijä on

---

[14] Englantilaisen julkisia ostotarjouksia valvovan ja säätelevän Takeover Panelin entinen puheenjohtaja lordi *Alexander* on osuvasti todennut, että yritysvaltausten ja niihin kiinteästi liittyvien julkisten ostotarjousten sääntely juuri joustavilla ja nopeasti uusiin tilanteisiin mukautuvilla itsesääntelynormeilla lain sijasta on välttämätöntä, koska *"Menetelmät, joita tarvitaan menestyksellisen lopputuloksen saavuttamiseksi tai tarjouksen puolesta kamppailemiseksi, kehittävät jatkuvasti ja panevat koetukselle taitavien ja kekseliäiden ja joskus agressiivisten ihmisten sekä luovuutta että tietämystä." Alexander, Lord of Weedon & a Queen's Counsel*: Takeovers: The Regulatory Scene. Journal of Business Law 1990, s. 208.

[15] Ns. leveraged buy out (LBO). Tämän tyyppistä toimintaa on jossain yhteyksissä pidetty paheksuttavana ja keinottelunluonteisena, tosin osittain siitä riippuen harjoittaako toimintaa satunnaisesti jokin arvostettu instituutio vai yksityinen liikemies. Ilmiö kuuluu kuitenkin olennaisena osana markkinatalouteen, ja sen tai sen uhan on vakiintuneesti katsottu tehostavan yritysten toimintaa.

arvopaperimarkkinoiden[16)17)] edellyttämä yleisen luottamuksen ja eri markkinaosapuolten oikeudenmukaisen kohtelun turvaaminen. Se on välttämätöntä, jotta arvopaperimarkkinat olisivat toimivat. Toisaalta markkinoiden toimivuus edellyttää, että niillä operoi eri kokoisia ja erilaisin tavoittein toimivia sijoittajia.[18)] Jotta sijoittajat uskaltaisivat toimia markkinoilla, heidän on voitava luottaa siihen, ettei heitä aseteta eriarvoiseen asemaan mm. julkisen ostotarjouksen yhteydessä. Tämä voisi tapahtua esim. siten, että ainoastaan joidenkin sijoittajien osakkeet tarjouduttaisiin ostamaan mahdollisesti hyvään hintaan, jolloin jonkin toisen sijoittajan omistukseen saattaisi jäädä huomattavakin osake-erä, jonka markkina-arvo[19)] tarjouksen jälkeen voi laskea huomattavasti[20)] ja jonka jälkimarkkinat saattavat heiketä[21)] esim. osakkeenomistajien lukumäärän alentuessa ratkaisevasti. Ilman kysymystä sääteleviä normeja sijoittajaa kohtaisivat epänormaalit ennakoimattomat riskit.[22)]

[16)] Vakiintuneesti arvopaperimarkkinat jaetaan ns. ensi(sijais)markkinoihin, joilla tarkoitetaan arvopapereiden liikkeellelaskua emission yhteydessä tai muutoin ns. private placement -järjestelynä, ja ns. jälki- tai toissijaismarkkinoihin, joilla tarkoitetaan varsinaista pörssitoimintaa ts. kaupankäyntiä markkinoilla jo olevilla arvopapereilla. Osakkeiden ensimarkkinoiden toiminta edellyttää hyvin toimivia jälkimarkkinoita. Julkisen ostotarjouksen kannalta mielenkiinnon kohteena ovat jälkimarkkinat.

[17)] Arvopaperimarkkinoiden oikeudellisista ominaispiirteistä ks. esim. *Rissanen, Kirsti*: Lait arvopaperimarkkinoille. LM 1988, s. 638 ss.

[18)] Luotettava hinnanmuodostus ja markkinoiden likvidisyys edellyttävät, että markkinoilla on riittävän paljon niin pieniä, keskisuuria kuin suuriakin sijoittajia, joista toiset toimivat pitkällä ja toiset lyhyellä tähtäimellä, joidenkin pyrkiessä varmoihin, joskin pienempituottoisiin, sijoituksiin, joidenkin toisten puolestaan ollessa valmiita ottamaan hyvin suuria spekulatiivisia riskejä suurten voittojen toivossa.

[19)] Osakkeen markkina-arvolla tarkoitetaan julkisesti noteeratun osakkeen pörssi- ym. noteerausten perusteella määräytyvää arvoa. Joidenkin, erityisesti suurien, osake-erien osalta saattaa niiden todellinen arvo tilanteesta riippuen poiketa noteerauksista.

[20)] Osakesijoitukseen sisältyy normaalisti sekä ns. markkina- että ns. osakeriski. Markkinariskillä tarkoitetaan osakemarkkinoiden nousu- ja laskutrendien vaikutusta yksittäisen osakkeen kurssiin. Osakeriskillä puolestaan tarkoitetaan yksittäisen yhtiön osakkeeseen liittyvää riskiä, joka pääasiassa liittyy kyseisen yhtiön menestymiseen, mutta myös osittain kyseisen osakkeen markkinatilanteeseen, ts. kohdistuuko siihen myynti- vai ostopaineita.

[21)] Osake on esim. aiemmin ollut vilkkaan kaupankäynnin kohteena, jolloin on ollut mahdollista lähes koska tahansa myydä suuriakin osake-eriä, mutta tarjouksen seurauksena osake voi muuttua epälikvidiksi, ts. sellaiseksi, jota on vaikea myydä, ainakaan hinnan alentumatta.

[22)] Julkisen ostotarjouksen seurauksena yhtiön luonne saattaa olennaisesti muuttua. Juuri mm. tällaisen tilanteen varalta säännösten on taattava kaikkien sijoittajien yhdenvertainen ja oikeudenmukainen kohtelu.

Eniten sekä lukumääräisesti että taloudellisten arvojen mukaan tarkasteltuna on julkisia ostotarjouksia toteutettu USA:ssa, vaikka itse ilmiö onkin brittiläistä alkuperää. Jonkinlaisen käsityksen julkisen tarjouksen avulla toteutettujen kauppojen merkityksestä saa USA:ssa 1980-luvun lopun, joka tosin oli ainakin tähänastinen huippu, tarjousten määrästä. Vuosina 1986-1989 USA:n arvopaperimarkkinoilla toteutettiin noin 12.000 yritystä koskeneet julkiset tarjoukset, joiden arvo oli yhteensä noin biljoona dollaria.[23] Tähän mennessä suurin yksittäinen tarjous yhdestä yrityksestä[24] on USA:ssa ollut arvoltaan suurempi kuin Helsingin Arvopaperipörssin kaikkien yhtiöiden yhteenlaskettu markkina-arvo.[25]

Myös Euroopassa, erityisesti Englannissa,[26] on jo vuosikymmenten perinteet julkisen ostotarjouksen käyttämisestä yrityksen omistajanvaihdoksen välineenä. Englannissa oli jo ennen ensimmäisen itsesääntelynormiston säätämistä suoritettu 1950-luvulla useita merkittäviä yritysvaltauksia julkista tarjousta apuvälineenä käyttäen.[27] Lontoon Cityn arvopaperimarkkinoiden kehittyneisyyden ja avoimuuden vuoksi Englannissa on suoritettu erityisen paljon julkisia ostotarjouksia viime vuosikymmeninä. Saksassa on viime vuosiin asti ollut melko vähän tarjouksia,[28] mikä

---

[23] Biljoona nimenomaan eurooppalaisessa eikä amerikkalaisessa merkityksessä, ts. 1.000 miljardia. Näin *Werner, Winfried*: Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote im Aktienrecht. Schriftenreihe d. Jurist. gesellschaft zu Berlin. Heft 115. Berlin - New York 1989, s. 5 ja *Lutter, Marcus - Wahlers, Henning W.*: Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts. Die Aktiengesellschaft (AG) 1989, s. 2 alav. 26.

[24] Kohlberg, Kravis, Roberts & Co:n 25 mrd. dollarin tarjous R.J.R. Nabisco-nimisestä yrityksestä.

[25] Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen osakkeiden markkina-arvo oli kesällä 1991 alle 90 mrd. mk. Se oli tosin enimmillään vuonna 1989 yli kaksinkertainen tähän verrattuna.

[26] Iso-Britanniasta käytetään tässä yleiskielen mukaista nimitystä Englanti.

[27] Ks. esim. *Johnston* s. 14 ss. Eräs tunnetuimmista tapauksista oli Harrods-tavarataloyhtiön valtaukseen vuonna 1959 johtanut House of Fraser -yhtiön tekemä julkinen ostotarjous. 1980-luvulla Fraser joutui luopumaan Harrodsista samanlaisissa olosuhteissa. Englannissa tehdään joinakin vuosina jopa satoja julkisia ostotarjouksia. Viime vuosien suurin yritysvaltaus oli B.A.T. Industries -yhtiön osto yhteensä n. 21 mrd. dollarin arvoisella tarjouksella.

[28] Vuosina 1981-1988 tehtiin vain 29 julkista ostotarjousta, ks. *Pelzer, Martin*: Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland ? Möglichkeiten und Hindernisse. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1989, s. 76 s.

johtunee yritysten omistuspohjan keskittyneisyydestä, ts. instituutioiden suuresta omistusosuudesta ja perheyritysten suuresta lukumäärästä.[29),30)] Perheyritykset, hyvin suuretkin, toimivat yleisesti henkilö- tai rajavastuuyhtiön (GmbH) muodossa,[31)] jolloin yrityksen omistusjärjestelyt tapahtuvat suorina kauppoina ostajan ja muutamien myyjien välillä. Toisaalta julkiset tarjoukset näyttävät olevan yleistymässä Saksassa. Monet ulkomaiset suuryritykset ovat kiinnostuneita saksalaisista yrityksistä.[32)] Myös muissa Euroopan maissa on suoritettu merkittäviä yritysvaltauksia tai sellaisen yrityksiä, joissa on ainakin jossakin vaiheessa käytetty välineenä julkista tarjousta.[33)] Problematiikan merkitystä osoittaa myös se, että Euroopan Yhteisö on valmistellut aihetta koskevan direktiiviehdotuksen, jossa kiinnitetään huomiota paitsi varsinaiseen julkiseen tarjoukseen, myös siltä suojautumiseen, ts. yhtiön tai sitä lähellä olevien ryhmien oikeuteen ja mahdollisuuksiin puolustautua ja torjua tarjous.

[29)] Ks. esim. *Werner* s. 6 ss. ja *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 1 ss. Pankkien valtaa tukee myös saksalainen käytäntö, jonka mukaan osakkeiden säilyttäjäpankki edustaa säilytyksessä olevien osakkeiden omistajaa yhtiökokouksessa, näin mm. *Peltzer* s. 69 ja International M&A Law. Euromoney Books and The International Financial Law Review. Bath, England 1991, s. 47. Rahalaitosten toimesta tapahtuvaa äänivallan käyttöä sääntelee Saksassa AktG § 135.

[30)] Saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa on viime vuosina kirjoitettu paljon julkisesta ostotarjouksesta ja siltä suojautumisesta sekä kannettu huolta ulkomaalaisten yritysvaltauksiin erikoistuneiden yrittäjien tulosta arvopaperimarkkinoille, joilla noteeratut merkittävät yritykset ovat usein aliarvostettuja ja siten houkuttelevia kohteita näille.

[31)] Osakeyhtiöitä on Saksassa ainoastaan alle 3.000 (v. 1990 lopussa 2.682 kpl; AG 1991 s. R 290), ts. hyvin vähän esim. Suomeen verrattuna, jossa on yli 100.000 osakeyhtiötä (ja yli 50.000 asunto-osakeyhtiötä). Vertailussa on kuitenkin muistettava, että Saksassa valtaosa yrityksistä toimii GmbH-muotoisena.

[32)] Saksassa on tähän mennessä suoritettu vähän vihamielisiä yritysvaltauksia. Eräs tällainen oli julkisuudessa paljon huomiota herättänyt italialaisen Pirellin ostotarjous määräysvallan hankkimiseksi saksalaisesta Continentalista, jota kohdeyhtiön johto vastusti. Ks. International M & A Law s. 47. Saksalaiset pankit amerikkalaisista ja englantilaisista pankeista poiketen ovat suhtautuneet hyvin torjuvasti vihamielisiin yritysvaltauksiin. Näin *Hahn, Dieter*: Takeover rules in the European community: An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules. International Review of Law and Economics 1990, s. 131.

[33)] Huomattavan paljon kansainvälistä huomiota sai osakseen mm. italialaisen liikemiehen de Benedettin sittemmin epäonnistunut yritys vallata belgialainen yli 1.200 yrityksestä koostuva ja kolmasosaa Belgian talouselämästä kontrolloiva jättimäinen holdingyhtiö Société Générale de Belgigue vuonna 1988. Ks. esim. *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 157.

Myös Ruotsissa on tehty melko paljon julkisia ostotarjouksia. Vuosien 1980-1987 kuluessa tehtiin ostotarjous 94 julkisesti noteeratusta yhtiöstä.[34] Tämän jälkeen on tehty lukuisia ostotarjouksia, joista suurimmat olivat Alfa-Lavalin ja Saab-Scanian osakkeita koskeneet ja huomattavasti tarjoushetken pörssikursseja korkeampaan hintaan tehdyt tarjoukset.[35),36)]

Suomessa julkinen ostotarjous on verrattain uusi ilmiö. Se on yleistynyt vasta 1980-luvun lopulla. Arvopaperimarkkinamme olivat vielä 1980-luvun alussa varsin pienet ja kehittymättömät, joka selittää osaltaan tilanteen. Toinen selitys on ennen arvopaperimarkkinalain säätämistä vallinnut lainsäädännön puute, jonka vuoksi oli edullisempaa hankkia osakkeita muulla tavoin tarvitsematta välittää osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta. Myös osakeyhtiölain säännökset, jotka kieltävät kohdeyrityksen varallisuuden käyttämisen yritysvaltauksen rahoitukseen, vaikeuttavat toimintaa. Arvopaperimarkkinalain voimassaoloaikana on toteutettu 19 pörssi- tai OTC-listalla noteerattua yhtiötä koskevat 11 julkista ostotarjousta ja 15 lunastustarjousta.[37)] Suurimmat tarjoukset ovat liittyneet kohdeyhtiön enemmistöosakkaan tavoitteeseen lopettaa osakkeen julkinen noteeraus.[38)] Alhaisten pörssikurssien vallitessa tehtyjä julkisia osto- ja lunastustarjouksia on kritisoitu julkisuudessa.[39)]

Suomalaisen pörssikulttuurin ja säännösten kehittymättömyyttä osoittaa se, että merkittävimmät yritys- tai nurkanvaltaukset tai sellaisten yritykset

---

[34)] Stockholms fondbörs - riskkapitalmarknad i omvandling. Toim. *Ingemund Hägg*. Uddevalla 1988, s. 152.

[35)] Wallenberg-ryhmä teki hallitsemiensa holdingyhtiöiden Investorin ja Providentian omistaman Patricia-konsernin välityksellä 13 mrd. kruunun julkisen ostotarjouksen koko Saab-Scanian osakekannasta 25.2.1991 ja Tetra-Pak puolestaan tarjoutui ostamaan koko Alfa-Lavalin osakekannan 28.1.1991 julkistetulla 16 mrd. kruunun tarjouksella. Viimeksi mainittu tarjous herätti EY:n kilpailuviranomaisten huomion. Komissio hyväksyi tutkimusten jälkeen kaupan.

[36)] Ruotsissa julkisissa ostotarjouksissa käytetyt hinnat ovat yleensä olleet huomattavasti (10-40 %) pörssikursseja korkeammat. *Olbert, Lars*: Lönsamt hitta uppköpskandidat. Aktiespararen 10/1990, s. 21 s.

[37)] Kohdeyhtiöiden lukumäärän mukaan laskettuna ja 1.9.1991 mennessä julkistetut tarjoukset mukaanlukien. Osaa julkisista ostotarjouksista on jatkettu vastaavansisältöisinä lunastustarjouksina.

[38)] Esim. Sponsorin ja Sp-Sijoituksen osakkeita koskeneet julkiset ostotarjoukset, joita myöhemmin täydennettiin samansisältöisillä lunastustarjouksilla.

[39)] Ks. Suomessa toteutetuista julkisista ostotarjouksista *Hurri, Jan*: Halvalla pois listoilta, Talouselämä 37/1990, s. 55 ja esim. *Hallman, Kristiina*: Lunastustarjouksella laillinen ryöstö ? Kauppalehti 30.11.1990, Pörssiliite s. 1.

on suoritettu ostamalla osakkeita pörssin välityksellä markkinoilta, sen sijaan, että olisi tehty julkinen ostotarjous ja siten kohdeltu osakkeenomistajia yhdenvertaisesti.[40]

III Eräistä aiheeseen liittyvistä peruskäsitteistä

Julkisen ostotarjouksen perusmääritelmä sisältyy arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n alkuun: "Joka julkisesti tarjoutuu ostamaan pörssiyhtiön tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, ...". Julkisesta ostotarjouksesta on siis kyse aina kun tarjoudutaan julkisesti ostamaan osakkeita. Julkisen ostotarjouksen kohteena olevaa yhtiötä, ts. yhtiötä, jonka osakkeita halutaan ostaa, kutsutaan vakiintuneesti kohdeyhtiöksi (target company tai offeree company / Zielgesellschaft). Tarjouksen tekijää, ts. sitä henkilöä tai yhtiötä, joka haluaa ostaa kohdeyhtiön osakkeita, kutsutaan joko yksinkertaisesti tarjouksen tekijäksi (offeror), ts. ostajaksi, tai usein valtaajaksi.[41] Tarjouksen varsinaista kohdetta, jonka omistamat osakkeet halutaan ostaa, kutsutaan yksinkertaisesti myyjäksi.

Kansainvälisissä julkaisuissa julkinen ostotarjous -käsite liitetään usein kiinteästi käsitteeseen "mergers and acquisitions", jolla useimmiten tarkoitetaan yrityskauppaa laajassa merkityksessä.[42] Yritysvaltauksessa (takeover) on ainakin ensivaiheessa kysymys pelkästään yhtiön osakkeiden omistajanvaihdoksesta ("share merger"), jolla ei ole mitään suoranaisia vaikutuksia itse kohdeyhtiöön. Kuitenkin varsinaisella fuusiolla (merger), ts. yhtiön kaikkien vastuiden ja varojen siirtymisellä toiselle yhtiölle, on taloudellisesti ja kaupallisesti useita liittymäkohtia yritysvaltaukseen.

---

[40] Esim. kamppailu määräysvallasta Yhtyneissä Paperitehtaissa tammikuussa 1990 oli tyypillinen tapaus, jossa esim. Englannissa olisi käytetty julkista ostotarjousta. Nythän pienosakkaan kannalta oli lähes sattumanvaraista, millaisen hinnan hän osakkeistaan sai. Samanlaisia piirteitä liittyi myös valtataisteluun ja sen seurauksena suoritettuihin omistusjärjestelyihin mm. Pohjolassa, Sammossa ja Suomen Yhdyspankissa sekä lukuisissa pienemmissä yhtiöissä.

[41] Valtaaja on ainakin meillä arvovärittteinen termi, joka helposti yhdistetään ns. nurkanvaltauksiin tai ns. vihamielisiin yritysvaltauksiin. Valtaaja-nimitys ei myöskään kata kaikkia mahdollisia tilanteita, koska julkisen ostotarjouksen tavoitteena ei suinkaan aina ole määräysvallan hankkiminen kohdeyhtiössä. Neutraali ja kattavampi nimitys on näin ollen ostaja.

[42] Laajasta Mergers and Acquisitions -kirjallisuudesta voidaan mainita esim. *Terence E.* Cooke in association with Arthur Young International: International Mergers and Acquisitions. Great Britain 1989.

Usein onnistunut yritysvaltaus johtaa myöhemmin fuusioon.[43] Julkisesti noteerattua yhtiötä koskeva yrityskauppa suoritetaan kehittyneillä arvopaperimarkkinoilla julkisen ostotarjouksen avulla, koska useissa maissa on pakko kohdella kaikkia myyjiä yhdenvertaisesti ja maksaa tietyn aikaa ennen tai jälkeen julkisen ostotarjouksen tehtyjen kauppojen myyjille lisäkauppahintaa, jos ratkaiseva osake-erä hankitaan kalliimmalla hinnalla. Tämän vuoksi merkittävät yrityskaupat jo luonnostaan toteutetaan julkisen ostotarjousmenettelyn mukaisesti.

Julkisen ostotarjouksen perustyyppi, ns. "tender offer", on kyseessä, kun tarjoudutaan ostamaan kohdeyhtiön osakkeita kiinteään hintaan. Osittaisessa tarjouksessa tavoitteena on vallankäytön kannalta ratkaisevan osakemäärän hankkiminen, jolloin tarjoukseen sisältyy enimmäismäärää koskeva ehto.[44] Ehdollisessa tarjouksessa on asetettu jokin, yleensä vähimmäismäärää koskeva ehto, jonka jälkeen kauppa toteutuu. Vaihtotarjouksessa vastikkeeksi tarjotaan osakkeita tai velkakirjoja, jotka ovat joko ostajayhtiön itse liikkeelle laskemia tai sen omistuksessa olevia muiden yhtiöiden papereita. Muita ulkomaisessa kirjallisuudessa usein esiintyviä käsitteitä ovat mm. "two-tier tender offer",[45] jolla tarkoitetaan kaksivaiheista tarjousta – ratkaisevan osakemäärän saavuttamiseen tarvittavista osakkeista maksetaan hyvä hinta, mutta samalla ilmoitetaan, että loput osakkeet tullaan lunastamaan alhaisemmalla hinnalla. Toinen, meillä ilmeisesti vielä käyttämätön menettely, "sweeping the street", tarkoittaa tilannetta, jossa ensin tehdään ehdollinen ostotarjous, joka ei onnistu, mutta sen jälkeen otetaan erikseen yhteyttä siihen vastanneisiin ja ostetaan kaikessa hiljaisuudessa näiden osakkeet. "Creeping acquisition" tarkoittaa menettelyä, jossa ennen ostotarjouksen tekemistä ostetaan markkinoilta mahdollisimman suuri määrä osakkeita, jotta varmistettaisiin riittävän vaikutus-

---

[43] Terminologiasta ks. esim. *Christiansen, Per*: On the public regulation of the securities market in Norway, with special reference to takeover bids. Österreichische Bank Archiv 1989, s. 951 s.

[44] Määräysvallan tuottavan yli 50 %:n äänestenemmistön ohella tavoitteena saattaa olla 10 %:n tai 1/3:n vähemmistöosakkuus.

[45] Erityyppisiä ostotarjouksia, mm. any-or-all offer, two-tier offer, front-end loaded offer ja back end premium offer, ovat tutkineet *Comment, Robert - Jarrell, Gregg A.*: Two-tier and negotiated tender offers. The Imprisonment of the Free-riding Shareholder. Journal of Financial Economics 1987, s. 283 ss. Samalla he ovat verranneet yhtiön johdon kanssa etukäteen neuvotellun tarjouksen ja ilman etukäteisneuvotteluja suoritetun tarjouksen menestymistä ja todenneet, ettei niillä ole sanottavaa eroa.

vallan saaminen kohdeyhtiössä ja vaikeutettaisiin mahdollisia kilpailevia tarjouksia.[46]

IV Pohjoismaisten säännösten keskeinen sisältö[47]

A. Ruotsin itsesääntelynormisto

Ruotsissa on jo pitkään ollut voimassa elinkeinoelämän pörssikomitean[48] laatima julkisia ostotarjouksia koskeva suositus.[49] Se ei ole laki vaan itsesääntelynormi.[50] Suosituksen perusajatukset ovat peräisin Lontoon

[46] Ks. esim. *Guldborg-Høg-Lassen* s. 35 ss.

[47] Lyhyt katsaus ulkomaisiin säännöksiin sisältyy arvopaperimarkkinoita tarkastelleiden komiteoiden mietintöihin. Ks. KM 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö, s. 246 ss. ja KM 1989:36 s. 230 ss. sekä SOU 1989:72. Värdepappersmarknaden i Framtiden. Betänkande av värdepappersmaknadskommittén. Del 2 s. 243 ss.

[48] Elinkeinoelämän pörssikomitea (Näringslivets Börskommitté = NBK) on Tukholman kauppakamarin ja Ruotsin teollisuusliiton alaisuudessa toimiva, vuonna 1966 muodostettu elin, jonka tehtävänä on 1.1.1989 vahvistettujen sääntöjen (tätä ennen se toimi ilman virallisesti vahvistettuja sääntöjä) mukaan myötävaikuttaa hyvän tavan vakiintumiseen Ruotsin arvopaperimarkkinoilla. Tähän päämäärään se pyrkii ensisijaisesti laatimalla suosituksia. Komitean jäseninä on johtavia teollisuus- ja rahoitusalan yritysten johtajia, tilintarkastajia sekä tiedemiehiä talous- ja oikeustieteen parista. Ks. esim. SOU 1989:72 Del 2 s. 217. Elinkeinoelämän pörssikomitea on julkaissut suosituksia julkisten ostotarjousten lisäksi mm. suurten osakekauppojen julkistamisvelvollisuudesta, taloudellista kehitystä kuvaavien tunnuslukujen laskemistavoista ja osakeantiesitteiden sisällöstä. Ks. näistä esim. Börsregler. Handlingsregler för börs och OTC. Hägglöf & Ponsbach Fondkommission AB. Stockholm 1988, s. 155 ss.

[49] Näringslivets börskommitté: Rekommendation rörande offentlig erbjudande om aktieförvärv (1988). Stockholms Handelskammare. Industriförbundet. Stockholm 1988. (= NBK:OE 1988) Suositus on kokonaisuudessaan julkaistu esim. teoksissa Börsregler s. 201 ss. ja *Moberg–Samuelsson* s. 271 ss. Sen keskeisistä tavoitteista ks. *Alhanko* s. 19 ss.

[50] Monimutkaisten ja nopeasti muuttuvien alueiden, kuten juuri arvopaperimarkkinat ovat, osalta on itsesääntely yleisesti todettu sopivammaksi kuin lainsäädäntö, koska siten voidaan ajankohtaisiin ja taloudellisesti merkittäviin asioihin reagoida nopeammin ja käytettävissä ovat juuri ko. kysymysten osapuolten tunnustamat asiantuntijat. Ruotsalaiset esimerkit kuitenkin osoittavat, että merkittäviinkiin ongelmiin on itsesääntelyn keinoin puututtu vasta voimakkaiden poliittisten paineiden vaikutuksesta. Ks. itsesääntelynormeista komiteamietinnöstä SOU 1989:72 Del 2, s. 237 ss. ja erit. s. 239. Tässä, kuten myös aiemmassa komiteanmietinnössä, katsottiin itsesääntelynormit riittäviksi ja sopivammiksi kuin lakinormit. Ks. SOU 1973:60 s. 86 ja s. 91. Lainsäädännön ja eettisten sääntöjen eroja ja sopivuutta sijoittajan ja vähemmistöosakkaan suojaajana pohtii myös *Alhanko, Peter*: Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag. Rättsvetenskapliga institutions skriftserie. Stockholm School of Economics 1987, s. 22 ss.

City Code´ista. Suosituksen ensimmäinen versio laadittiin jo vuonna 1971.[51] Tärkein tavoite oli osakkeenomistajien suojaaminen epäoikeudenmukaiselta kohtelulta, jotta yleisön luottamus sijoittamiseen säilyisi. Tavoitteeseen pyrittiin osakkeenomistajien (samanlajisten osakkeiden omistajien !) yhdenvertaisen kohtelun turvaamisella ja tiedonantovelvollisuutta (lähinnä tarjousesitettä) sekä tarjouksen vähimmäisvoimassaoloaikaa yms. koskevilla säännöksillä.

Suositus koskee koti- tai ulkomaisen juridisen tai fyysisen henkilön tekemää tarjousta sellaisen ruotsalaisen osakeyhtiön osakkeista, jonka omistus on laajalle levinnyt.[52] Suositus koskee näin ollen pörssi- ja OTC-listalla noteerattujen osakkeiden lisäksi muidenkin yhtiöiden osakkeita, jos niillä on laaja omistuspohja. Soveltamisala on siis laaja. Tosin suosituksen pääasiallinen merkitys on enemmän käytännön menettelytapojen muokkaajana kuin velvoittavana säännöksenä. Suosituksen noudattamista on nykyisin tehostettu sanktioimalla osittain sen rikkominen. Kun yhtiön osake otetaan noteerattavaksi pörssi- tai OTC-listalla, pörssin ja ko. yhtiön välillä laaditaan ns. rekisteröintisopimus, jossa yhtiö muun ohella sitoutuu noudattamaan elinkeinoelämän pörssikomitean antamia suosituksia.[53] Rekisteröintisopimuksen 10. kohdan mukaan pörssin hallitus voi tuomita pörssiyhtiön maksamaan enintään 10 kertaa pörssin vuosimaksun suuruisen sakon tai keskeyttää yhtiön osakkeen noteerauksen tai poistaa yhtiön kokonaan pörssilistalta,[54] jos yhtiö rikkoo sopimusta.[55] Pörssin hallituksen päätökset ovat lopullisia, ts. niistä ei voi valittaa.[56] Rekisteröintisopi-

---

[51] Suosituksen ensimmäinen versio on julkaistu esim. pörssitoimikunnan mietinnössä SOU 1973:60 s. 166 ss.

[52] Suosituksen I luvun soveltamisalasäännöksessä käytetään sanontaa "...med spritt ägande." Ks. NBK:OE 1988 s. 8.

[53] Suosituksen noudattamisehdon liittämistä rekisteröintisopimukseen ehdotti jo pörssitoimikunta, ks. SOU 1973:60 s. 91.

[54] Yhtiö tuomittiin sakkoihin tapauksessa NJA I 1985:52, s. 343 ss. Eräässä toisessa tapauksessa vuodelta 1983 yhtiöt poistettiin pörssilistalta (pörssin hallituksen päätös 23.9.1983). Kummatkin tapaukset liittyivät julkisen ostotarjouksen yhteydessä tapahtuneeseen osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vakavaan rikkomiseen. Ko. pörssin hallituksen päätöksiä on selostanut *Alhanko* s. 27 ss., ks. myös *Tjernberg, Mats*: Stockholms fondbörs rättsliga ställning och möjligheterna att överpröva vissa beslut. SvJT 1991, s. 51

[55] Tukholman arvopaperipörssin ja pörssiyhtiön välinen rekisteröintisopimus (Inregistreringskontrakt) liitteineen on julkaistu esim. teoksessa *Moberg-Samuelsson* s. 234 ss. ja ns. O-listan osakkeiden osalta s. 245 ss.

[56] *Tjernberg* SvJT 1991, s. 52.

mukseen perustuvat riidat arvopaperipörssin ja pörssiyhtiön välillä, esim. maksettavaksi tuomitut sakot, on mahdollista saattaa yleisen alioikeuden tutkittavaksi normaaleina siviiliriitoina.[57),58)] Näin on tapahtunut ainakin yhdessä korkeimpaan oikeuteen asti saatetussa tapauksessa.[59)] Toisin sanoen suositusta on em. sanktioiden uhalla velvollinen noudattamaan sellainen julkisen ostotarjouksen tekevä yhtiö, jonka omat osakkeet ovat pörssinoteerattuja. Sen sijaan tarjouksen kohteen ei tarvitse olla julkisesti noteerattu.

Suositus on yksityiskohtainen jakaantuen kolmeen lukuun: I Soveltamisala, II Tarjouksen menettely ja muotoilu ym. ja III Esitteen muotoilu ym. sekä sen liite Esitteen sisältö. Niissä on kussakin alakohtia, ja ao. säännöstekstit on varustettu yksityiskohtaisilla perusteluilla.[60)] Soveltamisalaa tarkasteltiin edellä. Tarjousmenettelyä ja sen muotoilua käsittelevässä II luvussa ovat säännökset tarjouspäätöksen julkistamisesta,[61)] lehdistötiedotteesta, tarjouksen alkamis- ja vähimmäisvoimassaoloajasta, tarjouksen peruuttamisesta, tarjousehtojen muotoilusta (samanlajisten osakkeiden omistajien yhdenvertaisesta kohtelusta ja erilaisten vastikkeiden tarjoamismahdollisuudesta), osakkeiden hankinnasta muutoin kuin tarjouksen avulla (ennen tarjouksen julkistamista, tarjousaikana tai tarjouksen päättymisen jälkeen), osittaisesta tarjouksesta, tarjouksen tekijän lähipiiriin kuuluvien toimenpiteistä, kohdeyhtiön toimenpiteistä, tiedonantovelvollisuudesta sekä julkistamistavasta. Tarjousesitteen muotoilua käsittelevä III luku jakaantuu neljään kohtaan, joissa ovat tärkeimmät säännökset

---

[57)] Yleensä sakkoihin tuomittu yhtiö ensin maksaa sakot ja sen jälkeen haastaa pörssin oikeuteen vaatien maksamiaan sakkoja takaisin, koska pörssin käytettävissä oleva toinen sanktio – osakkeen noteerauksen keskeyttäminen – on niin voimakas, että yhtiön yleensä kannattaa ennemmin maksaa sakot.

[58)] *Tjernberg* SvJT 1991, s. 53 s. Hän pohtii yleisellä tasolla mahdollisuutta saattaa pörssin päätös alioikeuden tutkittavaksi ja tulee myönteiseen tulokseen.

[59)] NJA I 1985:52 s. 343 ss. ns. Företagsfinans-tapaus, jossa rekisteröintisopimuksen sitovuuden ohella keskeisellä sijalla oli yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinta osittaisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä.

[60)] Ks. suosituksesta yleisesti *Moberg–Samuelsson* s. 160 ss.

[61)] Päätös julkisen ostotarjouksen tekemisestä on julkistettava välittömästi lehdistötiedotteena. Sen jälkeen on laadittava tarjousesite, joka tulee lähettää kaikille tiedossa oleville osakkeenomistajille, arvopaperipörssille ja tiedotusvälineille. NBK:OE 1988 kohta 1. s. 10.

esitteen sisällöstä.[62] Esitteen sisältö on yksityiskohtaisesti säännelty suosituksen liitteessä, jossa on 15-kohtainen luettelo esitteeseen sisällytettävistä seikoista, tunnusluvuista ym. Tilintarkastajien on tarkastettava tarjousesite, ja heidän lausuntonsa on liitettävä siihen.[63]

Ilmoitus tarjouksen tekemisestä vaikuttaa useimmiten osakkeen kurssiin. Sen vuoksi lehdistötiedotteen tulee sisältää tarjouksen pääasialliset ehdot mahdollisine rajoituksineen, jotta sijoittajat voivat tehdä omia johtopäätöksiään sen vaikutuksista. Ilmoituksen tulee mm. sisältää tiedot ostajan omistuksessa tai muutoin määräysvallassa jo olevien osakkeiden tuottamasta äänivallasta ja siitä, missä määrin tarjouksen onnistuminen on jo varmistettu neuvotteluin suurimpien osakkeenomistajien kanssa sekä tiedot tarjouksen tavoitteista ja vaikutuksista.[64] Osakkeenomistajien pitää päätöksentekoaan varten saada riittävästi tietoa, minkä vuoksi tarjousaika ei saa alkaa ennen tarjousesitteen julkistamista. Aikaa tarjoukseen vastaamiselle tulee olla vähintään kolme viikkoa.[65] Jos ostaja on varannut tarjouksen ehdoissa itselleen mahdollisuuden peruuttaa tarjous, niin siihen

---

[62] Tarjousesitteen tulee sisältää tarjouksen kaikinpuolisessa arvioinnissa tarvittavat tiedot. Kohdeyhtiötä koskeva jakso tulisi laatia yhteistyössä kohdeyhtiön hallituksen kanssa. Jos se ei suostu yhteistyöhön, niin esitteessä on ilmoitettava tämä sekä se, mistä kohdeyhtiötä koskevat tiedot on saatu. Jos vastikkeeksi tarjotaan ostajan liikkeellelaskemia velkakirjoja tai osakkeita, niin tällöin on noudatettava lisäksi osakkeiden markkinoinnin yhteydessä laadittavasta tarjousesitteestä annettuja säännöksiä. NBK:OE 1988 kohdat 1.-4., s. 23 ss. Tämän osakeantiin tms. liittyvän tarjousesitteen sisältö on säännelty elinkeinoelämän pörssikomitean maaliskuussa 1986 vahvistetussa suosituksessa "Rekommendation om utformning av prospekt." Se on julkaistu esim. teoksessa Börsregler s. 176 ss.

[63] NBK:OE 1988 Liite kohdat 1.-15., s. 27 ss. Esitteen tulee sisältää seuraavat tiedot julkisesta ostotarjouksesta: 1) tarjouksen ehdot ja menettelyohjeet siihen vastaamiseksi, 2) kuvaus tarjottavasta vastikkeesta, 3) tarjoukseen johtaneet syyt, 4) kohdeyhtiön hallituksen lausunto, 5) tiedot kohdeyhtiön osakkeista ja niiden omistussuhteista, 6) tiedot tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön hallituksen jäsenistä sekä johtavista toimihenkilöistä, 7) yhtiöiden lyhyt esittely, 8) kohdeyhtiön osakkeiden tunnusluvut, 9) kohdeyhtiön toiminnan yksityiskohtainen selvitys toimialoittain, 10) taloudelliset tavoitteet ja tulevaisuuden näkymät, 11) mahdolliset lisäkommentit, 12-13) tilinpäätöstiedot ja laskentaperusteet, 14) tilintarkastajien lausunto tarjousesitteestä ja 15) yleistä. Ks. myös *Moberg–Samuelsson* s. 161 ss.

[64] Myös tarjouksen toteuttamisaikataulu tulee julkistaa. Kaikkia tarjouksen yksityiskohtia ei luonnollisestikaan ole vielä tässä vaiheessa mahdollista eikä tarpeellista julkistaa. NBK:OE 1988 kohta 2. s. 10 s.

[65] Tarjousaikaa voi pidentää, jos ehdoissa on varattu siihen mahdollisuus tai jos tarjoukseen jo vastanneen oikeus maksun/vastikkeen saantiin ei sen vuoksi viivästy. Maksuajankohdan siirtäminen myöhemmäksi edellyttää nimenomaista varausta tarjousesitteessä. NBK:OE 1988 kohta 3. s. 11 s.

vastanneella tulee olla sama mahdollisuus. Tämä tulee nimenomaisesti mainita tarjousesitteessä. Tällainen tilanne saattaa tulla kyseeseen esim. tilanteessa, jossa ostaja pyrkii saavuttamaan 90 %:n omistusosuuden siihen liittyvien konserniavustuksen antamismahdollisuuden ja loppujen osakkeiden "pakkolunastusmahdollisuuden" (OYL 14:8, SABL 14:9) takia.[66),67)]

Samanlajisten osakkeiden omistajille on tarjottava samanlainen vastike. Samanlajisilla osakkeilla tarkoitetaan yhtiöjärjestyksen mukaisten varallisuus- tai hallinnoimisoikeuksien kannalta samanlaisia osakkeita. Erityisistä, esim. lainsäädännöllisistä, syistä johtuen voidaan kuitenkin tietyille osakkeenomistajille tarjota erilainen, mutta samanarvoinen, vastike.[68)] Erilaisten osakkeiden omistajille voidaan tarjota arvoltaan ja laadultaan erilainen, yleensä osakkeen markkina-arvoon perustuva, vastike. Kaikkia omistajaryhmiä tulee kuitenkin kohdella oikeudenmukaisesti ja kohtuullisesti. Jos markkina-arvoa ei ole tai markkinat eivät ole riittävän kehittyneet, voidaan perustaksi asettaa oikaistu markkina-arvo.[69)] Jos ostaja on ennen tarjousta hankkinut kohdeyhtiön osakkeita muutoin kuin julkisella ostotarjouksella, eivät ostotarjouksen ehdot saa olla huonommat kuin aiemmissa osakehankinnoissa. Tämä koskee sinä aikana suoritettuja osakehankintoja, jolloin ostaja vakavasti harkitsee julkisen ostotarjouksen

---

[66)] Tarjoukseen vastanneelle tulee varata omalta puoleltaan mahdollisuus tarjouksensa peruuttamiseen tarjouksen päättymishetkeen taikka siihen asti, kunnes tarjouksen tekijän asettama ehto, esim. 90 %:n omistusosuus, täyttyy. NBK:OE 1988 kohta 4. s. 12 s. Tämän jälkeen myyjän antaman vastauksen tulee muiden tarjoukseen vastanneiden aseman turvaamiseksi olla sitova.

[67)] Esim. Tetra Pakin 28.1.1991 Alfa-Lavalin osakkeista tekemään tarjoukseen sisältyi em. 90 %:n (osakkeista ja äänistä) omistusosuuden saavuttamista koskeva ehto. Ostaja tosin pidätti itselleen oikeuden toteuttaa kauppa vaikkei tavoitetta saavutettaisikaan.

[68)] Tällainen tilanne on kyseessä esim. tarjottaessa kaikille osakkaille vastikkeeksi sidottuja osakkeita. Tällöin ulkomaalaisille, jotka eivät voi hankkia sidottuja, voidaan tarjota arvoltaan vastaavia vapaita osakkeita (pörssikurssien mukaan arvostettuna). NBK:OE 1988 kohta 5., s. 13 s.

[69)] Erilaisten osakkeiden arvostuserot on perusteltava tarjousesitteessä. Tietyn tyyppinen arvopaperi voidaan jättää tarjouksen ulkopuolelle edellyttäen, ettei tarjous vaikuta olennaisesti sen noteeraukseen. Tarjouksen tulee aina käsittää kaikki tarjouksen kohteena olevan osakkeen johdannaisinstrumentit, erityisesti jos tarjous vaikuttaa ratkaisevasti niiden hinnanmuodostukseen. Ts. jos tarjous voi johtaa esim. jonkin osakesarjan noteerauksen päättymiseen, sellaisten osakkeiden merkintään oikeuttavat vaihtovelkakirjat ja optiotodistukset on myös tarjouduttava ostamaan. NBK:OE 1988 kohta 6., s. 14 s.

tekemistä.[70] Ostaja ei saa myöskään yhdeksän kuukauden kuluessa tarjouksen jälkeen (tarjouksen mukaisen vastikkeen suorittamisen alkamisajankohdasta lukien) hankkia osakkeita luovuttajan kannalta edullisemmilla ehdoilla, ellei tarjouksen mukaisen vastikkeen ja myöhemmin maksetun korkeamman vastikkeen erotusta hyvitetä tarjoukseen vastanneille. Tämä rajoitus ei kuitenkaan koske tilannetta, jossa joku muu tekee korkeamman tarjouksen.[71]

Osittaisessa tarjouksessa, joka ei käsitä kohdeyhtiön kaikkia tietynlaisia osakkeita, tulee ilmoittaa ostettava enimmäismäärä. Jos tarjouksen edellytyksenä on tietty vähimmäismäärä osakkeita, niin myöskin tämä edellytys on ilmoitettava. Ostaja voi pidättää itsellään oikeuden ostaa tarjottuja osakkeita em. enimmäismäärän ylittävältä tai vähimmäismäärän alittavalta osin. Jos myytäväksi tarjottuja osakkeita on enemmän kuin ostaja em. enimmäismäärän puitteissa voi ostaa, niin ostajan on ostettava kaikilta myyjiltä suhteellisesti yhtä paljon osakkeita.[72),73]

---

[70] Tällaisten olosuhteiden katsotaan vallitsevan, jos osakehankinnan ja tarjouksen välinen aika on vähemmän kuin kuusi kuukautta. Tarjoushinta voi kuitenkin olla alhaisempi, jos kohdeyhtiön osakkeen kurssi on mainittuna aikana laskenut huomattavasti (huomattavana pidetään perustelujen mukaan 20 %:n laskua), eikä kurssilaskua voida pitää ainoastaan tilapäisenä. NBK:OE 1988 kohta 7., s. 15 ss.

Jos tarjouksen tekijä tarjouksen julkistamisen jälkeen hankkii osakkeita luovuttajan kannalta edullisemmilla ehdoilla kuin tarjouksessa, niin myös tarjoushintaa on korotettava vastaavasti. Tarjousehtojen muutos on välittömästi julkistettava ja lähetettävä kaikille niille tarjouksen kohteena oleville, joiden osoite tunnetaan. NBK:OE 1988 kohta 8., s. 16 ss.

[71] Tällöin ensimmäinen tarjouksen tekijä vapautuu em. rajoituksesta. Suosituksen perusteluissa on lisäksi todettu, että laskettaessa myöhemmän korkeamman hinnan vuoksi maksettavan lisähinnan määrää tilanteessa, jossa vastikkeena on käytetty osakkeita, joiden arvo on tarjousajan jälkeen noussut, niin ratkaisevana hintana on tällöin pidettävä ko. osakkeiden arvoa myöhemmin suoritettavan osakehankinnan ajankohtana. Perustana käytetään osakkeen markkina-arvoa joko sellaisenaan tai oikaistuna. Lisäksi otetaan huomioon mahdolliset osingot, luovutuskustannukset, korot ym. Jos tarjous käsittää useita vaihtoehtoisia vastikkeita, ostaja saa päättää, minkä vastikevaihtoehdon mukaan em. laskelma suoritetaan. Lähtökohtana tulisi kuitenkin olla luovuttajan kannalta edullisin vaihtoehto. NBK:OE 1988 kohta 9., s. 16 ss.

[72] Korkein oikeus vahvisti juuri tällaisen tulkinnan yhdenvertaisuusperiaatteelle em. Företagsfinans-tapauksessa, jossa ostajat aikoivat tarjousehtojen mukaan ostaa ainoastaan pienosakkaiden osakkeet ja jättää erään suurosakkaan käytännössä tarjouksen ulkopuolelle. NJA I 1985:52 s. 343 ss.

[73] Käytännön syistä saattaa olla tarpeen pienten osake-erien osalta poiketa suhteellisuusperiaatteesta. NBK:OE 1988 kohta 10., s. 19 s.

Suosituksen kiertämisen melko tehokkaasti estävä säännös on sen 11. kohdassa, jonka mukaan edellä selostettuja osakkeiden hankintaa muutoin kuin tarjouksen avulla (ennen tarjouksen julkistamista, tarjousaikana tai tarjouksen päättymisen jälkeen) ja osittaista tarjousta koskevia säännöksiä sovellettaessa ostajan toimenpiteisiin rinnastetaan ostajan kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten toimet, ostajan puolison tai alaikäisten lasten toimet ja ostajan kanssa sopimukseen perustuen tai muutoin yhteistoiminnassa ostajan kanssa suoritetut em. säännöksissä tarkoitetut toimenpiteet.[74)]

Tarjouksen kohteena oleva yhtiö, ts. sen johto, ei aina suhtaudu myönteisesti sen osakkeista tehtyyn julkiseen ostotarjoukseen. Tämän vuoksi suosituksessa on nimenomaisesti määrätty, ettei kohdeyhtiö ilman yhtiökokouksen päätöstä saa ryhtyä mihinkään toimenpiteisiin tarjouksen torjumiseksi.[75)]

Ostajan on julkistettava omistusosuutensa kohdeyhtiössä välittömästi tarjousajan umpeuduttua. Samalla tämän on ilmoitettava ehdolliseen tarjoukseen liittyvistä toimenpiteistään ja päätöksistään. Osakkeen noteerauksen mahdollisesta lakkaamisesta tarjouksen jälkeen on ilmoitettava niin pian kuin se on mahdollista.[76)]

Lunastusvelvollisuudesta käytiin arvopaperimarkkinakomiteassa laajaa keskustelua, jossa tietyn omistusosuuden (30 tai 33 %) jälkeen syntyvää lunastusvelvollisuutta puoltavat perustelivat kantaansa Suomen ja Norjan vastaavien lakien hallituksen esityksissä käytetyillä perusteluilla.[77)] Itsesääntely todettiin kuitenkin paremmaksi vaihtoehdoksi kuin lainsäädäntö, ja sen vuoksi komitea ei esittänyt lakiin otettavaksi tarjouspakkoa koskevia säännöksiä, vaan totesi itsesääntelyelinten voivan tarpeen vaatiessa puuttua asiaan. Kovin alhaisen lakisääteisen lunastusvelvollisuuden todettiin

---

[74)] NBK:OE 1988 kohta 11., s. 20 "... på grund av avtal eller eljest samverkar ...".

[75)] Jos yhtiökokous on aiemmin valtuuttanut hallituksen esim. päättämään suunnatusta osakeannista, niin tällaista valtuutusta ei ostotarjouksen julkistamisen jälkeen saa käyttää, ellei sitä voida perustella hyvin selkeästi yhtiön liiketoimintaan liittyvillä eduilla. Kohdeyhtiön hallitus saa kuitenkin aina lausua käsityksensä tarjouksesta sekä poikkeustapauksissa yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun kiireellisesti niin vaatiessa myös ryhtyä vastatoimenpiteisiin. NBK:OE 1988 kohta 12., s. 21.

[76)] Ostajan tulee myöskin omassa vuosikertomuksessaan ilmoittaa julkisen ostotarjouksen toteuttamisesta. NBK:OE 1988 kohdat 13., 14. ja 15., s. 22.

[77)] SOU 1989:72 Del 2 s. 241 ss. ja erit. s. 248 s. Ks. myös motion 1985/86: L 240. Ks. em. keskustelusta myös *Alhanko* s. 33.

voivan liian voimakkaasti vaikeuttaa pörssi- ja elinkeinoelämän rakennemuutosta ja korkean, esim. 67 %:n, rajan puolestaan olevan käytännössä vailla suurta merkitystä.

Yksittäistapauksissa suosituksia antava elin on englantilaista Takeover Panelia esikuvana käyttäen vuonna 1986 muodostettu "Aktiemarknadsnämnden",[78] jonka toimiala käsittää kuitenkin arvopaperimarkkinat kokonaisuudessaan. Sen tehtävänä on tulkita arvopaperimarkkinoita koskevien, usein melko yleisluontoisten, säännösten sisältöä joko oma-aloitteisesti tai jonkin osapuolen esityksestä. Siltä voi myös pyytää ennakkotietoa suunnitteilla olevasta toimenpiteestä.[79] Noin kolmasosa sen ratkaisuista on liittynyt julkiseen ostotarjoukseen. Vaikkeivat sen päätökset ole osapuolia sitovia, niin niitä on kuitenkin noudatettu melko hyvin. Lisäksi päätökset ovat julkisia, mikä on omiaan kehittämään arvopaperimarkkinoilla noudatettavia periaatteita niiden viitoittamaan suuntaan.[81]

B. Norjan lainsäädäntö

Norjassa on yksityiskohtaiset säännökset julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperikauppalakiin[82] pakollista ostotarjousta koskevat säännökset lisättiin vuonna 1989 lain 5A, 5B ja 5C §:iin.[83] Lisäksi pörssiasetukseen sisältyy määräyksiä ns. haltuunottotarjouksesta.[84] Ruotsalaisista säännök-

---

[78] Ruotsin teollisuusliitto ja Tukholman kauppakamari päättivät 11.3.1986 perustaa itsenäisen elimen Föreningen för Aktiemarknadsfrågor, jonka säännöt on vahvistettu 29.8.1986. Perustamispäätös, säännöt ja merkittävimmät ratkaisut on julkaistu esim. teoksessa Börsregler s. 269 ss.

[79] Aktiemarknadsnämndin perustamispäätös 11.3.1986, Börsregler s. 270 s.

[80] SOU 1989:72 Del 2 s. 220.

[81] Aktiemarknadsnämndin päätösten yleisestä merkityksestä ja sanktioiden määräämisoikeuden tarpeesta ks. *Alhanko* s. 31 s.

[82] Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61. Laista on julkaistu yksityiskohtainen kommentaariteos *Cristiansen-Bjørland* (1990).

[83] Endringslov av 16. juni 1989 nr. 51. Lainmuutoksen valmisteluaineistosta ks. esim. Ot. prp. nr. 53 for 1988-89 s. 15 ss. ja Innst. O. nr. 91 for 1988-89 s. 6 ss.

[84] Børsforskrift av 21. desember 1988 nr. 1060. Tämän pörssilain (Lov 17.6.1988 nr. 57 om verdipapirbørs) § 1-6:n nojalla annetun asetuksen 13 kohtaa käsittävässä 6 §:ssä on säännökset ns. haltuunottotarjouksesta, joka vastaa julkista ostotarjousta (Overtakelsetilbud, oppkjøp m.v.)

sistä poiketen norjalaiset julkista ostotarjousta koskevat[85] säännökset koskevat ainoastaan pörssinoteerattuja osakkeita.

Lain 5A §:n mukaan osakkaan, jonka hankkimat osakkeet yhdessä ennestään omistettujen osakkeiden kanssa tuottavat[86] yli 45 % kohdeyhtiön osakkeiden yhteenlasketusta äänimäärästä, on pakko tarjoutua lunastamaan kaikki muut osakkeet. Lunastusvelvollisuus koskee myös yhtiöitä, joiden yhtiöjärjestyksessä on äänestysrajoitus.[87] Lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa äänivaltaa laskettaessa otetaan osakkaan omien osakkeiden tuottamien äänten lisäksi huomioon hänen lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden tai yhtiöiden omistamat osakkeet[88] tai muutoin osakkaan kanssa yhteistoiminnassa olevan henkilön omistamat osakkeet.[89] Viime kädessä yhteistoiminnassa olemisen ja siten lunastusvelvollisuuden ratkaisee Oslon arvopaperipörssi.[90] Lunastusvelvollisuus on em. tilanteessa yhteistoi-

---

[85] Norjan julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä ks. esim. *Cristiansen-Bjørland* s. 97 ss. ja s. 445 ss. sekä Cristiansen s. 952 ss. Laajemmin yritysvaltaukseen liittyvistä oikeudellisista ongelmista Norjan arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta ks. *Smith* ja *Lie, Ragnvald Holm*: Overtaksbud og fusjon. Styret og aksjeeierne. Oslo 1981.

[86] Lain valmistelun yhteydessä keskusteltiin siitä, pitäisikö lunastusvelvollisuus ulottaa sekä ääni- että omistusosuuteen, mutta se päätettiin lähinnä teknisistä syistä sitoa pelkästään äänivaltaan. Ks. *Cristiansen* s. 953. Osakkeiden hankkimisella tarkoitetaan normaalisti kauppaa, mutta muutkin tavat, mm. fuusio, perintö, avio-oikeus ja lahja, aikaansaavat lunastusvelvollisuuden. Tosin näiden viimeksimainittujen osalta voidaan myöntää poikkeuslupa lunastusvelvollisuudesta. *Cristiansen-Bjørland* s. 99 ja s. 111 s.

[87] Lunastusvelvollisuutta koskevassa säännöksessä käytetään sanontaa osakkeet, jotka "edustavat" (representerer) yli 45 %:a äänistä. Tätä korostaa *Cristiansen-Bjørland* s. 100 s. ja *Cristiansen* s. 953.

[88] Säännöksen kiertäminen on pyritty estämään laajalla ja objektiivisiin seikkoihin perustuvalla lähipiirin määrittelyllä. Siihen luetaan alaikäiset lapset ja avio- tai avopuoliso sekä osakkaan määräysvallassa olevat yhtiöt. *Cristiansen* s. 955. Norjassa on avopuoliso rinnastettu puolisoon toisin kuin Ruotsissa.

[89] Tältä osin Norjan laki muistuttaa arvopaperimarkkinalakiamme. AML 6:2[3]:n mukaan lunastusvelvollisen omistusosuuteen luetaan osakkeet, jotka tämä "*omistaa yhdessä toisen kanssa.*" Norjan arvopaperikauppalaissa asia on ilmaistu "eller for øvrig opptrer i forståelse med." Siinä ts. luetaan lunastusvelvollisen omistusosuuteen hänen kanssaan yhteisymmärryksessä toimivan osakkeet. Norjan laissa asia on ilmaistu selkeämmin, ja sieltä voitaneen etsiä tukea AML:n tulkintaan.

[90] Osakkeenomistajien välisen sitovan yhteistoiminnan näyttäminen on käytännössä lähes mahdotonta. Tämän vuoksi laki edellyttää ainoastaan näyttöä samansuuntaisesta koordinoidusta toiminnasta, esim. samantyyppisenä käyttäytymisenä, lausuntoina tms. Lopullisesti asian ratkaisee pörssi. *Cristiansen-Bjørland* s. 103 ss. ja *Cristiansen* s. 956. Säännöksellä on tavoiteltu samaa joustavaa tulkintamahdollisuutta kuin City Code´in säännöksellä "acting in concert with". Ks. NOU 1985:33 Lov om verdipapirbørs (børsloven), s. 85 s. ja *Cristiansen-Bjørland* s. 105 s. sekä acting in concert -käsitteestä *Johnston* s. 191 s. ja s. 271 ss.

minnassa olevalla sijoittajaryhmällä yhteisesti.[91] Tarjous on tehtävä heti, kun äänivaltaosuus ylittää 45 %:n rajan. Tarjousasiakirja on ennen sen julkistamista esitettävä Oslon pörssille hyväksyttäväksi. Pörssi ratkaisee asian nopeasti ja tarjousaika alkaa hyväksymisestä. Jos pörssi ei hyväksy tarjousta muutettunakaan, niin se velvoittaa osakkeenomistajan neljän viikon kuluessa alentamaan omistusosuuttaan alle 45 %:n äänivaltarajan.[92] Tarjoukseen voi liittyä ainoastaan ehto, että kauppa toteutetaan, jos vähintään kaksi kolmasosaa kohdeyhtiön äänivallasta saavutetaan sen avulla.[93]

Tarjoushinnan tulee olla ostajan kuuden lunastusvelvollisuutta edeltävän kuukauden kuluessa ko. osakkeesta maksama korkein hinta. Tällä hinnanmääräytymistavalla on pyritty kummankin osapuolen kannalta kohtuulliseen ratkaisuun.[94]

Kohdeyhtiön tulee tarjouksen julkistamisen jälkeen laatia ja julkaista viimeistä neljännesvuotta koskeva tai tätä uudempi välitilinpäätöksen luontoinen yhteenveto, jotta osakkeenomistajilla on mahdollisuus arvioida yhtiön tilaa.[95]

Vastikkeen osalta lähtökohtana on käteismaksu. Tarjouksen kohteena olevia osakkeenomistajia on haluttu suojata jopa niin paljon, että laissa

---

[91] Lunastusvelvollisuus syntyy kuitenkin vain, jos ryhmä tai jokin sen jäsenistä hankkii lisää osakkeita. Jos joukko osakkeenomistajia ainoastaan päättää käyttäytyä yhdensuuntaisesti hankkimatta yhtään uutta osaketta, niin mitään lunastusvelvollisuutta ei synny. *Cristiansen* s. 956.

[92] Pörssin tehtävänä on valvoa, täyttävätkö tarjoukset lain asettamat edellytykset. Ainoastaan lunastusvelvollisen tekemä tarjous voidaan tutkia. Pörssi voi myös kehottaa tarjouksen tekijää muuttamaan tarjoustaan joiltakin kohdin. *Cristiansen-Bjørland* s. 101 s. ja *Cristiansen* s. 954.

[93] Em. lain 5A §:n 4 mom. Ehdollisten tarjousten rajoittamisella on pyritty tehostamaan lakia, koska säännös estää muiden kuin todella yhtiön määräysvallan haltuunottoa tarkoittavien tarjousten tekemisen. Toisaalta ostajalla täytyy olla halutessaan mahdollisuus muotoilla tarjous siten, ettei se sido häntä, jos valtaosa osakkeenomistajista ei haluakaan myydä osakkeitaan. Näin kiteyttää lain esitöiden perustelut *Cristiansen* s. 955.

[94] Keskimääräisen hinnan käyttäminen olisi lisännyt halua ja mahdollisuuksia hinnan manipulointiin ostajan toimesta. Valittu menettely lienee omiaan ohjaamaan "valtaajaa" ottamaan koko ajan osakkeen hinta huomioon pyrkiessään hankkimaan ratkaisevia osakeeriä. Jos lunastushinta muodostuu kokonaisuudessaan liian raskaaksi, niin "valtaajalla" on aina mahdollisuus rajoittaa omistuksensa 45 %:n äänivaltarajaa alhaisemmaksi tai säädetyn ajan kuluessa alentaa omistustaan alle em. rajan. Ks. *Cristiansen* s. 955.

[95] Børsforskrift av 21. desember 1988 nr. 1060 § 6.6.

edellytetään tarjoushinnan suorittamisesta annettavaa pankin tai vakuutusyhtiön takausta. Yksittäisten myyjien kanssa on toki mahdollista neuvotella muiden maksuvälineiden käyttämisestä. Toinen mahdollisuus on tarjota käteismaksun vaihtoehtona muita maksuvälineitä. Pörssi asettaa tarkemmat ehdot vaadittavalle takaukselle.[96]

Lain 5B §:ssä säädetään mahdollisuudesta saada poikkeuslupa lunastusvelvollisuudesta. Sen mukaan pakollisen tarjouksen tekemisestä on vapautettu myöskin rahalaitos, joka hankkii esim. vakuutena olleet osakkeet omistukseensa turvatakseen saamisensa ja siinä yhteydessä ylittää 45 %:n rajan.[97]

Näiden säännösten noudattamisen varmistamiseksi on valittu mielenkiintoiset sanktiot. Lain 5C §:n mukaan nimittäin pörssille on annettu valtuudet myydä julkisella huutokaupalla lunastusvelvollisuuden laiminlyöneen osakkeenomistajan omistamia kohdeyhtiön osakkeita niin paljon, ettei lunastusvelvollisuutta enää ole, ts. 45 %:n äänivallan ylittävä osa. Osakkeenomistaja ei myöskään saa käyttää äänivaltaansa kohdeyhtiössä niin kauan kuin hän laiminlyö lunastusvelvollisuuden tai äänivaltaosuutensa alentamisen alle em. rajan.[98] Pörssi voi myös tuomita velvoitteen laiminlyöneen päivittäin sakkoon, ts. joka päivä yhä suurempaan sakkoon kunnes pörssin päätöstä noudatetaan.

V Anglosaksisten säännösten erityispiirteistä

A. Englanti[99]

Englannissa julkisista ostotarjouksista on, kuten edellä todettiin, jo vuosikymmenten kokemukset. Englannissa havaittiin myös ensimmäise-

---

[96] Pankkitakauksen edellyttäminen rajaa myös muut kuin vakavasti otettavat tarjouksen tekijät tehokkaasti pois markkinoilta. Näin *Cristiansen* s. 955.

[97] Tällöin on luonnollisesti huomioitava pankkilainsäädännön asettamat rajoitukset. *Cristiansen-Bjørland* s. 113.

[98] *Cristiansen-Bjørland* s. 113 ss. ja *Cristiansen* s. 956.

[99] Englannin, ts. Lontoon, arvopaperimarkkinoista, niiden organisaatiosta, sääntelystä, valvonnasta ym. ks. *Haslam-Peerless*. Selkeä yleisteos Englannin yhtiöoikeudesta on esim. *Dine, Janet*: Company Law. London 1991, erityisesti takeover -kysymyksistä ks. s. 268 ss.

nä niiden sääntelyn tarpeellisuus.[100] Ensimmäisissä säännöksissä perustavoitteena oli arvopaperimarkkinoiden vapaan toiminnan turvaaminen, johon pyrittiin lisäämällä osakkeenomistajien käytettävissä olevia tietoja. Nykyisen City Code´in[101] (The City Code on Take-Overs[102] and Mergers) ensimmäinen versio julkaistiin vuonna 1968. Samanaikaisesti perustettiin tätä itsesääntelynormistoa[103] kehittämään ja sen säännöksiin liittyviä tulkintakiistoja ratkaisemaan sekä sen noudattamista aktiivisesti valvomaan Take-over Panel (The Panel on Take-Overs and Mergers). Sen puheenjohtajat nimittää Englannin keskuspankin pääjohtaja ja jäseninä (12) ovat talouselämän tärkeimpien järjestöjen edustajat. Jotta Take-over Panel olisi riittävän tehokas myös käytännössä, sillä on oma organisaatio.[104] Sen johtajalla on merkittävä asema, koska usein tarjouksista keskustellaan luonnosvaiheessa hänen kanssaan, ja hänen kannanottojensa puolueettomuudesta ja oikeudenmukaisuudesta riippuu organisaation nauttima arvostus ja säännöstön tehokkuus.[105] Take-over Panel on pyrkinyt perustamaan ratkaisunsa enemmän City Code´in säännösten "henkeen" kuin niiden kirjaimelliseen tulkintaan ja katsoo tällä tavoin myös markkinoilla toimivien osapuolten omaksuneen sen sisällön paremmin, koska ne ilmei-

---

[100] Jo vuonna 1959 Englannin keskuspankin pääjohtajan aloitteesta päätettiin muodostaa toimikunta pohtimaan yritysvaltausten yhteydessä tehtävien tarjousten sääntelyä. Tämä talouselämän eri järjestöjen edustajista muodostunut toimikunta julkaisi lokakuussa 1959 asiaa koskevat perussäännökset "Notes on Amalgamations of British Businesses". Ks. *Johnston* s. 19 ss.

[101] City Code on julkaistu esim. teoksessa Palmer´s Company Law, Vol. II, Part D.

[102] Tarkkaavainen lukija saattaa panna merkille, että sana takeover on välillä kirjoitettu yhteen ja välillä tavuviivalla. Kyseessä ei ole oma huolimattomuuteni, vaan kirjoitustapa näyttää englantilaisessakin aineistossa vaihtelevan.

[103] Myös Englannissa on viime aikoina käyty keskustelua siitä, pitäisikö itsesääntelynormisto korvata lainsäädännöllä. Nykyinen järjestelmä on kuitenkin todettu toimivaksi. Ainoastaan jonkinlaisen lainsäädännöllisen taustan luominen sanktioiden tehostamiseksi saattaisi tulla kysymykseen. Ks. *Anderson, John - Keenan, Denis*: The City Code: Is self-regulation the answer ? Many fear that, in 1989, a voluntary City Code is too easy to ignore. Accountancy July 1989 s. 126 s. ja *Alexander* s. 208.

[104] Take-over Panelin toimintaa rahoitetaan osittain jokaisesta arvopaperikaupasta perittävällä pienellä maksulla. Arvopaperinvälitysliikkeet perivät maksut ja tilittävät ne neljännesvuosittain. *Haslam-Peerless* s. 83.

[105] Take-over Panelin työmäärää kuvaa se, että se käsittelee vuosittain satoja julkisia ostotarjouksia tai sellaisen suunnitelmia. *Johnston* s. 126. Henkilökuntaa sen palveluksessa on yhteensä n. 25. *Alexander* s. 210.

sesti ovat kokeneet ratkaisut ja säännökset "oikeiksi".[106),107)] Juuri osapuolten arvostuksen vuoksi sitä noudatetaan, vaikka se oikeudellisesti on pelkkä suositus.

City Code on laaja säännöstö, jota on viimeksi uudistettu vuonna 1990.[108)] Se koostuu määrittelyistä (Definitions),[109)] 10 pääperiaatteesta (General Principles) ja 38 säännöstä (Rules) sekä liitteistä. Sen tärkeimmät määräykset ovat tarjousesitteen sisältöä, tarjouksen voimassaoloaikaa, yhdenvertaista kohtelua, lunastusvelvollisuutta ja kohdeyhtiön toimintaa koskevat määräykset. Osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu on City Code´in ydin. Sen mukaan kaikille tarjouksen hyväksyneille tulee maksaa sama hinta samanlajisista osakkeista.[110)] Jos tarjouksen ulkopuolella on jollekin maksettu korkeampi hinta, myös tarjousta tulee korottaa.[111)] Kaikkien osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden vuoksi myöskin osittaisten tarjousten tekeminen on kielletty, tosin Take-over Panel voi erikseen antaa luvan sellaisen tekemiseen. Yhdenvertaisuuden turvaamiseen liittyvät myös City Code´in sisäpiirisäännökset, joista tärkein on lausuttu pääperiaatteessa 2. Se koskee tarjouksen valmisteluun liittyvää salassapitovelvol-

---

[106)] Näin perustelee Take-over Panelin ratkaisukäytäntöä sen entinen puheenjohtaja lordi Alexander. Ks. *Alexander*: Takeovers. The right way to regulate the market. The Economist, September 23 1989, s. 25 ss. ja laajemmin Alexander s. 203 ss. ja erit. s. 208. Take-over Panelin kokoonpanosta, tehtävistä ja tulevaisuudennäkymistä ks. *Calcutt, David*: Company Law Lecture - The Work of the Takeover Panel. The Company Lawyer 1990, s. 203 ss.

[107)] City Code´in johdannossa ilmaistaan sen perusperiaate: "The Code represents the collective opinion of those professionally involved in the field of take-overs as to good business standards and as to how fairness to shareholders can be achieved. This collective opinion is expressed through the wide representation of interests on the Panel. ..."

[108)] *Ryan* s. 292. Samalla uudistettiin merkittävien omistusosuuksien hankkimista koskeva itsesääntelynormisto "Substantial Acquisitions Rules". Tämä sekä City Code perusteluineen on julkaistu esim. teoksessa The Panel on Take-overs and Mergers: The City Code on Take-overs and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares. London 1985. Vuonna 1989 tehdyistä lisäyksistä ja muutoksista ks. *Snaith, Ian*: The City Code in 1989: creativity and it´s limits. The Company Lawyer 1990, s. 98 ss.

[109)] Määrittelyosan ehkä tärkein kohta on tarjouksen tekijän kanssa yhteistoiminnassa toimimisen määrittely (Acting in concert). Ks. *Johnston* s. 191 ss.

[110)] City Code, General Principle 8, Equality of treatment: "All shareholders of the same class of an offeree company shall be treated similarly by an offeror." *Johnston* s. 202 s.

[111)] City Code, Rule 6. Vuoden 1968 version Rule 32. Ks. lisäksi *Johnston* s. 263 ss.

lisuutta.[112] Eräitä huomioon otettavia säännöksiä sisältyy myös pörssin sääntöihin.[113]

Lunastusvelvollisuus on City Code´in mukaan asetettu sille, joka yksin tai yhteistoiminnassa toisten kanssa on hankkinut yli 30 % kohdeyhtiön äänivallasta. Lunastusvelvollisuus ei kuitenkaan koske sellaista omistajaa tai ryhmittymää, joka pelkästään omistaa yli 30 %:n, mutta alle 50 %:n äänivallan tuottavat osakkeet. Tällainen omistus on saattanut syntyä joko ennen City Code´in voimaantuloa, osittaisen tarjouksen seurauksena tai muusta syystä. Vasta silloin, jos tällainen omistaja tai omistajaryhmittymä lisää äänivaltaansa 12 kuukauden kuluessa yli 2 %:lla, sen on tehtävä lunastustarjous kaikista osakkeista. Vuonna 1987 säännöksiä vielä tiukennettiin siten, että tietyssä tapauksessa[114] maksu on suoritettava kokonaan rahana tai tarjouksessa on ainakin oltava tällainen vaihtoehto.[115]

Kohdeyhtiö ei City Code´in mukaan saa ryhtyä mihinkään tarjousta vastustaviin toimenpiteisiin muutoin kuin yhtiökokouksen päätöksellä.[116] Määräyksellä on ennen muuta pyritty estämään kohdeyhtiön johtoa tekemästä tarjousta tyhjäksi epäedullisilla liiketoimilla. Joissakin tapauksissahan vihamielinen yritysvaltaus on pyritty torjumaan myymällä yhtiön merkittävin ja valtaajaa kiinnostava omaisuus (ns. crown jewels) jollekin muulle taikka ostamalla jotakin sellaista omaisuutta, joka esim. tappiollisuutensa vuoksi vähentää valtaajan kiinnostusta kohdeyhtiöön.

Tarjousaikana kaikkien yli 1 %:a kohdeyhtiön osakkeista omistavien osakkeenomistajien on julkistettava osakkeilla tekemänsä kaupat.

Englannissa on myöskin osakeyhtiölakiin otettu yritysvaltaukseen liittyviä tarjouksia koskevat säännökset. Ne koskevat tilanteita, joissa tarjouksen tekijä ostaa kaikki yhtiön osakkeet.[117] Itse asiassa ne vastaavat jossain

---

[112] City Code, General Principle 2. Luottamuksellisten tietojen salassapitämiseksi, ts. sisäpiirin tietojen väärinkäytön estämiseksi, Take-over Panel on antanut lukuisia säännöksiä täsmentäviä tulkintasääntöjä ja vaatinut lainsäädännöllisiä toimia niiden sanktioimiseksi. *Hannigan, Brenda*: Insider Dealing. London 1988, s. 154 ss.

[113] The Stock Exhange´s rules, joita kutsutaan myös nimellä "Yellow Book".

[114] Jos tarjouksen tekijä on viimeisten 12 kuukauden aikana ennen tarjousta ostanut käteisellä yli 10 % kohdeyhtiön osakkeista, niin myös tarjouksen tulee sisältää korkeimman hinnan mukainen käteisvaihtoehto. Ks. Rule 9 ja International M & A Law s. 172.

[115] City Code, Rule 9. Vuoden 1968 version Rule 34. Ks. lisäksi *Johnston* s. 267 ss.

[116] City Code, General Principle 7 ja Rule 21 sekä Rule 19.4.

[117] Financial Servises Act 1986 Schedule 12 – Takeover Offers: Provisions Substituted for Sections 428, 429 and 430 of Companies Act 1985. Ks. näistä esim. *Ryan* s. 286 ss. ja s. 415 ss. tai *Hollington, Robin*: Minority Shareholders´ Rights. London 1990, s. 101 s.

määrin OYL 14:8 säännöstä, tosin huomattavan paljon yksityiskohtaisemmin[118] ja toimivien arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta säänneltynä. Niiden mukaan ostaja, joka on saanut yli 90 % kohdeyhtiön osakkeista haltuunsa, voi lunastaa jäljelle jääneiden vähemmistöosakkaiden osakkeet vastoin näiden tahtoa, ja toisaalta näillä on oikeus vaatia enemmistöosakasta lunastamaan heidän osakkeensa.

B. Yhdysvallat

Yhdysvalloissa julkisten ostotarjousten sääntely perustuu vuodelta 1934 olevaan pörssilakiin[119] ja sen muutokseen vuodelta 1968 (ns. Williams Act). Arvopaperimarkkinoiden toimintaa valvoo Securities and Exhange Commission (SEC),[120] jonka erityinen elin, Advisory Committee on Tender Offers,[121] on keskittynyt julkisiin ostotarjouksiin liittyviin kysymyksiin.[122] Osakkeenomistajia on pyritty suojaamaan tarjoamalla heille mahdollisimman paljon tietoja yhtiöistä ja myös niiden osakkeenomistajista. Toisaalta säännöksissä on pyritty asettamaan tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö mahdollisimman tasaveroiseen asemaan keskenään.[123] Valvontaviran-

---

[118] "Luku" koostuu 9 "pykälästä", joissa on yhteensä 62 melko pitkää alakohtaa. "Pykälien" otsikot ovat: 428 Takeover offers, 429 Right of offeror to buy out minority shareholders, 430 Effect of notice under 429, 430A Right of minority shareholder to be bought out by offeror, 430B Effect of requirement under 430A, 430C Applications to the court, 430D Joint offers, 430E Associates, 430F Convertible securities.

[119] Securities Exhange Act (=SEA). Toinen merkittävä tämän alan säädös on Securities Act vuodelta 1933.

[120] SEC on tehokas ja vaikutusvaltainen virasto Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoilla. Sillä on laajat valtuudet tutkimusten suorittamiseen ja jopa rangaistusten määräämiseen. Sen valtuuksia laajennettiin vuonna 1990 (The Securities Enforcement Remedies ja Penny Stock Reform Act).

[121] Tämä Advisory Committee on Tender Offers vahvistaa myös lakiin liittyviä tulkintasääntöjä, ns. Rules and Regulations.

[122] Lyhyt katsaus Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoita sääntelevään lainsäädäntöön sisältyy esim. teokseen *Hobér, Kaj*: The Legal Framework of the U.S. Securities Market. Stockholm 1988.

[123] *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 20.

omaisten työn helpottamiseksi on merkittävät osakkeenomistajat[124] velvoitettu ilmoittamaan ao. pörssille ja SEC:lle omistamiensa osakkeiden määrän, miten hankinnat on rahoitettu, kohdeyhtiötä koskevat suunnitelmat (jos aikomuksena on omistusosuuden kasvattaminen) ja mahdolliset osakas- ym. sopimukset.

Tärkeimmät julkisia ostotarjouksia koskevat menettelysäännöt Yhdysvaltain lainsäädännön mukaan ovat seuraavat: Jos tarjouksen tavoitteena on hankkia yli 2 % kohdeyhtiön osakkeista ja ostajan omistusosuus tarjouksen avulla hankittujen ja ennestään omistettujen osakkeiden myötä saattaa nousta yli 5 %:n, tarjouksesta on tehtävä ilmoitus SEC:lle ennen tarjouksen julkistamista. Ilmoituksen sisältö on yksityiskohtaisesti määritelty laissa ja SEC:n ohjeissa. Tarjouksen tulee olla voimassa vähintään 20 arkipäivää ja jokainen tarjouksen muutos pidentää voimassaoloaikaa 10 päivällä. Tarjoukseen vastanneilla on oikeus peruuttaa hyväksymisensä tarjousajan kuluessa.[125] Osittaisten tarjousten tekeminen on sallittu, mutta hyväksyvien vastausten ylittäessä tarjouksen kohteena olevan määrän on myyjiä kohdeltava yhdenvertaisesti. Tarjouksen kohteena olevan yhtiön johdon on ilmoitettava 10 päivän kuluessa kannastaan tarjoukseen, ts. suositteleeko se osakkaille tarjouksen hyväksymistä vai hylkäämistä vai pysytteleekö se puolueettomana.[126] Lain noudattamista pyritään tehosta-

---

[124] Yli 5 % yhtiön osakkeista omistava osakas on SEA 13d´n mukaan velvollinen 10 päivän kuluessa em. osakkeiden hankinnasta ilmoittamaan ko. tiedot. Säännökseen sisältyy, kuten muuallakin laaja yhteistoiminnassa olevien määritelmä, jolla on pyritty estämään ilmoitusvelvollisuuden kiertäminen osakkeiden ns. parkkeerauksen (parking) avulla, ts. siten, että joku lähipiiriin kuuluva hankkii osakkeita toimien kuitenkin varsinaisen omistajan lukuun. Ks. tästä yritysvaltausten yhteydessä varsin usein tapahtuneesta rikkomuksesta, johon syyllistyneet on tuomittu jopa kymmenien miljoonien dollarien sakkoihin, *Janvey, Ralph S.*: Parking of Stock. Securities Regulation Law Journal, Boston USA, 1988, s. 165 ss.

[125] Tarjoukseen annetun vastauksen rajoittamaton peruutusoikeus, kunhan se tapahtuu ennen tarjousajan päättymistä, on tarjoukseen vastanneiden yhdenvertaisen kohtelun kanssa merkittävä osa Yhdysvaltain säännöksiä. Sen vuoksi ei ole ensinnäkään mitään kiirettä vastata tarjoukseen (ammattisijoittajat yleensä vastaavatkin aivan viime hetkellä) ja toiseksi on aina mahdollisuus myydä osakkeensa paremman tarjouksen tehneelle. Usein kohdeyhtiö tai jokin toinen omistajaryhmä (ns. white knight) tekee tarjousaikana jonkin toisen tarjouksen tai yhtiö tekee jonkin osakkeenomistajille edullisen päätöksen, jonka vuoksi ensimmäiseen tarjoukseen jo vastanneilla täytyy olla mahdollisuus peruuttaa antamansa vastaus. Ks. esim. *Herzel, Leo - Shepro, Richard W.*: Ups and Downs of US Takeover Defense. The Company Lawyer 1988, s. 90.

[126] Yhdysvaltain säännöksistä ks. esim. International M & A Law s. 214 ss., *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 19 ss. ja KM 1987:44 s. 259 s.

maan varsin ankarilla rangaistussäännöksillä ja huomattavilla, eräissä tapauksissa jopa kymmenien tai satojen miljoonien dollarien, sakoilla.

Lunastusvelvollisuutta koskevia säännöksiä ei Yhdysvalloissa ole, mutta siellä on hyvin kehittynyt vahingonkorvausoikeus ja lukuisia esimerkkejä oikeustapauksista, joissa osittaisen tarjouksen tehnyt ostaja on velvoitettu korvaamaan jäljelle jääneille osakkeenomistajille näiden tarjouksen vuoksi kärsimä vahinko. Korvaus voi olla niin huomattava, että se pakottaa ottamaan kaikkien osakkeenomistajien edut huomioon jo tarjoustilanteissa. Vaikka varsinaista lunastusvelvollisuutta koskevaa säännöstä ei liittovaltion lainsäädännön tasolla olekaan, joissakin osavaltioissa on säädetty tältä osin liittovaltiotason lainsäädäntöä täydentämään omia lakeja, ns. "State Anti Take-over Laws".[127),128)] Yritysvaltausten osalta näissä säännöksissä on pyritty estämään määräysvallan käyttäminen melko pienellä omistusosuudella. Monissa laajaomistuspohjaisissa yhtiöissä, aivan kuten meilläkin, on käytännön määräysvalta usein saavutettavissa jopa 20-30 %:n omistusosuudella, koska kaikki osakkeenomistajat eivät koskaan tule yhtiökokoukseen. Näissä säännöksissä on kielletty tietyn omistusosuuden (20 %, 1/3 tai 50 %) hankkinutta uutta osakkeenomistajaa käyttämästä kolmeen tai jopa viiteen vuoteen osakkeidensa tuottamaa äänivaltaa, elleivät muut osakkeenomistajat erikseen sitä varten koolle kutsutussa yhtiökokouksessa tätä hyväksy.[129)] Usein äänivallan käyttäminen on sallittu, jos ao.

[127)] Tärkeimpiä ovat Delawaren lait (Delaware Corporation Law, Amendments 1988), koska New Yorkin pörssissä noteeratuista yhtiöistä 45 %:lla on virallinen kotipaikka Delawaren osavaltiossa. Ks. *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 21 alav. 105 ja *Schiessl, Maximilian*: Neue Erfahrungen mit Unternehmenskäufen und Unternehmensübernahmen in den USA. Recht der internationalen wirtschaft 1988, s. 524.

[128)] Myös korkein oikeus on muutamissa ratkaisuissaan katsonut ko. osavaltiotason lait perustuslain mukaisiksi ja näin ollen sitoviksi. Aiheesta enemmän *Hitzeman, Steven D.*: Indiana´s control share acquisition statute held constitutional: CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America. AmericanBusiness Law Journal 1988s. 129 ss., erityisesti s. 150 ja s. 163 ss. Hän kritisoi osavaltiotason säännöksiä siitä, että ne sijoittajan suojaamisen tarkoituksestaan huolimatta eivät käytännössä auta sijoittajaa, koska ne aikaansaavat hyvin sekavan tilanteen – sijoittajan on vaikeaa olla selvillä eri osavaltioiden erilaisista säännöksistä.

[129)] Esimerkki ankarasta sääntelystä on Marylandin laki, jonka mukaan yli 10 %:a osakkeista hankkinut ei saa käyttää osakkeidensa tuottamaa äänivaltaa, elleivät yhtiön hallitus ja 80 % kaikista ja 2/3 muista kuin ko. osakkaan hallitsemista osakkeista hyväksy sitä. Sielläkin äänivallan voi saavuttaa tekemällä "vähemmistöosakkaille" lunastustarjouksen käypään hintaan. *Herzel, Leo – Harris, Daniel*: State anti-takeover Laws. The Company Lawyer 1988, s. 189.

osakkeenomistaja tarjoutuu ostamaan muiden osakkeet käypään hintaan ("fair price").[130),131)] Tällaiset säännökset pakottavat tekemään lunastustarjouksen "oikeaan" hintaan ja estävät tehokkaasti Suomessa liian yleisen tavan ostaa markkinoilta määräysvaltaan riittävän määrän osakkeita ja vasta paljon myöhemmin lunastaa "halpaan" kahden kuukauden keskikurssiin loput osakkeet.[132)]

Monien ulkomaisten yhtiöiden osakkeita noteerataan niiden kotimaan pörssin lisäksi Yhdysvaltain markkinoilla.[133)] Tällöin ongelmaksi muodostuu julkisiin ostotarjouksiin sovellettava laki, koska monet tarjouksen tekijät pyrkivät välttämään Yhdysvaltain ankaria normeja, erityisesti siellä vaadittujen laajojen tarjousasiakirjojen ym. selvitysten vuoksi. Näitä tilanteita koskevat säännökset ovat parhaillaan valmisteltavana.[134)] Niissä on omaksuttu periaate, jonka mukaan on parempi hyväksyä kaikille osakkeenomistajille tarkoitetut ulkomaisten säännösten mukaiset tarjoukset kuin tiukalla SEC:n säännösten noudattamisen vaatimisella aikaansaada amerikkalaisten sijoittajien jääminen kokonaan tarjouksen ulkopuolelle sellaisissa tilanteissa, joissa näitä on ainoastaan alle 10 %:a tarjouksen kohteena olevista osakkeista.

[130)] Herzel-Harris s. 189 s. Ks. myös International M & A Law s. 223 ss.

[131)] Useimmissa säännöksissä käypä hinta on määritelty korkeimmaksi seuraavista hinnoista : 1) korkein ostajan jo hankkimista osakkeista maksama hinta, 2) lunastustarjouksen julkistamishetkellä vallitseva markkinahinta tai 3) purkamisen/selvitystilan yhteydessä osakkeenomistajille maksettava hinta. *Hitzeman* s. 147.

[132)] Onhan aivan luonnollista, että osakkeen hinta markkinoilla laskee jonkun osakkaan saavutettua määräysvallan yhtiössä. Lisäksi pörssikurssia on ainakin meillä aivan liian helppoa tällaisessa tilanteessa laillisesti "manipuloida" alaspäin myymällä pieniä määriä osakkeita tilanteessa, jossa juuri kukaan ei ole kiinnostunut niitä ostamaan.

[133)] Usein ns. ADR-todistusten puitteissa (American Depositary Receipts). Ne ovat arvopapereita, jotka osoittavat haltijansa omistavan ulkomaisen yhtiön kotimaassa säilytettävinä olevia osakkeita. Järjestelmä on kehitetty helpottamaan arvopaperikauppaa, jotta osakekirjoja ei tarvitse siirrellä maasta toiseen. Ks. lähemmin esim. *Hober* s. 14 ss.

[134)] Alunpitäen kansainvälisten julkisten ostotarjousten vuoksi valmisteltu 122 sivuinen säännöstö "Tender Offer Release" (SEC Release No 33-6897), johon on samalla tarkoitus kerätä kaikki julkista ostotarjousta koskevat säännökset.

VI Keski-Eurooppalaisten säännösten erityispiirteistä

A. Ranska

Julkisten ostotarjousten[135] kannalta Ranskan arvopaperimarkkinat lienevät Englannin jälkeen aktiivisimmat Euroopassa.[136] Tämän vuoksi myös niitä koskevaa lainsäädäntöä on tiukennettu viime vuosina.[137] Arvopaperimarkkinoita yleensä ja julkisia ostotarjouksia erityisesti valvova elin on "Conseil des Bourses de Valeurs" (CBV). Säännöksiä kehittävä elin, joka antaa omia tulkintasääntöjään, on "Commission des Opérations de Bourse" (COB). Ennen tarjouksen julkistamista ostajan on esitettävä se CBV:lle, joka toimittaa sen COB:lle, valtiovarainministeriölle ja kilpailua valvovalle viranomaiselle sekä keskeyttää kohdeyhtiön ja ostajayhtiön (jos tämä on julkisesti noteerattu) noteerauksen kahdeksi päiväksi. Viranomaisten, CBV:n ja COB:n, on käsiteltävä aiottu tarjous määräajassa, viidessä päivässä, jota varsinaisen tarjousesitteen tarkastava COB voi pidentää 10 päivään. Tämän jälkeen tarjous esitetään kohdeyhtiölle, jonka tulee viiden päivän kuluessa laatia tarjoukseen tuleva kohdeyhtiötä koskeva jakso ja esittää oma kantansa tarjouksesta. Vasta tämän jälkeen tarjous julkistetaan viranomaisten (CBV) toimesta. Tarjouksen tekijän on aina toimittava jonkin rahalaitoksen välityksellä. Viranomaiset voivat vaatia tarjoukseen muutoksia, lisäyksiä ym., tai ne voivat oma-aloitteisesti vaatia jopa tarjouksen tekemistä. Niiden ratkaisuista on mahdollista valittaa tuomioistuimeen.[138]

Ranskassa on erikoiset lunastusvelvollisuussäännökset, joiden mukaan osakkeenomistajan tai ryhmittymän, joka hankkii suoraan tai välillisesti yli kolmanneksen julkisesti noteeratun yhtiön osakkeista tai äänivallasta, on tehtävä vähintään kahta kolmasosaa kaikista osakkeista koskeva julkinen

---

[135] Offres publiques d´achat (OPA) = käteistarjous, Offres publiques d´echange (OPE) = vaihtotarjous.

[136] Leverage: Opening up new opportunities. A guide to the law. IFL Rev Special Supplement February 1990. International Financial Law Review. s. 35.

[137] 2.8.1989 annettu laki no 89-531 yhdessä CBV:n antamien pörssin sääntöjen (Règlement Général luku V) kanssa.

[138] Ranskan säännöksistä yleisesti ks. *Marquardt, Alexander*: Tender offers in France: the new rules. International Financial Law Review January 1990, s. 35 ss., International M & A Law s. 34 s. ja *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 25 ss.

ostotarjous. Lunastusvelvollisuussäännöksen sisällön selittänee Ranskan osakeyhtiölain vähemmistöosakkeenomistajien suojaamista väheksyvä perinne. Toisaalta vähemmistöosakkaiden asemaa parantaa sääntöjen määräys, "garantia de cours", jonka mukaan ostajan, joka hankkii yli 50 % yhtiön äänivallasta tuottavat osakkeet yhdeltä tai useammalta yksilöitävissä olevalta myyjältä, on tehtävä vähintään 15 päivää voimassaoleva tarjous kaikista kohdeyhtiön osakkeista samaan hintaan. Ellei osakkeenomistaja myy osakkeitaan em. ajan kuluessa, niin hän ei voi vaatia lunastusta ennen kuin ostajan omistusosuus ylittää 95 % kohdeyhtiön osakkeista.[139),140)] On kuitenkin muistettava, että myös em. ranskalaiset säännökset ovat itsesääntelyelinten antamia ja niiden pätevyys voidaan siten saattaa yksittäistapauksessa tuomioistuimen ratkaistavaksi.

B. Saksa[141)]

Saksassa ei ole lainsäädännöllisiä normeja julkisesta ostotarjouksesta, mutta siellä on vahvistettu yksityiskohtaiset itsesääntelynormin luontoiset säännökset, joihin ei sisälly mitään sanktioita.[142)] Niissä korostetaan

---

[139)] Garantia de cours -menettelyä ei sovelleta, jos osakkeet on hankittu arvopaperimarkkinoilta pienissä erissä. Silloin tulee kyseeseen ensin mainittu 2/3 lunastusmenettely. International M & A Law s. 35 s. ja IFL Rev Special Supplement February 1990 s. 42. Ks. myös *Marquardt* s. 38.

[140)] COB on tiukentanut lunastusvelvollisuussääntöjä tänä vuonna siten, että yli kolmanneksen äänivallan hankkiminen jo sinänsä laukaisisi täyden lunastusvelvollisuuden, mutta ensimmäisessä soveltamistapauksessa siitä on valitettu ja näin ollen ei vielä tiedetä onko uusi säännös sitova. Mainitussa tapauksessa COB velvoitti ostajan tekemään myös lunastustarjouksen paitsi varsinaisesta kohdeyhtiöstä niin myös sen julkisesti noteeratusta tytäryhtiöstä. Tapauksesta ks. International Financial Law Review July 1991 s. 44.

[141)] Saksalaisen käytännön tulkinnassa voi käyttää apuna myös alan sveitsiläistä kirjallisuutta. Siellä on kirjoitettu runsaasti yritysvaltauksiin liittyvästä problematiikasta, ks. esim. *André Kuy*: Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf. Eine aktienrechtliche Analyse der Verteidigungsmassnahmen der Zielgesellschaft. Zürich 1989, *Markus Steinman*: Präventive Abwehrmassnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes. Grüsch 1989 ja *Watter*. Tosin Sveitsissä ei vielä ole julkisia ostotarjouksia koskevaa lainsäädäntöä, mutta kylläkin 1.9.1989 vahvistettu itsesääntelynormi "Schweizerische Übernahmekodex". Pian tulee lisäksi voimaan uusi "Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel", joka sisältää myös julkista ostotarjousta koskevat säännökset.

[142)] "Börsensachverständigen-Kommission beim Bundesfinanzministerium" on tammikuussa 1979 vahvistanut "Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten".

erityisesti osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua. Tarjouksen julkistamissäännöt muistuttavat Yhdysvaltain vastaavia säännöksiä. Kohdeyhtiön johdon mielipidettä on tiedusteltava ennen tarjouksen julkistamista. Tarjouksen tulee olla voimassa vähintään 21 päivää ja enintään 60 päivää. Jos ostaja maksaa osakkeesta tarjousaikana jollekin korkeamman hinnan, niin myös tarjoushintaa tulee korottaa vastaavasti. Jos puolestaan ostaja tekee 10 kuukauden kuluessa uuden tarjouksen korkeampaan hintaan, niin myös ensimmäisessä vaiheessa osakkeensa myyneille tulee maksaa hintojen erotus.[143] Vaikka säännökset eivät ole sitovia, niin luonnollisesti ainakin suuryritykset pyrkivät niitä noudattamaan. Kysymystä sääntelevän lainsäädännön tarpeellisuudesta on saksalaisessa oikeudellisessa kirjallisuudessa käyty laajaa keskustelua. Siinä on pohdittu säännösten soveltuvuutta yleisten siviili- tai yhteisöoikeudellisten lakien puitteisiin ja todettu julkisiin ostotarjouksiin liittyvien monimuotoisten ongelmien vaativan joustavien erityissäännösten kehittämistä. Lähtökohtana tulisi olla asiantuntijaelimen antamat tulkintaohjeet, joiden noudattamista tukisi riittävä seuraamusjärjestelmä.[144]

Yritysvaltauksia vaikeuttaa Saksan osakeyhtiölain säännös, jonka mukaan kohdeyhtiön varallisuutta ei voida käyttää ostajan rahoittamiseen suoraan eikä välillisesti.[145] Anglosaksisissa maissa ei tällaisia rajoituksia, ainakaan niin yksiselitteisiä, ole. Toinen julkisten ostotarjousten toteuttamista vaikeuttava tekijä on Saksassa melko laajasti käytössä olevat haltijaosakkeet. Osakkeenomistajia koskevien tietojen puuttumisen vuoksi näille ei ole mahdollista suoraan tiedottaa vireillä olevasta tarjouksesta, ja sen vuoksi osakkeita ei ehkä tule tavoiteltua määrää myyntiin.

VII Euroopan Yhteisön 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus

Kuten edellä pääpiirteittäin selostetuista Englannin, Ranskan ja Saksan julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä ilmenee, tietyt periaatteet

---

[143] Saksalaisista säännöksistä ks. esim. *Hauschka, Christoph E. - Roth, Thomas*: Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht. Die Aktiengesellschaft 1988 s. 184, *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 39 ss. tai International M & A Law s. 48 ss.

[144] Laaja katsaus mainittuun keskusteluun sisältyy *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* teoksessa Assmannin ja Bozenhardtin kirjoittamaan osuuteen s. 42-156.

[145] AktG 57 § ja 71 a §. Ks. myös *Werner* s. 11.

ovat eri maissa samantyyppiset, mutta yksityiskohdissa sääntely eroaa melko paljon. Karkeasti EY-maat voidaan yritysten toimintaperiaatteiden ja yritysvaltauksiin suhtautumisen perusteella jakaa em. maiden mukaisesti kolmeen ryhmään:[146] 1) anglo-saksisen järjestelmän maat (Englanti ja Irlanti), jonka yrityksille on tyypillistä voiton maksimointitavoitteesta johtuva korkea markkina-arvo ja jotka ovat yritysvaltausten osalta lähes vapaat[147], 2) germaaniset maat (lähinnä Saksa, Sveitsi ja Hollanti), joiden yritysten tyypillisenä tavoitteena on myynnin tai kasvun maksimointi ja joiden markkina-arvot ovat ainoastaan kolmasosa siitä arvosta, joka niillä tulisi yritysten koon mukaan tarkasteltuna olla sekä jotka ovat yritysvaltausten kannalta lähes suljetut ja 3) latinalaisten järjestelmän maat (lähinnä Ranska, Belgia ja Espanja), joiden yritykset sijoittuvat tavoitteiltaan ja markkina-arvoiltaan näiden välimaastoon, ja jotka ovat yritysvaltausten toteuttamisen suhteen melko vapaat, mutta joissa valtaaja saattaa kohdata yllättäviä ja sääntelemättömiä esteitä. Lisäksi joissakin EY-maissa kysymys on suppeasti tai sitä ei ole lainkaan säännelty. Tämä varsin sekava tilanne yhdessä julkisten ostotarjousten lukuisten yritysvaltausten yhteydessä saaman laajan huomion kanssa on herättänyt myös Euroopan Yhteisön kiinnostuksen sääntelyyn ja eri maiden säännösten harmonisointiin yhteismarkkinoiden toimivuuden takaamiseksi. Yhteisöhän pyrkii luomaan kaikkia jäsenmaita koskevat yhteismarkkinat vuoden 1992 loppuun mennessä.[148] Arvopaperimarkkinoiden osalta se merkitsee eri maiden markkinoiden ja erityisesti niiden sääntelyn yhdenmukaistamista. Tavoitteena on lisätä EY:n finanssimarkkinoiden houkuttelevuutta ja sitä kautta

---

[146] Tällaiseen jaotteluun päätyy 500 suurinta eurooppalaista yritystä koskeneen tutkimuksensa perusteella *de Jong, Henry W.*: The Takeover Market in Europe: Control Structures and the Performance of Large Companies Compared. Review of Industrial Organisation. Netherlands 1991, s. 13 s. ja s. 16 s. *De Jong* päättelee tutkimuksensa perusteella, että toimivilla pääomamarkkinoilla, joilla siis yritysvaltauksia voidaan vapaasti suorittaa, yrityksillä on mahdollisuus suuremman voiton tuottamiseen ja sen vuoksi voiton maksimointi yhdistyy usein korkeaan markkina-arvoon.

[147] Vapailla yritysvaltausmarkkinoilla tarkoitetaan tässä tilannetta, jossa yritysvaltauksiin samoin kuin julkisiin ostotarjouksiin suhtaudutaan myönteisesti. Lisäksi edellytetään, että markkinoilla on puolueettomuutta ja yhdenvertaisuutta korostavat säännökset, jotka tarjoavat osakkeenomistajalle mahdollisuuden tarjousten arviointiin ilman yhtiön johdon sekaantumista asiaan (ts. lähinnä City Code'n säännökset).

[148] Ns. White Paper on Completing the Internal Market, COM(85)310.

siellä toimivien yritysten rahoitusmahdollisuuksia.[149] Päämääränä voidaan myöskin sanoa olevan luoda julkisesti noteerattujen yritysten osalta yritysvaltausten toteuttamiselle puitteet tarjoavat vapaat markkinat.[150] EY:n toimesta on laadittu julkisia ostotarjouksia koskeva 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus.[151] Sen ensimmäinen versio julkistettiin vuonna 1989, ja laajan valmistelun[152] ja keskustelun[153] jälkeen sen lopullinen versio on parhaillaan ratkaisevassa käsittelyssä.[154]

Direktiiviehdotuksen tarkoituksena on luoda julkisesti noteerattujen yritysten valtauksessa noudatettavat vähimmäissäännökset, ts. luoda sel-

---

[149] Lyhyt katsaus aiheesta on EY:n julkaisussa The European financial common market. European dokumentation 1989. Luxembourg, ks. erityisesti s. 39 ss. ja s. 56. EY:n pörssilainsäädännöstä ks. *Räihä, Henrik*: Börslagstiftningen i EG. Festskrift utgiven i anledning av Juristklubben Codex´ 50-års jubileum: Europeisk rätt i utveckling. Helsingfors 1990.s. 173 ss. ja *Wymeersch, Eddy*: Securities Regulation at the Level of the European Community. Helsinki 1989, erit. yritysvaltauksista ja niiden sääntelystä ks. s. 14 ja s. 46 ss .

[150] *De Jong*, s. 17, kuvaa direktiivin esnsisijaista tavoitetta "The Thirteenth Directive wants to open a free takeover market in the E.C. for stock exhange quoted firms."

[151] (Amended) Proposal for a thirteenth council direktive on company law concerning takeover and other general bids.

[152] Direktiivin valmistelun yhteydessä on teetetty kaksi laajaa selvitystä yritysvaltauksiin ja julkisiin ostotarjouksiin sekä sellaisilta suojautumiseen liittyvistä kysymyksistä, toinen EY:n komission toimeksiannosta (konsulttitoimisto Booz/Allenin laatima) ja toinen Englannin kauppa- ja teollisuusministeriön (DTI) toimeksiannosta (tilintarkastustoimisto Coopers & Lybrandin laatima). Ks. *Räihä* s. 182 s. ja esim. *Wolfgang Hirn*: Hohe Temperatur. Zwei Studien drängen die EG zum Abbau von Takeover-Barrieren. WirtschaftsWoche Nr. 1/2 · 5.1.1990 s. 104 ss.

[153] Englannin arvopaperimarkkinoiden avoimuuden vuoksi siellä on huomattavasti helpompaa toteuttaa julkisia tarjouksia kuin muissa EY-maissa. Tämän vuoksi englantilaiset ovat voimakkaasti vaatineet omien säännöstensä melko pitkälle menevää omaksumista ja koko EY-alueen kattavaa yhtiöoikeudellisen lainsäädännön harmonisointia, jotta englantilaisilla yrityksillä olisi muissa EY-maissa yhtä helppoa suorittaa yritysvaltauksia kuin muiden EY-maiden yrityksillä on tällä hetkellä Englannissa. Laajemmin tästä keskustelusta ks. esim. *Buijs, D.C.*: The next step in European community harmonisation of company law: Regulation of public bids ? Leiden Journal of International Law, Vol. 2, No. 1, May 1989, s. 107 ss.

[154] 1. ehdotus [Commission Proposal COM(88)823] 19.1.1989 (OJ C 64, 14.3.1989 ja Bulletin of the European Communities Supplement 3/89) ja 2. ehdotus [Amended Proposal COM(90) 416 final] 10.9.1990 (OJ C 240, 26.9.1990; Bull. EC 9-1990, point 1.2.101). Ks. myös EY:n talous- ja sosiaalikomitean mietintö (OJ C 298, 27.11.1989 [CES 298/89] ja sen lisämietintö (CES 277/91) sekä EY:n parlamentin kannanotto (OJ C 38, 19.2.1990). Direktiivin teksti ja sen yksityiskohtaiset perustelut on julkaistu myös mm. *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzerin* teoksessa s. 235 ss. ja s. 253 ss.

keät "pelisäännöt" eri osapuolille (tarjouksen tekijälle – ostajalle, sen kohteelle – osakkeenomistajille, kohdeyhtiölle, tarjouksen järjestäjinä toimiville arvopaperinvälitysliikkeille tai vastaaville ja ao. valvontaviranomaisille), jotta eri maissa toimivien ja eri maiden pörsseissä noteerattujen yritysten valtauksissa niihin liittyvine julkisine ostotarjouksineen noudatettaisiin yhtenäisiä periaatteita ja sijoittajien asema näin ollen olisi turvatumpi. Yhteisön jäsenmaat voivat sen lisäksi säätää ankarampia ja yksityiskohtaisempia säännöksiä.[155] Ehdotuksen mukaan kunkin jäsenmaan tulee perustaa erityinen yritysvaltauksia ja julkisia ostotarjouksia valvova elin.[156),157]

Direktiiviehdotus sisältää viisi pääperiaatetta, joiden tarkoitus on ohjata valvontaelinten ratkaisukäytäntöä: 1) osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu, 2) tarjouksen kohteena olevalla osakkeenomistajalla tulee olla riittävästi aikaa ja informaatiota päätöksentekoaan varten, 3) kohdeyhtiön hallituksen tulee toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti eikä se saa pyrkiä estämään tarjouksen onnistumista 4) arvopaperimarkkinoita ei saa vääristää (create false market)[158] ja 5) tarjous ei saa kohtuuttomasti häiritä kohdeyhtiön toimintaa. Monet periaatteet on omaksuttu Englannin City Code´ista. Perusperiaate, osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu, pyritään turvaamaan tarjousaikaa, tarjouksen sisältöä ja lunastusvelvollisuutta koskevilla sekä tietyt puolustautumistoimenpiteet estävillä määräyksillä.[159]

---

[155] *Dine, Janet*: The Proposal for a Thirteenth Directive on Takeovers. The Company Lawyer 1991, s. 83.

[156] Direktiiviehdotuksen 6. artikla. Sen tulkinnasta ks. *Dine* s. 84 s. Ehdotetusta valvontaviranomaisesta sekä itsesääntelyn eduista ja haitoista ks. *Hahn* s. 147. Ko. viranomaisen tietojensaantioikeus on säännelty 17. artiklassa.

[157] EY:n talous- ja sosiaalikomitea korosti lausunnossaan, että kohdeyhtiön kotimaan säännöksiä tulisi noudattaa ja ao. maan valvontaelimen valvoa tarjousta myös sellaisten osakkeenomistajien osalta, jotka asuvat toisessa maassa. CES (91) 277 s. 6. Valvontaelimen toimivaltaa koskevat säännökset on kaikesta huolimatta todettu puutteellisiksi, Business Law Brief January 1991 s. 11.

[158] Käsite false market on omaksuttu City Code´ista (General Rule 6) ja sillä tarkoitetaan lähinnä pörssikurssien "manipulointia" osapuolten toimesta liikkeellelaskettavien huhujen tms. avulla tai myymällä tai ostamalla niin suuria määriä ko. osakkeita, että sen hinta kehittyy haluttuun suuntaan. Erityisen ongelmalliseksi on tältä osin koettu ns. lyhyeksi myynti, ts. sellaisten osakkeiden myynti, jotka on tarkoitus hankkia halvemmalla vasta myöhemmin tulevaisuudessa tarjouksen hintaa kohottavan vaikutuksen lakattua. Ks. *Johnston* s. 201 ja *Snaith* s. 99.

[159] *Dine* s. 83

Direktiivin soveltamisala tulee olemaan laaja. Sen 1. artiklan mukaan sitä sovelletaan osakeyhtiön julkisesti noteeratuista osakkeista tehtyihin julkisiin ostotarjouksiin.[160] Direktiivin 2. artikla sisältää määritelmiä. Siinä on ensinnäkin määritelty yritysvaltaus tai muu julkinen tarjous yhtiön osakkeenomistajille tehdyksi tarjoukseksi hankkia kaikki tai osa näiden omistuksessa olevista arvopapereista käteismaksua vastaan tai vaihdossa tarjottavia muita arvopapereita vastaan. Arvopapereilla tarkoitetaan yhtiössä äänioikeuden tuottavia siirtokelpoisia arvopapereita ja arvopapereita, joilla on mahdollista saada tällaisia arvopapereita. Tärkeä on myös säännökseen sisältyvä yhteistoiminnassa olevia henkilöitä koskeva määritelmä, jonka mukaan sopimuksen tai yhdenmukaisen käyttäytymisen perusteella henkilöiden voidaan tarjouksessa katsoa toimivan yhteistyössä keskenään.

Tarjouspakko, ts. lunastusvelvollisuus, on säännelty 4. artiklassa. Lunastusvelvollisuus syntyy ostajan hankittua yli kolmanneksen kohdeyhtiön äänivallasta.[161] Säännökseen sisältyy lukuisia poikkeuksia ja jäsenmaille annettuja valtuuksia poikkeusten myöntämiseen lunastusvelvollisuudesta. Mm. ostajan, joka ylittää rajan enintään 3 %:lla, ei tarvitse tehdä lunastustarjousta, jos hän sitoutuu vuoden kuluessa luopumaan rajan ylittävästä osasta. Lunastushintaa ei ole määritelty lainkaan, vaan ostaja saa vapaasti määrätä tarjoushinnan. Yleisesti lunastusvelvollisuussäännöksen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajia tarjoamalla heille tilaisuus myydä osakkeensa samaan hintaan, joka määräysvallan tuottavista osakkeistakin on maksettu. Tällaista suojaa säännös ei kuitenkaan tule tarjoamaan, vaan kohdeyhtiötä voi edelleen hallita mahdollisesti melko pienelläkin omistusosuudella, jolloin vähemmistöosakkeenomistajille ei jää muuta vaihtoehtoa kuin myydä osakkeensa tarjouksen mukaiseen – ehkä halpaan – hintaan – tai jäädä osakkaaksi.[162]

Kohdeyhtiön puolustautumismahdollisuuksia rajoitetaan artiklassa 8. Tarjouksen voimassaoloaikana yhtiön hallitus ei saa toimeenpanna osake-

---

[160] Direktiivin 1. ehdotuksessa soveltamisalaan kuuluivat kaikkien osakeyhtiöiden osakkeet, mutta tätä supistettiin julkisen valvonnan alaisena toimivilla markkinoilla noteerattuihin osakkeisiin tai niiden johdannaisiin.

[161] Jäsenmaat voivat halutessaan päättää tätä alhaisemmasta lunastusvelvollisuusrajasta. Säännöksessä on laaja määritelmä lunastusvelvollisuuden luovan äänivallan laskemistavasta.

[162] Tältä osin direktiiviehdotusta on voimakkaasti arvostellut mm. Englannin Law Societyn Company Law Committee, Business Law Brief January 1991 s. 10.

antia[163] tai laskea liikkeeseen osakkeiden saantiin oikeuttavia muitakaan arvopapereita, eikä ryhtyä yhtiön varoihin ja velkoihin nähden olennaisiin liiketoimiin ilman valvontaviranomaisen perusteltua lupaa eikä saa hankkia yhtiön omia osakkeita. Säännöksellä on pyritty estämään tarjouksen torjuminen esim. tekemällä huonoja liiketoimia, myymällä yhtiön merkittävin ja siten ostajaa kiinnostava omaisuus (ns. crown jewels) tai tekemällä johtohenkilöiden kanssa näille poikkeuksellisia etuja tarjoavia sopimuksia (ns. golden parachutes). Hallitus saa kuitenkin kutsua yhtiökokouksen koolle päättämään mahdollisista puolustautumistoimista.[164] Kohdeyhtiön hallituksen tulee lisäksi 14. artiklan mukaan esittää perusteltu mielipiteensä tarjouksesta ja ilmoittaa, aikovatko hallituksen jäsenet itse omistamiensa osakkeiden osalta hyväksyä tarjouksen.

Direktiiviehdotus sisältää yksityiskohtaiset säännökset myös muista julkisen ostotarjouksen kannalta keskeisistä kysymyksistä, kuten tiedottamisvelvollisuudesta (art. 7, 11 ja 18), tarjousasiakirjan sisällöstä (art. 10), tarjouksen voimassaoloajasta (art. 12), tarjouksen peruuttamisoikeudesta (art. 13), tarjousehtojen muuttamisesta ja sen vaikutuksesta tarjousaikaan (art. 15), tarjousehtojen automaattisesta muuttamisesta, jos ostaja hankkii osakkeita kalliimmalla (art. 16), työntekijöille tiedottamisesta (art. 19) ja kilpailevista tarjouksista (art. 20). Kilpaileva tarjous pidentää automaattisesti alkuperäisen tarjouksen voimassaoloaikaa, ellei tätä peruuteta. Kilpailevan tarjouksen takia on myös alkuperäiseen tarjoukseen annettu vastaus mahdollista peruuttaa.[165]

Alkuperäisen aikataulun mukaan EY:n jäsenmaiden tulee omaksua direktiivi tammikuuhun 1992 mennessä, ja siihen liittyvien kansallisten

---

[163] Tältä osin kattavien säännösten tarpeellisuutta osoittaa belgialaisen Société Générale de Belgigue -yhtiön tapaus. Yhtiö torjui sitä uhanneen yritysvaltauksen suuntaamalla merkittävän määrän uusia osakkeita sen 99 %:sti omistamalle tytäryhtiölle. Emoyhtiö lainasi tytäryhtiölle osakemerkinnässä tarvittavat varat. Pian operaation jälkeen määräysvalta ko. tytäryhtiössä myytiin ystävällismieliselle taholle. *Holmes, Garrick - de Bony, Elizabeth*: EC Commission Trains its Guns On Corporate Takeover Defenses. The Journal of European Mergers & Acquisitions Vol. 2/no. 5 1990, s. 38.

[164] Ks. *Assmann-Basaldua-Bozenhardt-Peltzer* s. 211 ss. Ehdotettu säännös muistuttaa pitkälti City Code´in vastaavia säännöksiä. Ks. johtajasopimusten osalta erityisesti City Code, Rule 25. Direktiiviehdotuksen vaikutuksesta kohdeyhtiön puolustautumismahdollisuuksiin ks. *Holmes-Bony* s. 35 ss. ja erit. s. 38.

[165] Tältä osin jäsenmaat voivat noudattaa omaa lainsäädäntöään, jos siinä ei ole sallittu tarjoukseen annetun vastauksen peruuttamista. Artikla 20 (7).

lakien ja niiden muutosten on tarkoitus tulla voimaan tammikuuhun 1993 mennessä.[166] Monet jäsenmaat ovat kuitenkin suhtautuneet vastahakoisesti koko direktiivihankkeeseen.[167]

Matti J. Sillanpää

[166] *Dine* s. 87.

[167] Erityisesti Englannin kauppa- ja teollisuusministeriö (DTI) ja Law Society suhtautuvat ehdotukseen kriittisesti, koska toteutuessaan se supistaisi Takeover Panelin hyväksi koettua harkintavaltaa. Näin Business Law Brief January 1991 s. 10 s. Näin myös Henrik Räihä esitelmässään "Yrityskaupat ja yhtiölainsäädäntö" Lakimiesliiton Koulutuskeskuksen järjestämällä EY-oikeuden jatkokurssilla – Tavaroiden, palveluiden ja pääoman vapaa liikkuvuus Brysselissä 12.4.1991. Laajemmin suhtautumisesta direktiiviehdotukseen ks. esim. *Mace, Dan C.*: The Takeover Direktive. Englannin Law Societyn yhtiöoikeudellisen toimikunnan (Standing Committee on Company Law) järjestämässä konferenssissa 25.11.1991 "Recent Developments in Company Law" pidetty esitelmä.

[Artikkeli 2]

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA II

Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä

(Defensor Legis n:o 3–4 1992 s. 251–279)

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA II

Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä

(Übernahmeangebote II)

VIII Arvopaperimarkkinalain 6 luvun valmisteluvaiheet[1)]

Ennen arvopaperimarkkinalain[1a)] säätämistä julkisesta ostotarjouksesta oli lyhyt säännös Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännön[2)] 55 §:ssä. Säännös koski sekä julkista osto- että myyntitarjousta.[3)] Siihen sisältyivät määräykset tarjouksessa mainittavista tiedoista ja tarjouksen päätyttyä julkistettavista seikoista. Tarjous tuli osoittaa kaikille saman osakelajin omistajille. Välillisesti säännöksellä lienee tarkoitettu näiden yhdenvertaista kohtelua. Säännöksessä ei kuitenkaan nimenomaisesti velvoitettu tarjouksen tekijää kohtelemaan tarjoukseen vastanneita yhdenvertaisesti.

Meillä havaittiin yleisen arvopaperimarkkinoita sääntelevän lainsää-

---

[1)] Artikkelin I osa on julkaistu DL:n numerossa 11–12 1991 ss. 662–699.

[1a)] Arvopaperimarkkinalaki (AML) 26.5.1989/495.

[2)] Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan hallintoneuvoston vahvistama 11.9.1985. Mainitun itsesääntelynormiston 53 ja 54 §:issä olivat säännökset lunastusvelvollisuudesta, joka syntyi yli 80 %:n äänivallan hankkimisen jälkeen (53[1] §:n 26.5.1987 vahvistetun sisällön mukaisesti). AML:n voimaantultua vahvistetussa (20.12.1989) uudessa ohjesäännössä ei ole enää mainittu julkista ostotarjousta. Ainoastaan lunastustarjouksesta on säännön 6 luvun 8 §:ssä hieman AML:n vastaavasta normista poikkeava säännös. Lunastusvelvollisuudesta enemmän myöhemmin ilmestyvässä, tämän artikkelin viimeisessä, III osassa.

[3)] Merkillepantavaa on, että em. säännöksessä oli huomioitu myös mahdollisuus julkisen *myynti*tarjouksen tekemiseen. Ks. arvopaperipörssin ohjesäännön em. vanhan version 55 §: "Jos pörssiyhtiö ... julkisesti tarjoutuu ostamaan tai myymään toisen pörssiyhtiön osakkeita, on tarjouksessa mainittava ...".

dännön[4] valmistelun yhteydessä tarpeelliseksi sisällyttää siihen ulkomaisten esikuvien mukaisesti myös julkista ostotarjousta koskevia säännöksiä. Arvopaperikauppakomitean I osamietinnössä[5] tarkastellaan eri maissa voimassa olevaan oikeuteen ja itsesääntelyyn perustuvia säännöksiä melko laajasti ja päädytään ehdottamaan, että säädettävään arvopaperimarkkinalakiin otettaisiin lunastustarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevat perussäännökset.[6] Komiteanmietinnössä kutsutaan sittemmin laissa julkiseksi ostotarjoukseksi otsikoitua menettelyä lunastustarjoukseksi ja sen erityistapausta lunastusvelvollisuudeksi. Tämä ilmentää hyvin sen, että julkinen ostotarjous (AML 6:1 §) on yleissäännös ja lunastusvelvollisuus (AML 6:2 §) erityissäännös. Lunastusvelvollisuus on luonteeltaan tiettyjen edellytysten täyttyessä tehtävä pakollinen, kaikki muiden kuin tarjouksen tekijän tai tämän kanssa yhteistoiminnassa olevien tahojen omistamat osakkeet käsittävä, julkinen ostotarjous.[7],[8] Mietintöön sisältyvän lakiehdotuksen yksityiskohtaisissa perusteluissa ao. pykälän[9] osalta käytetään tekstissä nimitystä julkinen ostotarjous. Sen pohjalta myöhemmin laaditussa hallituksen esityksessä[10] säännös on jo otsikoitukin julki-

---

[4] Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön tavoitteista yleensä ks. esim. *Astola, Tiina*: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990, s. 20 ss., *Jääskinen, Niilo*: Arvopaperimarkkinoiden sääntely, Oikeus 1988 s. 364 s. ja *Rissanen, Kirsti*: Lait arvopaperimarkkinoille, LM 1988 s. 647 ss. sekä jäljempänä mainitut komitean mietinnöt.

[5] Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö. KM 1987:44.

[6] KM 1987:44 s. 243 ss., s. 273 s. ja s. 351 ss. Valtioneuvosto oli jo 27.11.1986 asettaessaan komitean antanut sen yhdeksi tehtäväksi "selvittää tarvetta ja mahdollisuuksia toteuttaa ... säännöksiä velvollisuudesta lunastaa osakkeita "

[7] Arvopaperikauppakomitean II osamietinnöstä — Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla, KM 1989:36, antamassaan lausunnossa Pankkitarkastusvirasto korostaa, että laista tulisi nimenomaan käydä ilmi, että vapaaehtoinen ja pakollinen ostotarjous ovat julkisen ostotarjouksen alalajeja. Ks. *Astola, Tiina*: Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Tiivistelmä lausunnoista. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1990. Helsinki, s. 34.

[8] Pakollisella julkisella ostotarjouksella voidaan tarkoittaa myös tilannetta, jolloin omistusosuutta saadaan lisätä vain julkisen ostotarjouksen avulla. Tällaisessa tilanteessa tarjouksen ei tarvitse käsittää kaikkia "jäljellä olevia" osakkeita, vaan tarjouksen tekijän omassa harkinnassa on tarjouksen tarkoittama osakkeiden määrä. Tämän tyyppisellä pakollisen ostotarjouksen sääntelyllä pyritään yleensä turvaamaan osakkeiden myyjien yhden- / tasavertainen kohtelu merkittävien omistusjärjestelyjen yhteydessä.

[9] Lakiehdotuksen 6:1 §, KM 1987:44 s. 353 ss.

[10] Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi, 1988 vp. — HE n:o 157.

seksi ostotarjoukseksi, joka kuvaa sen sääntelemää tilannetta paremmin kuin lunastusvelvollisuus.[11]

Sääntelyn tavoitteena on mietinnössä todettu olevan,että "pientenkin osakemäärien omistajat tuntevat osakkeita myydessään olevansa yhdenvertaisessa asemassa suuromistajien kanssa niissä yhtiöissä, jotka keräävät osakepääomaa suurelta yleisöltä."[12] Pienosakkaiden aseman korostamisesta huolimatta on huomattava, ettei laissa ole mitenkään erityisesti pyritty turvaamaan pienosakkaan, osakesäästäjän tms. asemaa, vaan lain nimenomaisena tavoitteena on erilaisten sijoittajien ja sijoittajaryhmien tasapuolinen kohtelu. Tämä merkitsee kärjistetysti sitä, ettei myöskään pienosakkaita voida suosia suurosakkaiden kustannuksella.[13] Tavoitteena on ts. osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden lisääminen erityisesti siten, ettei tietyillä osakkailla olisi myyjän henkilöstä tai muusta syystä johtuen mahdollisuutta saada samanlaisissa olosuhteissa osakkeistaan parempaa hintaa kuin toisilla.[14] Erityisesti pyrittiin selkeiden "pelisääntöjen" luomi-

[11] HE 157/1988 s. 51. Julkinen ostotarjous saattaa joissakin tilanteissa olla lunastustarjouksen luonteinen, esim. jos tavoitteena on yhtiön koko osakekannan hankkiminen. Mutta se saatetaan tehdä myös vaikkapa 5 tai 10 %:n omistusosuuden hankkimiseksi, jolloin lunastustarjous ei olisi ollut kovin onnistunut nimitys. Terminologisesti olisi myös ollut vaikeaa erottaa toisistaan lunastusvelvollisuuden perusteella tehtävä lunastustarjous vapaaehtoisesta lunastustarjouksesta. Julkinen ostotarjous on tämänkin vuoksi osuvampi ja selkeämpi nimitys AML 6:1 §:n normille. Lunastusvelvollisuus on puolestaan hyvä nimitys AML 6:2 §:n normille, vaikka ulkomaisissa normeissa tilannetta usein kutsutaankin tarjouspakoksi tai pakolliseksi tarjoukseksi. Ks. esim. *Christiansen, Per — Bjørland, Jan*: Verdipapirhandelloven med kommentarer. Oslo 1990, s. 97.

[12] KM 1987:44 s. 351. Sama perustelu on otettu suoraan myös hallituksen esitykseen, HE 157/1988 s. 51.

[13] Pienosakkaille ei siten voida antaa parempia oikeuksia kuin suurosakkaille esim. julkisen ostotarjouksen ehdoissa. Itse käsitteet pienosakas, osakesäästäjä tai suurosakas yms. ovat jo sinänsä hyvin epämääräisiä ja niitä on mahdotonta täsmällisesti määritellä.

[14] AML:n perusteluista heijastuu tässä, niinkuin eräissä muissakin kohdissa, pyrkimys korostetun ihanteellisiin ratkaisuihin, jolloin näyttää siltä, ettei aina olisi muistettu pörssitoiminnan peruslähtökohtaa, ts. osakkeiden hintojen vaihtelua ja sitä tosiasiaa, että nimenomaan mahdollisuus spekulatiivisiin voittoihin (jotka välttämättä sisältävät myös suuren tappioriskin) on sijoittajia puoleensavetävä ja arvopaperipörssin toiminnan kannalta välttämätön seikka. Lainsäädännön tulisi luoda oikeudenmukaisiksi koetut puitteet toiminnalle, mutta se ei voi taata kaikille sijoittajille "riskittömyyttä ja parasta mahdollista hintaa". Tämä on todettu myöskin em. komitean mietinnössä: "Sääntelyssä on rajoituttava niihin seikkoihin, jotka vaikuttavat *olennaisesti* sijoittajien arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntemaan *luottamukseen* ja pääomien ohjautumiseen kansantalouden kannalta tärkeään toimintaan" (kurs. tässä), KM 1987:44 s. 262. Tasapainoilu riittävän sääntelyn ja arvopaperimarkkinoiden käytännön toimivuuden edellyttämän riittävän toimintavapauden välillä on luonnollisesti hyvin vaikeaa.

seen ja menettelyn avoimuuteen tilanteissa, joissa yhtiön omistuspohja muuttuu merkittävästi.[15] Tällä tavoin näihin järjestelyihin muutoin usein arvopaperimarkkinoilla liittyvät epäluulot saattavat hälvetä,[16] ja joka tapauksessa kaikille halukkaille tarjoutuu mahdollisuus tasapuolisesti osallistua järjestelyihin.[17]

Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi korostetaan nimenomaisesti, että nyt tarkasteltavana olevat säännökset ovat tarpeen "markkinoiden puolueettomuuden takaamiseksi".[18] Säännösten tarkoituksena

---

[15] Epäkohdaksi oli koettu arvopaperipörssin ulkopuoliset kaupat, joiden osalta usein epäiltiin, että merkittävistä osake-eristä oli maksettu korkeampi hinta kuin arvopaperipörssin välityksellä ostetuista osakkeista, KM 1987:44 s. 351. Jos puolestaan tällaiset suuret etukäteen sovitut kaupat halutaan toteuttaa arvopaperipörssin välityksellä, esille nousevat helposti väitteet ns. kurssimanipulaatiosta. Julkista ostotarjousta koskevan säännöksen perustelujen mukaan sillä pyrittiin juuri hälventämään epäilyjä, että toiset osakkeenomistajat saavat samanlajisista osakkeista järjestyneiden markkinoiden ulkopuolella paremman hinnan kuin toiset, ks. HE 157/1988 s. 50 s.

[16] Osakkeen pörssikurssin vääristämisestä, ts. kielletystä hintamanipulaatiosta, AML:n ja vastaavien ulkomaisten säännösten tarkoittamassa mielessä on kyse tilanteissa, joissa osakkeen hintaan vaikutetaan jonkin markkinaosapuolen harhaanjohtamiseksi tai esim. johdannaismarkkinoiden hintakehitykseen vaikuttamiseksi. Esim. Englannin City Code'iin on alusta (1959–) lähtien sisältynyt kurssien vääristämisen kieltävä säännös (Prevention of false market), jonka lähtökohtana on nimenomaan ollut estää ulkopuolisten harhaanjohtaminen kursseihin vaikuttamalla. Ks. esim. *Johnston, Sir Alexander*: The City Take-over Code. Oxford 1980, s. 200 s. Säännös sisältyy City Code'n 6. pääperiaatteeseen, ks. *The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares*. The Panel on Takeovers and Mergers. London 25.10.1990 (ajantasakansio), s. B 2. Pörssin ulkopuolisia kauppoja vakavammaksi ongelmaksi on Englannissa koettu pörssikurssin manipulointi alaspäin ennen julkisen tarjouksen tekemistä, jolloin osakkeenomistajille muodostuu väärä käsitys osakkeiden arvosta.

Sen sijaan osapuolten etukäteen sopiman suuren kaupan toteuttamiseksi suoritettava osakkeiden ostaminen nouseviin hintoihin, ja siten kurssitasoon vaikuttaminen, ei välttämättä johda ketään harhaan, tosin se tarjoaa joillekin ehkä mahdollisuuden "hyvään" kauppaan. On luonnollista, että osa muistakin osakkeenomistajista saattaisi olla halukkaita myymään osakkeensa ko. hinnalla. Lainsäädännössä ei kuitenkaan ole katsottu tarpeelliseksi tarjota heille tätä tilaisuutta, koska julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevia säännöksiä ei ole muotoiltu sellaisiksi.

[17] Kaikkien näiden perustelujen lopullisena tavoitteena oli oikeudenmukaisuutta ja yhdenvertaisuutta korostamalla luoda säännökset, jotka lisäisivät markkinoilla toimivien osapuolten luottamusta toinen toisiinsa ja sitä kautta markkinoiden toimivuus ja tehokkuus paranisi.

[18] HE 157/1988 s. 1.

todetaan olevan, että "pörssi-ja sopimusmarkkinayhtiöiden omistuspohjan muutosjärjestelyt mahdollisuuksien mukaan toteutetaan järjestäytyneille markkinoille tehdyillä julkisilla ostotarjouksilla".[19] Tämä on ainoastaan lain perusteluihin sisältyvä suositus. Kansainväliset esimerkit monien maiden säännöksistä osoittavat julkisen tarjouksen käyttämisen olevan pakollista usein jo melko pientenkin omistusjärjestelyjen osalta.[20] Meillä ei kuitenkaan haluttu ainakaan tässä vaiheessa mennä niin pitkälle. Lakiin ehdotettiin otettavaksi perussäännökset niistä menettelytavoista, joita on noudatettava hankittaessa osakkeita julkisella ostotarjouksella, ts. tämän menettelyn käyttäminen jätettiin tarkoituksella vapaaehtoiseksi. Lunastusvelvollisuuden aikaansaava raja asetettiin varsin korkeaksi — kahdeksi kolmasosaksi[21] kohdeyhtiön äänivallasta. Tätä alhaisemmista kynnyksistä keskusteltiin lainvalmistelun ja sen eduskuntakäsittelyn yhteydessä, muttei katsottu alhaisempaa rajaa tarkoituksenmukaiseksi.[22] Mietintöön liittyi eriävä mielipide, jossa vaadittiin lunastusvelvollisuusrajan

---

[19] HE 157/1988 s. 51.

[20] Suppea katsaus arvopaperimarkkinoiden kannalta tärkeimpien maiden julkista ostotarjousta koskeviin säännöksiin sisältyy arvopaperikauppakomitean I osamietintöön, KM 1987:44 s. 246 ss. Melko kattava esitys eri maiden säännöksistä on myös esim. International Financial Law Review'n liitteissä IFL Rev Special Supplement February 1990 (Leverage: Opening up new opportunities. A Guide to the Law) ja January 1991 (International M & A. A guide to the regulation of mergers and acquisitions worldwide) sekä teoksessa *International M & A Law*. Euromoney Books and The International Financial Law Review. Bath, England 1991. Ruotsin, Norjan, Englannin, Yhdysvaltojen, Ranskan ja Saksan säännösten pääpiirteitä sekä EY:n säännösehdotusta on tarkasteltu tämän artikkelin I osassa, DL 1991 s. 673 ss.

[21] Kahden kolmasosan raja juontaa juurensa osakeyhtiölain (L 1978/734) yhtiöjärjestyksen muuttamiselle asettamasta perussäännöksestä, OYL 9:14 §, ks. HE 157/1988 s. 53. Kahden kolmasosan "määräenemmistöhän takaa osakeyhtiölain mukaan mahdollisuuden yhtiön kannalta merkittävien päätösten läpiviemiseen", kuten komitean mietinnössä todetaan, KM 1987:44 s. 275. Nuolimaa arvostelee tätä perustelua, koska siinä lunastusvelvollisuus on sidottu äänimäärään vaikka yhtiöjärjestyksen muuttaminen osakeyhtiölain mukaan edellyttää lisäksi samaa enemmistöä yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista, *Nuolimaa, R.O.*: Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta, LM 1989 s. 7.

[22] Toinen esillä ollut vaihtoehto oli lunastusvelvollisuuden asettaminen konsernisuhteen syntyvaiheeseen, mutta se todettiin "elinkeinopoliittisesti epätarkoituksenmukaiseksi", ks. HE 157/1988 s. 29, ja "arvaamattomiin seurauksiin" johtavaksi, ks. KM 1987:44 s. 274. Alhaisempi lunastusraja olisi useissa tapauksissa pakottanut omistajia sitomaan huomattavasti nykyistä suurempia pääomia yhtiöiden hallitsemiseen.

sitomista yli 50 %:n äänivaltaan, joka perussäännöksen mukaisesti aikaansaa konsernisuhteen.[23), 24)]

Julkista myyntitarjousta, ts. tilannetta, jossa osakkeenomistaja tarjoaa omistamiaan osakkeita julkisesti myytäväksi, koskevia säännöksiä ei otettu lakiin, koska sen yleiset arvopaperien markkinointiin liittyvät säännökset katsottiin "tässä vaiheessa" riittäviksi.[25), 26)]

---

23) Tämä oli Osakesäästäjien keskusliitto ry:n puheenjohtajana toimivan professori Leppiniemen mielipide, KM 1987:44 s. 427 s. Hän perusteli kantaansa erityisesti sillä, että yhtiön luonne finanssisijoituskohteena saattaa monin tavoin muuttua silloin, kun siitä tulee konserniyhtiö.

Viimeisimmässä AML:n uudistamista pohtineen toimikunnan mietinnössäkään ei ehdoteta 2/3-rajan alentamista. KM 1991:41 Yhdentyvä Eurooppa ja Arvopaperimarkkinalait. Arvopaperitoimikunnan mietintö s. 388 s. ja s. 466.

24) Samanlainen vaatimus esitettiin pankkivaliokunnan mietinnössä olevassa kansandemokraattisten edustajien Esko Seppäsen ja Esko-Juhani Tennilän vastalauseessa. He esittivät, että lunastusvelvollisuus olisi syntynyt osakkeenomistajan saatua yli puolet yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä ja että käypänä hintana tulisi pitää "sitä markkinahintaa, jonka osakkeenomistaja on maksanut osakkeesta lunastusvelvollisuuden syntyhetkellä." Ks. 1989 vp. — PaVM n:o 1 — Esitys n:o 157/1988 vp. s. 9. Heidän esityksensä olisi toteutuessaan vastannut huomattavasti paremmin arvopaperipörssitoiminnan kannalta merkittävissä länsimaissa voimassa olevia ja toimiviksi osoittautuneita säännöksiä kuin arvopaperimarkkinalakiin otettu säännös.

25) HE 157/1988 s. 51. Ks. myös *Astola* s. 82 ja s. 82 alav. 26. Ruotsin osakeyhtiölaissa on säännöksiä tilanteesta, jossa osakkeenomistaja tarjoaa osakkeitaan myytäväksi yleisölle vähintään miljoonan kruunun arvosta. Sen mukaan yhtiön tulee tällöin ko. osakkaan kustannuksella laatia osakeantiesitettä vastaava tarjousesite. Ks. SABL 4:18 §, 4:19 § ja 4:26 § sekä *Kedner, Gösta – Roos, Carl Martin*: Aktiebolagslagen. Del 1. Lund 1988, s. 132 ss. Esite on laadittava, jos osakkeita tarjotaan laajan joukon merkittäväksi ("till en vidare krets"). Tässä yhteydessä laajan joukon on katsottu olevan kyseessä ainakin, jos osakkeiden ostajia arvioidaan olevan yli 200. *Kedner–Roos* I s. 134 ja SOU 1971:9 Större företags offentliga redovisning. Betänkande av fondbörsutredningen, s. 80. Nämä säännökset eivät luonnollisestikaan koske arvopaperipörssin välityksellä tapahtuvaa osakkeiden myyntiä.

26) Julkisella myyntitarjouksella saavutetaan huutokauppamenettelylle tyypillisiä etuja, mm. ostajien välinen kilpailu. Lisäksi se tarjoaa mahdollisuuden esitellä myytävänä olevaa yhtiötä ja siihen tai tarjottavaan osake-erään ehkä muutoin liittyviä erityispiirteitä. Tarjouskilpailuun saatetaan tällä tavoin saada useampia kiinnostuneita ostajia kuin muutoin olisi tilanne. Normaali myyntitarjoushan voidaan kohdistaa vain myyjän ja/tai välittäjän tiedossa oleville potentiaalisille ostajille. Ks. osakkeiden tai yrityksen myynnistä huutokauppamenettelyn avulla esim. *Guynn, Steven D. — Curtin, David P.*: How to sell a business at auction. International Financial Law Review, September 1991, s. 38 ss.

IX Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n soveltamisalasta[27)]

Säännöksen perusteluista ilmenee, kuten jo edellä on todettu, että sen keskeisenä tavoitteena on oikeudenmukaisuuteen ja tasapuolisuuteen tähtäävän menettelytavan muodostuminen yleiseksi käytännöksi hankittaessa merkittäviä omistuksia pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöissä. Lisäksi perusteluissa esitetään säännöksen tarkoituksena olevan, että näiden yhtiöiden "omistuspohjan muutosjärjestelyt mahdollisuuksien mukaan" toteutettaisiin julkisina ostotarjouksina.[28)]

AML 6 luvun 1 §:n 1 momentin perustelujen mukaan julkisella ostotarjouksella "tarkoitetaan sanomalehdessä tai muussa tiedotusvälineessä julkaistua taikka tarjouksen tekijän tiedossa oleville omistajille henkilökohtaisesti toimitettua tarjousta "ostaa pörssi- tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita, vaihtovelkakirjoja, optiotodistuksia, merkintäoikeuksia tai mahdollisia muita osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita.[29)]

Julkisesta ostotarjouksesta ei lain perustelujen mukaan ole kyse, jos tarjous esitetään suppealle joukolle ennalta määrättyjä henkilöitä.[30), 31)]

[27)] Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 1 momentti, johon sisältyy julkista ostotarjousta koskeva perussäännös, kuuluu:

Joka julkisesti tarjoutuu ostamaan pörssiyhtiön tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, ei saa asettaa tarjouksen tarkoittamien arvopaperien omistajia eriarvoiseen asemaan.

[28)] AML:a koskevan hallituksen esityksen yksityiskohtaiset perustelut 6 luvun johdannossa, HE 157/1988 s. 51.

[29)] HE 157/1988 s. 51.

[30)] Näin HE 157/1988 s. 51. Suppean joukon määrittelyä laki tai sen perustelut eivät sisällä. Kysymys tulee ratkaista tapauskohtaisesti.

[31)] Vrt. esim. osakeannin yhteydessä tarjousesitteen laatimisvelvollisuudesta erityisestä syystä myönnettävää poikkeuslupaa koskevaan säännökseen (AML 2:6 §), jonka osalta mm. pankkitarkastusviraston ohjeissa käytetään lain perustelujen tapaan samantyyppistä rajausta. Poikkeuslupa tarjousesitteen laatimisvelvollisuudesta voidaan helpommin myöntää ja tarjouksen kohteena oleva joukko voinee olla suurempi kohdistettaessa tarjous ammattisijoittajille kuin kohdistettaessa se jollekin muulle ryhmälle. Lain perusteluissa näiden kummankin tulee olla "etukäteen määrättyjä" ryhmiä. Säännösten perustelut kuitenkin eroavat siinä, että AML 2:6 §:n osalta korostetaan sijoittajajoukon asiantuntemusta ja AML 6:1 §:n osalta joukon suppeutta. HE 157/1988 s. 28 ja s. 51. Ks. tältä osin myös *Astola* s. 77 alav. 18 ja Pankkitarkastusvirasto: Tarjousesiteohje. 17.7.1989 (661/8.9/89). Nro 7.01, s. 2. Keskeinen ero näissä säännöksissä on kuitenkin siinä, että tarjousesite on aina osakeannin tms. yhteydessä laadittava, ja tästä velvollisuudesta voidaan ainoastaan myöntää poikkeuslupa, kun taas julkisen ostotarjouksen tekeminen jo sinänsä on vapaaehtoista.

Lakiin tällaista soveltamisalan rajoitusta ei kuitenkaan ole otettu, vaan siinä käytetään soveltamisalan rajaamisessa käsitettä "julkisesti". Tarjous on luonnollisesti esitetty julkisesti silloin, kun se julkaistaan jossakin sanoma- tai aikakauslehdessä, radiossa, televisiossa tai esim. Reutersin tms. sähköisessä tiedonvälitysverkossa taikka lähetetään postitse osakasluetteloon merkityille osakkeenomistajille. Muutoin on sen sijaan pohdittava, kuinka monelle henkilölle tarjous on esitettävä, ennen kuin siitä tulee sen esitystavasta riippumatta julkinen.[32), 33)] Eräs, joskaan ei nähdäkseni kovin toimiva, ratkaisu julkisuus-käsitteen tulkintaan olisi sen lähestyminen myyjän näkökulmasta, jolloin tarjousta ei pidettäisi julkisena silloin,

---

[32)] Ruotsin vastaavia kysymyksiä sääntelevän itsesääntelynormin julkisen ostotarjouksen määrittely, I luku s. 8, (Näringslivets börskommitté: Rekommendation rörande offentlig erbjudande om aktieförvärv. Stockholms Handelskammare. Industriförbundet. Stockholm 1988. [jälj. NBK:OE]) muistuttaa osakeantiin tai osakkeiden myyntiin liittyvän osakeyhtiölain mukaisen tarjousesitteen laatimisvelvollisuutta (SABL 4:18 §). Julkista ostotarjousta koskevia säännöksiä sovelletaan, jos tarjous on julkinen ("offentligt"), kohdeyhtiön omistus laajalle levinnyt ("med spritt ägande") ja tarjouksen ehdot ovat yleiset ("generellt angivna villkor"), kun taas tarjousesite on laadittava, jos tarjous julkistetaan tai osakkeita muutoin tarjotaan ("offentliggör eller på annat sätt") laajalle joukolle ("till en vidare krets"). Velvollisuus osakeyhtiölain mukaisen tarjousesitteen laatimiseen on katsottu syntyvän, jos osakkeiden ostajia tai merkitsijöitä oletetaan olevan vähintään 200. Ks. edellä julkisen myyntitarjouksen yhteydessä olevassa alaviitteessä mainitut lähteet. Näin ollen voitaneen säännösten ja muidenkin olosuhteiden vastaavuuden vuoksi em. perusteilla katsoa Suomenkin osalta, että julkista ostotarjousta koskevia säännöksiäkin tulee soveltaa ainakin tällaisessa tilanteessa, ts. jos ei-julkisen tarjouksen kohteena on vähintään 200 henkilöä. Katsoisin kuitenkin, että julkista ostotarjousta koskevia säännöksiä tulee soveltaa, vaikka kyseessä olisi tätä paljon pienempikin joukko. Näin erityisesti, koska hallituksen esityksessä rajataan ainoastaan suppealle joukolle esitetty tarjous pois soveltamisalan piiristä. Suppea joukko ei voine käsittää kovin montaa kymmentä henkilöä.

[33)] Hallituksen esityksessä, HE 157/1988 s. 51, olevaa perustelua "tarjouksentekijän tiedossa oleville omistajille henkilökohtaisesti toimitettua tarjousta" ei mielestäni voida tulkita siten, että se edellyttäisi kaikille osakkeenomistajille toimitettua tarjousta, koska tarjouksen tekijän pyrkiessä välttämään julkista ostotarjousta koskevien säännösten soveltamisen hän ostaa haluamansa määrän osakkeita kohdistamalla tarjouksensa niin suppealle joukolle omistajia kuin mahdollista. Jos joukko kuitenkin on suuri, sen yksittäisten jäsenten ja muiden myyntihalukkaiden osakkeenomistajien suojaaminen edellyttää säännöksen soveltamista. Tarjous voi olla henkilökohtaisesti toimitettu sekä postitse lähetettynä kirjeenä että puhelimitse esitettynä. Erityisesti, jos pyritään julkisuutta välttäen ostamaan suurosakkaiden omistamat osakkeet, heitä lähestytään usein puhelimitse. Perustuuhan suurin osa arvopaperikaupoista (ainakin markkamääräisesti) muutoinkin puhelimitse annettuihin suullisiin toimeksiantoihin (Arvopaperinvälittäjät nauhoittavat vakiintuneesti asiakkaiden ja meklarien väliset puhelinkeskustelut).

kun myyjällä on mahdollisuus neuvotella ostajan kanssa kaupan ehdoista.[34] Tällainen tulkinta on kuitenkin ristiriidassa julkisen ostotarjouksen keskeisen periaatteen, myyjien yhdenvertaisen kohtelun, kanssa. Lisäksi se edellyttäisi, että kaikilla tarjouksen kohteena olevilla omistajilla olisi mahdollisuus todellisiin neuvotteluihin, mistä tällaisessa tilanteessa harvoin on kyse.[35] Se on myös ristiriidassa lain perustelujen kanssa, joissa nimenomaisesti todetaan, että julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan mm. tarjouksen tekijän tiedossa oleville omistajille henkilökohtaisesti toimitettua tarjousta. Ostotarjousta on näin ollen pidettävä julkisena kahdessa tapauksessa: ensinnäkin lain sanamuodon suoraan tarkoittamassa tilanteessa, esitettäessä se julkisesti, esim. sanomalehden välityksellä tai muutoin, ja toiseksi lain perustelujen tarkoittamassa merkityksessä, esitettäessä se julkisuutta kaihtaen muulle kuin suppealle joukolle.[36), 37] Tällaista tulkintaa tukee myöskin se, että säännöksen sanamuoto säilyi eduskunta-

---

[34] Näin *Astola*, s. 159, joka perustelee kantaansa Ruotsin ao. suosituksen johdannossa esitetyllä julkisen ostotarjouksen yleisellä luonnehdinnalla, ks. NBK:OE s. 5. Siinä on kuitenkin perusteltu osakkeenomistajien suojaamisen tarvetta yleisesti, eikä otettu kantaa julkisuus-käsitteen tulkintaan.

[35] Ostettaessa osakkeita arvopaperinvälittäjän välityksellä monille osakkeenomistajille puhelimitse tehdyillä tarjouksilla, lienee useimmiten myyjän kannalta kyse ns. "ota tai jätä"-tilanteesta.

[36] Ruotsalaisessa säännöksessä käytetään ainoastaan sanaa julkisesti (offentligt), eikä sitä ole edes sen perusteluissa pyritty täsmentämään, vaan lopullisen sisällön muotoutuminen lienee tarkoitettu tapauskohtaisesti ratkaistavaksi, NBK:OE s. 8. Myöskään kirjallisuudessa ei ole esitetty tulkintasuosituksia asiasta. Tosin *Samuelsson* on väitöskirjassaan esittänyt kysymyksen, miten tulisi suhtautua esim. puhelimitse useille osakkeenomistajille esitettyyn tarjoukseen, ts. onko tällöin kyseessä julkinen ostotarjous? Hän ei kuitenkaan vastaa kysymykseen! Ks. *Samuelsson, Per*: Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Göteborg 1991, s. 128. Pohjoismaita kehittyneemmät arvopaperimarkkinat omaavissa maissa, esim. Englannissa, on myös puhelinkampanjat otettu sääntelyssä huomioon, vaikka niiden käyttö on jäänyt varsin vähäiseksi, koska kokemukset ovat osoittaneet niistä usein olevan enemmän haittaa kuin hyötyä tarjouksen menestymiselle. Kuitenkin, jos osakkeenomistajiin otetaan tarjousaikana puhelimitse yhteyttä, niin soittajien tulee olla tarjouksen tekijän taloudellisen neuvonantajan palveluksessa sekä olla tietoisia kaikista City Code'n asettamista vaatimuksista ja velvoitteista. City Code, Rule 19.5. Ks. myös *A Practitioner's Guide to the City Code on Take-overs and Mergers*. Surrey, Great Britain 1991, s. 171.

[37] Meillä säännöksen tulkinta on vastaavaan ruotsalaiseen säännökseen verrattuna huomattavasti vaikeampaa, koska lain perusteluissa on, kuten edellä todettiin, nimenomaisesti mainittu kaksi soveltamistilannetta, joita ei kuitenkaan ole selkeästi rajattu. Parempi vaihtoehto olisi saattanut olla soveltamisalan jättäminen pelkästään julkisuus-käsitteen varaan,

käsittelyn kuluessa muuttumattomana. Myöskään perusteluihin ei tältä osin puututtu. Näin ollen voidaan todeta eduskunnan hyväksyneen lain perustelut tältä osin sellaisenaan. Lain sanamuodon mukaisesti säännöstä voitaneen tulkita Ruotsin korkeimman oikeuden hyväksymän vastaavan itsesääntelynormin tulkinnan tavoin, ja edellyttää sen soveltamista heti, kun julkinen ostotarjous esitetään nimeltä tuntemattomille henkilöille.[38] Koska hallituksen esityksessä on kuitenkin em. ruotsalaisesta tulkinnasta poiketen todettu nimenomaisesti, että säännöstä tulee soveltaa myös tarjouksen tekijän tiedossa oleville osakkeenomistajille toimitettuun tarjoukseen, on soveltamisalan katsottava olevan lain sanamuotoa, ja sen vastaavaa ruotsalaista tulkintaa, laajemman.[39] Toisaalta voidaan ajatella säännöksen sanamuodonkin puoltavan edellä esitettyä laajaa tulkintaa, koska muutoin ei voida turvata sen perustavoitteena olevaa osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua.

Koska lakiin ei ole otettu säännöksiä pakollisesta julkisesta ostotarjouksesta, niin toistaiseksi[40] on mahdollista hankkia esim. enemmistöäänivaltaan oikeuttavat osakkeet jostakin osakeyhtiöstä muutamalle suurelle omistajalle kohdistetulla tarjouksella julkista ostotarjousmenettelyä nou-

---

kuten Ruotsissa, yrittämättä täsmentää sen sisältöä. Nyt säännös saattaa joissakin tilanteissa aikaansaada epävarmuutta ja soveltamisriitoja, jotka ilman perusteluissa olevaa mainintaa eivät ehkä olisi nousseet esille. Pelkän julkisuus-käsitteen tulkinta olisi nimittäin ollut nyt perusteluissa esitettyä selkeämpi ja suppeampi.

[38] Ruotsin korkein oikeus on hyväksynyt Tukholman arvopaperipörssin esittämän, ko. säännöksen soveltamisalaa koskevan tulkinnan, jonka mukaan velvollisuus säännöksen soveltamiseen syntyy heti, kun julkinen ostotarjous esitetään nimeltä tuntemattomille henkilöille ("till en anonym krets"). Ks. jäljempänä selostettu Företagsfinans-tapaus, NJA I 1985 s. 350.

[39] Arvopaperikauppakomitean II osamietinnössä, jossa esitetään julkista ostotarjousta koskevan sääntelyn huomattavaa laajentamista, ei ole puututtu julkisuus-käsitteen tulkintaan, vaan on käytetty nykyisessä AML 6:1 §:ssä olevaa sanamuotoa ja sen tulkinnan osalta on viitattu hallituksen esitykseen. Ks. KM 1989:36 s. 262, s. 347 s. ja s. 388. Samoin uusin Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö, KM 1991:48 s. 383.

[40] Arvopaperikauppakomitean II osamietinnössä esitetään säännöksiä tiukennettavaksi siten, että yli kolmanneksen pörssi- tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeista omistava henkilö voisi hankkia lisää osakkeita ainoastaan arvopaperipörssistä tai OTC-listalta, osallistumalla osakeantiin tai vaihtovelkakirja- tai optiolainan merkintään taikka tekemällä julkisen ostotarjouksen. Ks. KM 1989:36 s. 348 s. ja s. 388. Tämänkään säännöksen mukaan julkisen ostotarjouksen tekeminen ei siis olisi pakollista. Tästä säännösehdotuksesta on luovuttu uusimmassa mietinnössä, KM 1991:48 s. 383.

dattamatta edellyttäen, ettei joukko ole niin laaja, että tarjous katsottaisiin sen vuoksi julkiseksi.[41)]

Soveltamisedellytys, jota laissa ei ole suoraan mainittu, mutta jota säännöksen soveltaminen, tehtäessä tarjous ei-julkisesti muulle kuin suppealle joukolle kohdistettuna, edellyttää, on tarjousten yhteenkuuluvuus niiden ajallisen lähekkäisyyden vuoksi. Jos ostaja tekee eri osakkeenomistajille eri aikoina tarjouksia, jotka kenties eroavat myös hinnaltaan tai muilta ehdoiltaan, niin kyseessä ei voi olla julkinen ostotarjous, vaikka näitä tarjouksia tehtäisiin lukumääräisesti paljon. Sen sijaan mitä lyhyemmän ajan kuluessa ja mitä useammille osakkeenomistajille näitä tarjouksia tehdään, niin sitä helpommin julkista ostotarjousta koskevien säännösten soveltaminen saattaa tulla kysymykseen. Tarjousten samansisältöisyyskään ei ole säännöksen soveltamisen kannalta tällaisessa tilanteessa edellytyksenä, koska säännös on luotu juuri osakkeenomistajien suojaamiseksi tällaiselta eriarvoiselta kohtelulta.

Jotta säännös tulee sovellettavaksi, kyseessä tulee olla pörssiyhtiön tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeiden ostamista koskeva tarjous[41a)]. Mainitut yhtiöt on määritelty arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n 2 momentissa. Säännöstä ei näin ollen sovelleta markkina-arvopapereihin eli ns. meklarilistalla noteerattuihin osakkeisiin eikä muihinkaan mahdollisesti yleisessä liikkeessä oleviin arvopapereihin.[42)] Näitä kaikkia koskee kuiten-

---

[41)] *Astolan* toteamus, että tarjous voitaisiin kohdistaa esim. vain tietyn määrän kohteena olevia arvopapereita omistaville henkilöille tai perustajasuvun jäsenille, jos se tehdään "ei-julkisesti", ei voi ainakaan yleisesti pitää paikkaansa, koska tarjous, kuten edellä todettiin, katsotaan esitystavasta riippumatta julkiseksi, jos sen kohteena on riittävän laaja joukko. Ks. *Astola* s. 160 alav. 180.

[41a)] Uusimmassa arvopaperimarkkinatoimikunnan mietinnössä ehdotetaan soveltamisalaa laajennettavaksi koskemaan *kaikki julkisen kaupankäynnin kohteena olevat* oman pääoman ehtoiset arvopaperit. KM 1991:48 s. 383 ja s. 444.

[42)] Soveltamisalan kannalta tulkintaongelman muodostavat sellaiset yhtiöt, joiden toinen osakelaji on noteerattu pörssi- tai OTC-listalla ja toinen esim. meklarilistalla. Lain sanamuotohan kirjaimellisesti tulkittuna merkitsisi, että tällaisen yhtiön meklarilistalla noteerattua osaketta tai jopa kokonaan julkisesti noteeraamatonta osaketta koskevaan julkiseen ostotarjoukseen tulisi soveltaa em. säännöstä, koska laissa käytetään sanontaa "pörssiyhtiön tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita". Sen paremmin laissa kuin sen esitöissäkään ei ole otettu huomioon tällaista tilannetta. Tällaisten osakkeiden rajaamista soveltamisalan ulkopuolelle tukee paitsi se, että säännöksessä todetaan sen koskevan ainoastaan "pörssiyhtiön tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita ...", myös tämän säännöksen yleiset tavoitteet. Tämän nimenomaisen kysymyksen tulkinnan kannalta ehkä tärkein näistä tavoitteista on julkisen

kin arvopaperimarkkinalaissa oleva arvopapereiden elinkeinotoiminnan[43] muodossa tapahtuvaa markkinointia tai hankkimista koskeva 2 luvun 1 §:n säännös, joka kieltää totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen taikka hyvän tavan vastaisten tai muutoin sopimattomien menettelytapojen käyttämisen.[44] Tämä säännös, joka sai lopullisen muotonsa eduskuntakäsittelyn kuluessa,[45] koskee myös kaikkia sellaisia tarjouksia, joihin julkista ostotarjousta koskeva säännös ei sovellu.[46]

Tarjouksen tekijä voi olla kuka tahansa suomalainen tai ulkomainen luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö.[47] Lain perustelujen mukaan sään-

---

noteerauksen kohteena olevien osakkeiden omistajien suojaaminen. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvää suojaa ei ole tarkoitettu annettavaksi kuin pörssi- tai sopimusmarkkinakaupan kohteena olevalle osakkeille. Esitettyä tulkintaa tukee myös hallituksen esityksessä lain yleisen soveltamisalasäännöksen yhteydessä esitetty toteamus, että eräät lain "säännöksistä koskevat vain arvopapereita, joilla käydään julkisesti kauppaa, tai osaa niistä." HE 157/1988 s. 22. Näin myös *Pylkkönen, Pertti*: Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. (Teoksessa) Suomen rahoitusmarkkinat 1990. Toiminnot, lainsäädäntö ja instituutiot. Suomen Pankki sarja A:79, ss. 119–134. Helsinki 1991, s. 129. Pylkkönen näyttää pitävän asiaa itsestään selvänä.

[43] Elinkeinotoiminnalla tarkoitetaan AML:ssa hallituksen esityksen mukaan "ammattimaisesti harjoitettua taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa", ks. HE 157/1988 s. 24 s. Käsite eroaa näin ollen esim. vastaavasta vero-oikeudellisesta käsitteestä ja muistuttaa lähinnä kuluttajansuojalaissa (L 1978/38) ja laissa sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa (L 1978/1061) tarkoitettua elinkeinotoimintaa.

[44] Ks. myös *Astola* s. 158 ja s. 158 alav. 176.

[45] Lakivaliokunnan lausunnossa esitettiin oikeuskäytännön yhtenäisyyden vuoksi AML 2:1 §:ään lisättäväksi "tai muuten sopimatonta" menettelyä, jotta arvopaperimarkkinalaissa oleva hyvän tavan vastaisen menettelyn vaatimus olisi yhtenäinen kuluttajansuojalain ja sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annetun lain vaatimusten kanssa. Lakivaliokunnan lausunto n:o 2 1.12.1988. Lausunto sisältyy pankkivaliokunnan mietintöön, 1989 vp. — PaVM n:o 1 — Esitys n:o 157/1988 vp. s. 2 ja s. 13. Ks. myös *Rapakko, Timo*: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki 1990, s. 121.

[46] Arvopaperimarkkinoilla toimivat henkilöt saattavat kehittää monenlaisia uusia menetelmiä, eikä näitä kaikkia voida laissa ottaa nimenomaisesti huomioon. Tämän vuoksi on perusteltua käyttää yleissäännöstä erityissäännösten täydentäjänä.

[47] Ulkomaiseen tarjouksen tekijään säännöstä sovelletaan ainoastaan, jos tarjous on esitetty Suomessa, HE 157/1988 s. 51. Tällainen rajaus ei tunnu nykypäivänä kovin onnistuneelta, koska ulkomaalaisen esim. Lontoossa tekemä suomalaisia osakkeita koskeva ostotarjous on lähes välittömästi suomalaistenkin sijoittajien tiedossa ja näillä on myös käytännössä arvopaperinvälittäjien avulla lähes yhtä hyvät mahdollisuudet tarjouksen seuraamiseen ja siihen vastaamiseen kuin paikallisella sijoittajalla.

Suomalaiseen tarjouksen tekijään säännöstä sen sijaan perustelujen mukaan sovelletaan, vaikka se esitettäisiin ulkomaillakin, kunhan tarjouksen kohteena ovat suomalaiset tai täällä noteeratut osakkeet, HE 157/1988 s. 51.

nöstä sovelletaan myös henkilöön, joka esittää tarjouksen omissa nimissään toisen lukuun, mutta ei henkilöön, joka esittää tarjouksen toisen nimissä ja tämän lukuun. Näin ollen esim. arvopaperinvälittäjä, joka toimeksiantajansa lukuun tekee jonkin yhtiön osakkeita koskevia ostotarjouksia tiedossaan oleville osakkeenomistajille, on säännöksen soveltamisalan piirissä. Tällaisessa arvopaperimarkkinoille hyvin tyypillisessä tilanteessahan arvopaperinvälittäjä useimmissa tapauksissa toimii omissa nimissään, koska ostaja ei halua henkilöllisyyttään julkistettavan.[48] Arvopaperinvälittäjän tulisi toimeksiannon saadessaan harkita, onko kyseessä julkinen ostotarjous ja myönteisessä tapauksessa noudattaa sitä koskevia säännöksiä, kuten ilmoittaa kaikki lain edellyttämät tiedot.

Tarjottavan vastikkeen laadulla, olipa se rahaa tai tarjouksen tekijän liikkeellelaskemia osakkeita, velkakirjoja tai muuta omaisuutta taikka jokin näiden yhdistelmä, ei ole merkitystä säännöksen soveltamisalan kannalta.[49]

Kuten edellä olevasta ilmenee, julkista ostotarjousta koskeva säännös tulee sovellettavaksi normaalisti ostajan nimenomaan muotoillessa tarjouksensa julkiseksi ostotarjoukseksi. Käytännössä saattaa kuitenkin esiintyä tilanteita, joissa ostaja ei tarkoita tai halua muotoilla tarjoustaan julkiseksi ostotarjoukseksi, vaikka se säännöksen em. perustelujen mukaisen tulkinnan mukaan on sellainen. Tällöin markkinoiden valvontaviranomaisten tulisi puuttua tilanteeseen. Myös ko. osakkeita omistavat henkilöt, jotka kärsivät ostajan laiminlyönnistä, saattavat turvautua laissa oleviin seuraamussäännöksiin.

---

[48] Ostajan pyrkiessä hankkimaan suuren määrän jonkin yhtiön osakkeita, tämä yleensä antaa jollekin arvopaperinvälittäjälle toimeksiannon ko. osakkeiden ostamisesta. Toimeksianto sisältää mm. ostettavien osakkeiden lukumäärää koskevat ohjeet ja kiinteän hinnan tai enimmäishinnan, jonka ostaja on valmis osakkeista maksamaan. Arvopaperinvälittäjä menettelee tällaisessa tilanteessa usein siten, että se pyrkii löytämään osakkeiden myyjiä ja toteuttamaan kaupat ns. sisäisinä kauppoina (ts. tämä toimii sekä myyjän että ostajan asiamiehenä) joko arvopaperipörssin välityksellä tai arvopaperipörssin ulkopuolisina kauppoina. Arvopaperinvälittäjä käyttää usein apunaan kohdeyhtiön osakasluetteloa. Lisäksi tämä saattaa tietää kenellä yhtiön rekisteröimättömiä osakkeita on. Mahdollisten myyjien henkilöllisyyden selvittämisen jälkeen meklarit ottavat puhelimitse yhteyttä joko joihinkin tai kenties kaikkiin tiedossaan oleviin omistajiin ja tiedustelevat näiden halukkuutta myydä osakkeensa tarjottuun hintaan. Myyjän vastatessa myöntävästi tehdään kaupat joko heti tai sen jälkeen, kun on varmistuttu siitä, että myytäviä osakkeita on riittävä määrä.

[49] Ks. Pankkitarkastusvirasto: Ohjeet pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöille. 17.7.1989 (687/8.9/89). Nro 6.01 (jälj. PTV Ohje 6.01) s. 20.

X Yhdenvertaisuusperiaatteesta tässä yhdeydessä

A. Yleistä

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä "ei saa asettaa tarjouksen tarkoittamien arvopaperien omistajia eriarvoiseen asemaan". Säännöksessä on näin omaksuttu yhteisöoikeudessa vakiintuneeksi katsottava yhdenvertaisuusperiaate. Periaatteen katsotaan ilman nimenomaista lain säännöstäkin[50] olevan voimassa melko laajasti yhteisöoikeudessa ja siihen liittyvissä säännöksissä. Osakeyhtiölaissa yhdenvertaisuusperiaatetta ei nimenomaisesti mainita, mutta sen voimassaolo on tästä huolimatta tunnustettu sekä oikeuskirjallisuudessa että oikeuskäytännössä.[51] Yhdenvertaisuusperiaate on käsitteenä melko laaja ja tulkinnanvarainen, eikä sitä näin ollen voi täsmällisesti määritellä. Osakkeenomistajien kannalta yhdenvertaisuusperiaate merkitsee lähinnä sitä, että heidän oikeuksiensa ja velvollisuuksiensa tulee samoista lähtökohdista tarkasteltuna olla samanlaiset. Yhtiön toimielinten päätöksenteon kannalta periaate puolestaan merkitsee lähinnä sitä, että jokaista osakkeenomistajaa tulee samoilla edellytyksillä kohdella yhdenvertaisesti.[52]

---

[50] Näin Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 1977 vp. n:o 27 s. 67. Suoraan lakiin periaate on otettu esim. yhdistyslaissa (L 1989/503), ks. YhdL 33² §:n mukainen yhdistyksen jäsenten yhdenvertaisuus. Osakeyhtiölaissa periaate ilmenee mm. yhtiökokousta koskevassa OYL 9:16 §:n ns. yleissäännössä ja hallitusta koskevassa vastaavansisältöisessä OYL 8:14 §:ssä sekä OYL 3:1 §:ssä, jonka mukaan kaikkien osakkeiden tulee tuottaa yhtäläiset oikeudet ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä.

[51] Ks. esim. *Caselius, Ilmari–Heikonen, A.R.–Huttunen, Allan*: Osakeyhtiö II, 1, Porvoo 1970 s. 95 ja *Huttunen, Allan*: Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Vaasa 1984, s. 425 ss. sekä *Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard*: Osakeyhtiölaki selityksin I. Helsinki 1991, s. 459 s. Periaate on tunnustettu myös oikeuskäytännössä, ks. mm. KKO 1963 II 76, 1984 II 188 ja 1986 II 25. OYL 9:16 §:ssä ja 8:14 §:ssä lausuttujen ns. yleislausekkeiden katsotaan täydentävän osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta. Samoin Ruotsin oikeuden kannalta esim. *Nial, Håkan*: Svensk associationsrätt i huvuddrag. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [LXXX]. Lund 1988, s. 148. Periaate on tunnustettu laajalti myös muualla, ulkomaisesta kirjallisuudesta ks. esim. *Schockenhoff, Martin*: Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsausschluss. Berlin 1988, s. 51 ss. ja siinä viitatut lukuisat lähteet.

[52] Periaatetta kuvaa hyvin ns. eurooppayhtiötä koskevan säännösehdotuksen 49. artiklan sanamuoto "All shareholders in like circumstances shall be treated in a like manner." Proposal for Council Regulation on the Statute for a European Company, COM(89) 268 final Syn 218 (OJ C263 16.10.1989 p41). Ts. kaikkia osakkeenomistajia tulee kohdella yhdenmukaisesti samanlaisissa tilanteissa, mutta yhdenvertaisuutta ei siis vaadita kaikissa tilanteissa.

Arvopaperimarkkinalaissa, joka sinänsä liittyy olennaisena osana yhteisöoikeuteen, on yhdenvertaisuusperiaate omaksuttu sekä nimenomaisena lain säännöksenä että tulkintaperiaatteena.[53] Julkisen ostotarjouksen osalta yhdenvertaisuusperiaate on laissa ilmaistu siten, että tarjouksen tarkoittamien arvopaperien omistajia ei saa asettaa eriarvoiseen asemaan tarjouduttaessa julkisesti ostamaan pörssiyhtiön tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita.

Lain perustelujen mukaan julkista ostotarjousta koskevan säännöksen "tarkoituksena on määrätä julkisessa tarjouksessa noudatettavat periaatteet", ja eräänä tällaisena periaatteena mainitaan nimenomaan "osakkeenomistajien yhdenvertaisuus".[54] Perustelujen mukaan "tarkoituksena on myös, että pykälässä säädetty oikeudenmukaisuuteen ja tasapuolisuuteen tähtäävä menettelytapa muodostuisi yleiseksi käytännöksi hankittaessa merkittäviä omistuksia pörssiyhtiöissä tai sopimusmarkkinayhtiöissä. "Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältävän lainkohdan sanamuotoa — "ei saa asettaa... eriarvoiseen asemaan" — tulee näin ollen tulkita laajasti.[55]

Myös arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n yleissäännös, joka kieltää totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen ja hyvän tavan vastaisen tai muuten sopimattoman menettelyn käyttämisen markkinoitaessa tai hankittaessa arvopapereita elinkeinotoiminnassa,[56] soveltuu lain perustelujen mukaan julkiseen ostotarjoukseen ja lisää siltä vaadittavan yhdenvertaisen kohtelun, tasapuolisuuden ja oikeudenmukaisuuden tasoa.

---

[53] Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi puhutaan nimenomaan yhdenvertaisuudesta. Ks. HE 157/1988 s. 51. Samaa asiaa tarkoitetaan myös puhuttaessa tasapuolisuudesta (HE 157/1988 s. 51 s.) tai tasavertaisuudesta, kuten *Astola* periaatetta nimittää, ks. *Astola* s. 159 ss. Ks. myös *Rapakko*, joka puhuu yhdenvertaisuusperiaatteesta, s. 117 ss. Myös ruotsalaisessa kirjallisuudessa on katsottu yhdenvertaisuusperiaatteen soveltuvan julkisen ostotarjouksen yhteydessä esiin tulevien kysymysten tulkintaan. Näin *Nial* s. 148.

[54] HE 157/1988 s. 51 ja KM 1987:44 s. 352. Muita keskeisiä periaatteita ovat menettelyn avoimuus ja tarjouksen hyväksyneen osakkeenomistajan suojaaminen myöhemmin epäedulliseksi osoittautuvan ehdollisen tarjouksen yhteydessä.

[55] Myös Ruotsin korkein oikeus on jäljempänä tarkemmin selostetun julkista ostotarjousta koskevan ns. Företagsfinans-tapauksen perusteluissa todennut, että Ruotsin vastaavaa yhdenvertaisuusperiaatteen sisältävää säännöstä tulee tulkita laajasti. HD 12.4.1985, NJA I 1985:52 s. 350.

[56] HE 157/1988 s. 25: "Arvopaperien markkinointiin rinnastetaan pykälässä niiden hankkiminen elinkeinotoiminnassa. Arvopaperikauppias tai esimerkiksi tietyn osakeyhtiön osake-enemmistöä tavoitteleva henkilö saattaa esittää arvopapereita koskevia ostotarjouksia ja kääntyä potentiaalisten myyjien puoleen vastaavin keinoin kuin arvopapereita markkinoitaessa."

Laissa edellytetään mainittujen periaatteiden noudattamista vain itse tarjouksen yhteydessä. Meillä ei siten ole ainakaan vielä katsottu voitavan edellyttää, että tarjouksen mukainen hinta tulisi maksaa niillekin, jotka ovat myyneet osakkeensa tarjousta halvempaan hintaan ennen tarjouksen voimaantuloa, taikka että tarjouksen mukaisen hinnan tulisi olla vähintään sama kuin osakkeesta ennen tarjousta maksetut korkeimmat hinnat.[57] Yhdenvertaisuusperiaate tulee näin ollen julkisen ostotarjouksen yhteydessä noudatettavaksi ainoastaan tarjouksen voimassaoloaikana tehtyihin kauppoihin tai muihin toimiin taikka laiminlyönteihin.[58]

Yhdenvertaisuusperiaate on ilmaistu myös EY:n julkisia ostotarjouksia säätelemään tarkoitetussa 13. yhtiöoikeudellisessa direktiiviehdotuksessa.[59] Sen mukaan samanlaisissa olosuhteissa olevia osakkeenomistajia

---

[57] Esim. Ruotsissa edellytetään ostotarjouksen ehtojen (ts. hinta tai muut ehdot) olevan vähintään yhtä hyvät kuin mitä ko. arvopapereista samassa tarkoituksessa kuuden edeltävän kuukauden kuluessa hankittaessa on maksettu. Ks. NBK:OE II luvun 7 §. Englannissa puolestaan katsotaan olennaisen osan sijoittajan suojasta muodostavan säännön, jonka mukaan 30 % tai enemmän kohdeyhtiön äänivallasta hankkineen osakkaan tulee lunastaa kaikki muut osakkeet korkeimpaan hintaan, jolla tämä itse on osakkeita viimeisen vuoden kuluessa hankkinut. City Code, Rule 9.1 ja 9.5. EY:n direktiiviehdotukseen ei tällaista vaatimusta korkeimmasta hinnasta sisälly. Ks. erit. *Mace, D.C.*: The Takeover Directive. The Law Society's Standing Committee on Company Law, Conference on Recent Developments in Company Law — 25.11.1991 — Speakers' Papers s. 31.

[58] Näin myös *Astola* s. 161.

[59] Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law concerning takeover and other general bids. COM (88) 823 final — SYN 186 (Submitted by the Commission on 19 January 1989). Direktiiviehdotuksen ensimmäisessä versiossa yhdenvertaisuusperiaate oli nimenomaisesti lausuttu sen 3 artiklassa: "Egual treatment. Shareholders who are in the same position shall be treated equally." Direktiiviehdotuksen myöhemmissä versioissa luovuttiin periaatteen nimenomaisesta lausumisesta omassa artiklassa, koska direktiivin säännöksiin katsottiin sisältyvän monia yhtä merkittäviä periaatteita, jotka kaikki otettiin uuteen 6 a artiklaan. Siinä mainitaan ne periaatteet, joiden noudattamista valvontaviranomaisen tulee erityisesti seurata. Niitä ovat a) osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaate ("all holders of securities of an offeree company who are in the same position are treated equally"), b) päätöksentekoon tarvittavan riittävän ajan ja riittävien tietojen antaminen osakkeiden omistajille, c) yhtiön hallituksen velvollisuus toimia kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti ja pidättäytyä tarjousta vastustavista toimenpiteistä, d) arvopaperimarkkinoiden "vääristämisen" estäminen ja e) kohdeyhtiön toiminnan kohtuuttoman häirinnän estäminen. Ks. Amended proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law concerning takeover and other general bids s. 4, s. 6 ja s. 18. COM (90) 416 final — SYN 186. Brussels, 10 September 1990.

tulee kohdella yhdenvertaisesti. Periaate on omaksuttu Englannin City Codesta. Sen on katsottu olevan voimassa myös Saksan ja Sveitsin oikeudessa.[60] Kaikkiin niihin sisältyy yleislausekkeen muotoon kirjoitettu yhdenvertaisuusperiaate, jonka mukaan samanlaisessa tilanteessa olevia osakkeenomistajia tulee kohdella yhdenvertaisesti.[61]

Yhteenvetona edellä esitetystä voidaan todeta, että julkista ostotarjousta käsittelevä lainkohta sisältää vaatimuksen osakkeenomistajien yhdenvertaisesta, tasapuolisesta ja oikeudenmukaisesta kohtelusta, mutta vain tarjouksen voimassaoloaikana. Koska arvopaperimarkkinalaki ei nimenomaisesti edellytä mahdollisesti tietyn ajan kuluessa ennen tarjousta tai tietyn ajan kuluessa tarjouksen jälkeen maksetun korkeamman hinnan hyvittämistä julkisen tarjouksen yhteydessä osakkeensa myyneille,[62] niin yhdenvertaisen kohtelun vaatimus ei estä kaksi- tai useampivaiheisen osakkeiden ostamismenettelyn käyttämistä.[63], [64] Vaikka säännöksen 1 momentissa käytetäänkin sanaa "tarjouksen", ts. yksikkömuotoa, säännös ja siihen sisältyvä yhdenvertaisuusperiaate estänee kuitenkin lyhyen aikavälin kulu-

---

[60] *Assman, Heinz-Dieter — Basaldua, Nathalie — Bozenhardt, Friedrich — Peltzer, Martin*: Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Sonderheft 9. Berlin –New York 1990, s. 187. Periaatetta on myös kutsuttu magna chartaksi ja sen tulkinnassa on Saksassakin käytetty apuna yhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta.

[61] "All shareholders of the same class of an offeree company shall be treated similarly by an offeror", City Code pääperiaate 1. Vastaavan saksalaisen itsesääntelynormin osalta on todettu, että samanlaisessa tilanteessa olevilla tarkoitetaan nimenomaan samanlajisia osakkeita omistavia henkilöitä, näin esim. *Würdinger, Hans*: Aktienrecht und das Recht der verbundenem Unternehmen. Heidelberg — Karlsruhe 1981, s. 241.

[62] Lukuun ottamatta ns. ehdollisen tarjouksen osalta AML 6:1,4 §:ssä säädettyä erityismenettelyä.

[63] Ostajan kannalta lienee useimmissa tapauksissa taloudellisesti järkevää esim. määrällisesti rajoitetun julkisen ostotarjouksen avulla hankittujen määräysvallan tuottavien osakkeiden ostamisen jälkeen odottaa jonkin aikaa ja vasta osakkeen kurssin laskettua tehdä uusi julkinen ostotarjous alhaisempaan hintaan sekä sen jälkeen kenties vielä alhaisempaan hintaan lunastustarjous lopuista osakkeista. Vähemmistön kannalta tällaisen menettelyn sallivaa lainsäädäntöä ei voida pitää onnistuneena. Useissa muissa maissa, mm. Ruotsissa, Englannissa ja USA:ssa, on valittu vähemmistön aseman paremmin turvaava lainsäädäntö, kuten edellä tämän artikkelin I osassa, DL 11–12/1991, on todettu.

[64] Näin *Rapakko* s. 118 s.

essa järjestetyn kaksivaiheisen tarjousmenettelyn käyttämisen.[65] Pian ensimmäisen tarjouksen jälkeen alhaisempaan hintaan saman ostajan tai tätä lähellä olevan tahon suorittaman tarjouksen osalta saatetaan väittää, että tarjoukset asettavat arvopaperien omistajat eriarvoiseen asemaan.[66]

B. Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisu ns. Företagsfinans-tapauksessa[67]

Ruotsissa on korkeimmassa oikeudessa ollut ratkaistavana julkiseen ostotarjoukseen ja sen yhteydessä noudatettavaan yhdenvertaisuusperiaateeseen liittyvä tapaus, joka koski Tukholman arvopaperipörssissä noteeratun AB Företagsfinans -nimisen yhtiön osakkeista tehtyjä julkisia ostotarjouksia.[68] Yhtiön suurosakas, Beijerinvest AB, teki ehdollisen julkisen ostotarjouksen yhtiön kaikista muista osakkeista.[69], [70] Kohdeyhtiön hallitus vastusti tarjousta, ja hallitusta tukeva, keskenään osakassopimuksen solminut konsortio teki kilpailevan ostotarjouksen, jossa se tarjoutui osta-

---

[65] Yritysvaltauksen yhteydessä määräysvallan tuottavien osakkeiden hankkimiseksi tehdyn määrällisesti rajoitetun julkisen ostotarjouksen yhteydessä saatettaisiin muutoin eräiden ulkomaalaisten esimerkkitapausten tapaan ilmoittaa, että lopuista osakkeista tullaan tekemään huomattavasti alhaisempaan hintaan uusi tarjous, jolloin myyjille tulisi kiire myydä osakkeensa ensimmäisen tarjouksen aikana.

[66] Miten pitkä aika tarjousten välillä sitten on riittävä, jotta ostaja voi sanoa tilanteen muuttuneen, on ratkaistava tapauskohtaisesti. Esim. kohdeyhtiön taloudellisen tilanteen tai arvopaperipörssin yleisen kurssitason olennainen muutos ovat seikkoja, joiden perusteella voinee sanoa myös tarjoustilanteen muuttuneen.

[67] Tapauksen melko laaja selostaminen on perusteltua, koska se lienee tähän mennessä ainoa korkeimman oikeuden julkista ostotarjousta käsittelevä ratkaisu Pohjoismaissa.

[68] HD 12.4.1985 (nr DT 21), NJA I 1985:52 s. 343 ss.

[69] Yhtiön osakepääoma jakaantui 76.130 A-osakkeeseen, jotka tuottivat kukin 10 ääntä, ja 652.654 yhden äänen tuottavaan B-osakkeeseen. Kaikki A-osakkeet olivat keskenään osakassopimuksen solmineen, neljästä pörssinoteeratusta ja yhdestä muusta yhtiöstä koostuneen konsortion omistuksessa. Osakassopimuksen mukaan näillä oli ennen osakkeiden myyntiä velvollisuus tarjota niitä ensin muiden konsortion jäsenten ostettavaksi. Ennen julkista tarjousta Beijerinvest omisti 111.000 kpl B-osakkeita (ts. 15 % kaikista osakkeista) ja muut B-osakkeet olivat lukuisten sitä pienempien osakkaiden omistuksessa.

[70] Tarjouksen julkistamisajankohtana, 1.10.1979, Företagsfinansin osakkeiden noteeraus arvopaperipörssissä oli 100 – 110 kruunua. Beijerinvest tarjoutui ostamaan kaikki osakkeet, ts. sekä A- että B-sarjan osakkeet, 140 kruunun hintaan, edellyttäen, että siitä tarjouksen avulla tulisi yli 50 % kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä omistava osakas.

maan B-osakkeita samaan hintaan kuin alkuperäinen tarjoaja, mutta enintään 5.000 kpl kultakin osakkeenomistajalta. Tähän tarjoukseen liittyi myös ehto, että ostettavien osakkeiden tuli olla tiettynä päivänä ennen tarjouksen julkistamista hankittuja.[71] Vaikkakin konsortio ilmoitti olevansa valmis neuvottelemaan myös mainittua suurempien osakemäärien ostamisesta, merkitsi tämä kilpailevan tarjouksen osakkeiden määrää koskeva ehto, että Beijerinvest ei voinut (kuten eivät eräät muutkaan suurosakkaat) myydä omistamaansa suurta osake-erää. Kilpailevan tarjouksen tarkoituksena oli, minkä konsortio asian myöhemmän oikeuskäsittelyn yhteydessä myönsi, ensinnäkin estää Beijerinvestiä saamasta osake-enemmistöä haltuunsa ja samalla tarjota konsortiolle ja kohdeyhtiön hallitukselle solidaarisille osakkeenomistajille mahdollisuus saman taloudellisen edun saamiseen kuin mitä Beijerinvestin tarjous olisi merkinnyt. Edelleen konsortio perusteli tarjouksensa ehtojen muotoilua Beijerinvestin omistamat osakkeet tosiasiallisesti tarjouksen ulkopuolelle jättäviksi sillä, ettei se halunnut tarjota Beijerinvestille mahdollisuutta merkittävän "spekulatiivisen" voiton saantiin.[72]

Tarjousaikana voimassa olleen julkisia ostotarjouksia koskevan suosituksen[73] mukaan julkisen ostotarjouksen tekijän tuli kohdella samanlajisten osakkeiden omistajia yhdenvertaisesti. Ellei niin menetelty, pörssin hallitus saattoi määrätä suositusta rikkoneen pörssiyhtiön maksamaan sakkoa,[74] kuten se tässä tapauksessa tekikin todettuaan, että kyseinen

---

[71] Tämän ehdon tarkoituksena oli estää Beijerinvestiä hajoittamasta omistustaan niin monelle henkilölle, että se olisi voinut myydä kaikki osakkeensa määrällisestä rajoituksesta huolimatta.

[72] NJA I 1985:52 s. 345.

[73] Nykyisin voimassaolevaa suositusta hieman suppeampi, mutta esim. Suomen arvopaperimarkkinalaissa olevan vastaavan yhdenvertaisuusperiaatteen sisältävä suositus: Näringslivets börskommittés rekommendationer av d 22 febr 1971 rörande offentlig erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Sen alaotsikon "II Allmänna regler" kohdan 3 mukaan "alla ägare av ett och samma slags aktier skall så länge erbjudandet består och även därefter, i den mån icke särskilda omständigheter annat föranleder, av det erbjudande bolaget behandlas lika."

[74] Suositukseen oli viitattu pörssin ja kunkin noteeratun yhtiön välillä solmitussa sopimuksessa ja se oli sitä kautta tullut niitä sitovaksi. Sopimuksen mukaan pörssillä on oikeus tuomita sen vastaisesti toiminut osapuoli sakkoihin. Tässä tapauksessa kilpailevan tarjouksen tehneet pörssiyhtiöt tuomittiin maksamaan sakkoa kaksi kertaa kunkin yhtiön pörssille maksaman vuotuisen jäsenmaksun määrä, ts. yhteensä 117.428 kr.

julkinen ostotarjous oli vastoin suosituksen edellyttämää yhdenvertaisuusperiaatetta.[75]

Sakkoihin tuomitut kilpailevan ostotarjouksen tekijät nostivat tämän jälkeen alioikeudessa kanteen pörssiä vastaan vaatien maksamiensa sakkojen palauttamista. Konsortioon kuuluvat yhtiöt perustelivat menettelyään vetoamalla yhdenvertaisuussäännöksessä olevaan erityisiä olosuhteita koskevaan poikkeusmääräykseen. Tällaisena osakaskohtaista rajoitusta puoltavana tekijänä ne pitivät juuri sitä, että Beijerinvest olisi muutoin saanut huomattavan spekulaatiovoiton. Lisäksi ko. yhtiöt vetosivat siihen, että niiden menettely olosuhteet — erityisesti vallinnut aikapula — huomioon ottaen oli ollut anteeksiannettavaa.

Arvopaperipörssin mukaan tapauksessa ei ollut mitään erityisiä seikkoja, jotka olisivat oikeuttaneet poikkeamaan yhdenvertaisuusperiaatteesta. Menettely ei sen mukaan myöskään ollut anteeksiannettava. Kaikki oikeusasteet hylkäsivät konsortioyhtiöiden kanteen. Alioikeus katsoi konsortion tekemän ostotarjouksen rikkoneen ko. suositukseen sisältyvää periaatetta, jonka mukaan kaikkia saman osakelajin osakkeenomistajia tulee kohdella yhdenvertaisesti.[76] Hovioikeuden perusteluissa viitataan lisäksi osakeyhtiölakiin[77] sisältyvään yhdenvertaisuusperiaatteeseen, jonka hovioikeus toteaa olevan perustavaa laatua koko osakeyhtiöoikeudessa. Alioikeuden tavoin hovioikeus katsoi kantajayhtiöiden julkisella ostotarjouksellaan rikkoneen tätä periaatetta. Hovioikeus katsoi lisäksi, että koska yhtiöt olivat muotoilleet tarjouksen siten, että se ei koskenut suurten osakeerien omistajia, nämä olivat rikkoneet yhdenvertaisuusperiaatetta niin suuressa määrin, ettei tekoa voitu pitää anteeksiannettavana.[78] Korkeimman oikeuden päätöksen perusteluissa todetaan lisäksi, että suosituksen

---

[75] Pörssin hallitus totesi päätöksessään: "Inskränkningen i Ert offentliga erbjudandet till vissa aktieägare strider mot punkten II:3 i rekommendationerna och, eftersom erbjudandet avser aktier i ett börsbolag, därmed mot punkten 9 i inregistreringskontraktet. Ni har därför brutit mot detta." NJA I 1985 s. 345.

[76] "Konsortiets erbjudande strider mot den i rekommendationerna under allmänna regler II:3 inskrivna principen, att alla ägare av samma slags aktier skall behandlas lika av erbjudande bolag. Sådana särskilda omständigheter kan ej anses ha förelegat som enligt rekommendationerna skulle kunna föranleda ett undertag från denna princip. Kärandebolagen har alltså brutit mot kontrakten med fondbörsen." Ks. NJA I 1985 s. 347.

[77] Hovioikeus viittasi erityisesti SABL 8:13 §:ään (osakeyhtiön hallitusta koskeva yleislauseke = OYL 8:14 §). Ks. NJA I 1985 s. 349.

[78] NJA I 1985 s. 349.

materiaalinen sisältö, mm. yhdenvertaisuusperiaate, on tarkoitettu laajasti tulkittavaksi ("... en vidsträckt tillämpning."). Korkein oikeus korosti erityisesti yhdenvertaisuusperiaatteen perustavaa laatua olevaa merkitystä suojattaessa osakkeenomistajien etuja erilaisissa tilanteissa.[79] Korkein oikeus totesi myös, että konsortioon kuuluvat yhtiöt ovat sinänsä Beijerinvestin tekemän ostotarjouksen vuoksi olleet oikeutettuja ryhtymään vastatoimiin. Tässä nimenomaisessa tapauksessa ei kuitenkaan voitu katsoa vallinneen yhdenvertaisuusperiaatteesta poikkeamiseen oikeuttavia olosuhteita. Ko. yhtiöiden menettelyä ei myöskään korkeimman oikeuden mielestä voitu pitää anteeksiannettavana.[80]

XI Yhtäläiset tarjousehdot

A. Yleistä

Julkisessa ostotarjouksessa ja sen pohjalta tehtävissä kaupoissa tulee arvopaperimarkkinalain ohella noudattaa sopimusoikeudellista lainsäädäntöä, sillä kysymyksessähän on tarjous, johon annettu vastaus saa aikaan osapuolia sitovan kaupan syntymisen.[81] Tarjous ja siihen annettu vastaus saattavat olla jollakin tavoin ehdollisia. Jos tarjouksen ja siihen annetun vastauksen ehdot kohtaavat, syntyy osapuolia sitova sopimus.[82] Julkinen "ostotarjous" voidaan muotoilla myös, kuten hallituksen esityksessäkin todetaan, siten että siinä pyydetäänkin osakkeenomistajia tekemään ostajalle myyntitarjouksia,[83] jotka saatuaan tarjouksen tekijä vasta päättää

---

[79] Tältä osin viitattiin arvopaperipörssitoimikunnan mietintöön, jonka yhdenvertaisuusperiaatetta koskevan perustelun myös departementschefen oli hyväksynyt, ks. NJA I 1985 s. 351, Betänkande av Fondbörsutredningen, SOU 1973:60 s. 81 ja prop. 1975/76:175 s. 19.

[80] NJA I 1985 s. 350 s.

[81] Kyseessä on OikTL 1 §:n mukainen tarjous. Tätä korostetaan myös hallituksen esityksessä, ks. HE 157/1988 s. 52.

[82] Tarjouksesta, sen hyväksymisestä ja sopimuksen syntymisestä ks. *Telaranta, K.A.*: Sopimusoikeus. Helsinki 1990, s. 133 ss. ja 143 ss.

[83] AML 6:1 §:n säännös ei koske, kuten jo edellä on todettu, tällaista tilannetta, vaan sitä on arvosteltava sopimusoikeudellisten säännösten perusteella kuitenkin ottaen huomioon AML 2:1 §:n säännös. Perusteluissa kuitenkin korostetaan, että "tarjouksen" sisällöstä tulee selkeästi ilmetä, että "kysymys on arvopaperin omistajille osoitetusta kehotuksesta esittää myyntitarjouksia ilman, että kehotuksen esittäjä olisi sitoutunut ostamaan kysymyksessä olevat arvopaperit." Ks. HE 157/1988 s. 52.

hyväksyykö hän tarjoukset vai esittääkö hän mahdollisesti vastatarjouksen.

Julkisen ostotarjouksen muotoiluun liittyvät arvostuskysymykset hyvin keskeisesti. On ratkaistava, paljonko kohdeyhtiön osakkeista tai mahdollisesta ratkaisevasta osake-erästä ollaan valmiita maksamaan ja maksetaanko osakkeet rahalla vai jollakin muulla tavalla.[84] Muiden maksuvälineiden kuin rahan käyttäminen on julkisen tarjouksen yhteydessä helpompaa kuin osakkeita muutoin ostettaessa. Jos tarjouksesta laaditaan esite, siinä on mahdollista perusteellisesti selvittää vastikkeeksi tarjottavien osakkeiden, (joukko)velkakirjojen ym. tai näiden ja rahasuorituksen yhdistelmän arvoa sekä niihin mahdollisesti liittyviä odotuksia. Maksuvälineiden, -tapojen ja muiden tarjousehtojen suunnittelu vaatii luovaa mielikuvitusta, jotta niistä saadaan aikaan myyjiä houkutteleva kokonaisuus. Tärkein kysymys on kuitenkin koko tarjouksen mielekkyys, ts. kannattaako ko. osakkeita ylipäätään hankkia.[85]

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan julkisessa ostotarjouksessa arvopaperien omistajia ei saa asettaa eriarvoiseen asemaan, vaan on noudatettava yhdenvertaisuusperiaatetta. Tämä periaate edellyttää mm., että "tarjouksen ehtojen on oltava yhtäläiset riippumatta myyjän henkilöllisyydestä tai myytävien arvopaperien lukumäärästä."[86] Yhtäläisten tarjousehtojen tulkinnassa tulee ottaa huomioon myös arvopa-

---

[84] Julkisen ostotarjouksen hinnoitteluun liittyviä kysymyksiä on tutkittu paljon ulkomailla, ks. esim. *Asquith, Paul*: Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. Journal of Financial Economics 11, s. 51 ss. Holland 1983; *Black, Bernard S.*: Bidder Overpayment in Takeovers. Stanford Law Review 1989, s. 597 ss.; *Langohr, Herwig M. — Eckbo, B. Espen*: Takeover premiums, disclosure regulations, and the market for corporate control. A comparative analysis of public tender offers, controlling-block trades and minority byuouts in France. Insead Working Papers No 85/22 1985; *Nathan, Kevin S. — O'Keefe, Terrence B.*: The Rise in Takeover Premiums. An Exploratory Study. Journal of Financial Economics 23 s. 101 ss. Holland 1989; *Rydqvist, Kristian*: Takeover bids and the relative prices of shares with different voting rights. Handelshögskolan i Stockholm, Ekonomiska forskningsinstitutet. Stockholm 1990 ja *Travlos, Nickolaos G.*: Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. The Journal of Finance 1987 s. 943 ss.

[85] Mielenkiintoinen julkisen ostotarjouksen avulla suoritettavien omistusjärjestelyjen etuja käsittelevä tutkimus on mm. *Bradley, Michael — Desai, Anand — Kim, E. Han*: Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. Journal of Financial Economics 21, s. 3 ss., Holland 1988. Sen mukaan onnistunut julkinen ostotarjous yleensä lisää tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön yhteenlaskettua arvoa.

[86] HE 157/1988 s. 51.

perimarkkinalain yleissäännökset toisaalta arvopaperien markkinoinnissa ja hankkimisessa noudatettavasta totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamista taikka hyvän tavan vastaisen tai muuten sopimattoman menettelyn käyttämistä koskevasta kiellosta (AML 2:1 §) ja toisaalta arvopaperikaupassa vaadittavan hyvän tavan[87] mukaisesta menettelystä (AML 4:1 §).

B. Määrällisesti rajoitettu ostotarjous

Laissa ei julkisen ostotarjouksen osalta ole säädetty mitään ostettavien osakkeiden määrällisiä edellytyksiä tai rajoituksia. Julkisen ostotarjouksen avulla voidaan siten pyrkiä hankkimaan joko yhtiön koko osakekanta tai tietty enemmistö tai vähemmistö siitä taikka myös mikä tahansa mielivaltaisesti valittu osakemäärä. Ostotarjous voidaan rajoittaa koskemaan jotakin tiettyä kappalemäärää yhtiön kaikista osakkeista taikka tietyn lajisista osakkeista (esim. kantaosakkeista tai etuoikeutetuista osakkeista) taikka tietyntyyppisistä osakkeista (sidotuista tai vapaista osakkeista). Perusteluissa ei ole otettu lähemmin kantaa siihen, miten em. yhdenvertaisuuden, ts. eri myyjille yhtäläisten ehtojen, vaatimus määrällisesti rajoitetun tarjouksen yhteydessä konkreettisesti tulisi toteuttaa. Säännöksen perusteluissa on kuitenkin todettu, että tarjouksen ehtojen on oltava yhtäläiset riippumatta myytävien arvopaperien lukumäärästä.[88]

Laissa tai sen perusteluissa ei myöskään ole otettu suoranaisesti kantaa kysymykseen, voidaanko tarjousehdot laatia osakaskohtaisen rajoituksen

---

[87] Arvopaperikaupassa kaikilta osapuolilta vaadittavaa hyvää tapaa on hallituksen esityksessä kuvattu seuraavasti: "... periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista *valistuneen ja puolueettoman arvopaperikauppiaiden ja arvopaperinvälittäjien keskuudessa vallitsevan mielipiteen* mukaan on pidettävä *oikeana ja* kaikkien osapuolten kannalta *kohtuullisena* kauppatapana." Sen todetaan rakentuvan AML:ssa ilmauksensa saaville periaatteille, jonka lisäksi todetaan, ettei se "rajoitu lain kirjaimeen, vaan *edellyttää* sen noudattamisen *lisäksi lain hengen ja lakiin kirjattujen periaatteiden noudattamista* myös silloin, kun lain sanonta on aukollinen tai jäänyt jälkeen arvopaperimarkkinoiden kehityksestä" (kurs. tässä). HE 157/1988 s. 38. Ks. myös *Astola*, s. 74 s., joka huomauttaa, että hyvän tavan tulkinta "riippuu välttämättä yhteiskunnallisista arvostuksista ja määräytyy viime kädessä oikeuskäytännössä." Hyvän tavan käsitteestä yleensä ja erityisesti arvopaperinvälittäjän sekä arvopaperikaupan osapuolen kannalta ks. *Forsbom, Jan*: Hyvän tavan vastainen menettely meklaritoiminnassa. LM 1990, s. 435 ss. ja erit. s. 442 ss.

[88] HE 157/1988 s. 51.

sisältäviksi, ts. sellaisiksi, että niiden mukaan kunkin omistajan osakkeista ostetaan vain tietty enimmäismäärä. Toisaalta on selvää, että yhdenvertaisuusperiaatetta loukkaamatta julkisen ostotarjouksen ehtoja ei voida muotoilla sellaisiksi, että ostettaviksi tulisivat vain tiettyjen osakkeenomistajien tai vain tietyn määrän osakkeita omistavien osakkaiden osakkeet.[89] Näin ollen näyttää ilmeiseltä, ettei ostettavien osakkeiden määrällinen, osakkeenomistajakohtainen rajoittaminen ole sekään lain sallima tarjousehto. Osakkeenomistajia kohtelisi siten eriarvoisesti esim. tarjous, joka sisältäisi edellä esitellyn ruotsalaisen tapauksen tavoin 5.000 osakkeen osakaskohtaisen rajoituksen. Tällöinhän esim. 500.000 osaketta omistava voisi myydä vain 1 %:n omistamistaan osakkeista, 50.000 osaketta omistava puolestaan voisi myydä 10 % osakkeistaan, kun taas 5.000 osaketta tai tätä vähemmän omistava voisi myydä 100 % osakkeistaan.[90] Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaan sillä, että tarjouksen ehtojen on oltava yhtäläiset riippumatta myytävien osakkeiden lukumäärästä, ei voitane tarkoittaa muuta kuin suhteellisuusperiaatteen noudattamista päätettäessä ylitarjontatilanteessa siitä, paljonko kultakin myyjältä ostetaan osakkeita. Jos tehdään määrällisesti rajoitettu ostotarjous, tulisi siten kaikilta tarjoukseen myönteisesti vastanneilta ostaa suhteellisesti yhtä suuri osa heidän osakkeistaan,[91] mikäli tarjoukseen annetut vastaukset ylittävät koko tarjouksessa asetetun enimmäismäärän.[92] Tällainen suhteellisuusperiaatteen tulkinta

---

[89] Ks. myös *Astola* s. 160.

[90] Lain perusteluissa mainittu olosuhteista johtuva edullisemmuus toisille myyjille ei voi tarkoittaa tällaista tilannetta. Hallituksen esityksessähän on ensin todettu, että ehtojen on oltava yhtäläiset riippumatta myytävien arvopapereiden lukumäärästä ja vasta sen jälkeen todettu, ettei yhtäläisten tarjousehtojen muuttuminen olosuhteiden vuoksi toisille edullisemmiksi kuin toisille ole eriarvoista kohtelua. Olosuhteilla ei näin ollen voida tarkoittaa omistuksen määrää ja sen vaikutusta. — Tätä kantaa tukee selvästi myös edellä selostettu Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisu.

[91] Koska osaketta ei voida jakaa yhtä osaketta pienempiin osiin ja koska useiden, kenties tuhansien, määräosaisten yhteisomistussuhteiden perustaminen johtaisi käytännössä mahdottomaan tilanteeseen, kaikilta myyjiltä tulee kuitenkin aina ostaa vähintään yksi osake.

[92] Tällainen säännös on kirjattu ruotsalaiseen itsesääntelynormistoon, ks. NBK:OE II luvun 10^2 §. Suosituksessa on nimenomaisesti säädetty, että osakkeita on ostettava suhteellisesti yhtä paljon kaikilta tarjoukseen vastanneilta: "Skall köparen göra en proportionell minskning (reduktion) av de sålunda under erbjudandet till försäljning inlämnade aktieposter." Suositukseen ei sisältynyt näin yksityiskohtaista säännöstä em. korkeimman oikeuden ratkaisun kohteena olleen julkisen ostotarjouksen tapahtuma-aikaan. Silloin voimassa ollut ruotsalainen säännös vastasi pääosin Suomen nykyisen lain ao. säännöstä.

toteuttaa lain edellyttämän osakkaiden yhdenvertaisen kohtelun vaatimuksen, mikäli tarjouksia joudutaan ylitarjontatilanteessa karsimaan sillä, että kaikki halukkaat saavat myydä saman prosenttimäärän osakkeistaan.

Edellä selostettu Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisu tukee ao. säännösten sisällön ja muutoinkin olosuhteiden vastaavuuden takia arvopaperimarkkinalakiin sisältyvän yhdenvertaisuusperiatteen osalta esitettyä tulkintaa, jonka mukaan osakaskohtaisesti määrällisesti rajoitettu julkinen ostotarjous ei ole sallittu. Niin suomalaiseen säännökseen kuin ruotsalaiseen suositukseenkin sisältyvä pakottava normi edellyttää, ettei tarjouksen tarkoittamien arvopapereiden omistajia saa asettaa eriarvoiseen asemaan. Ostettavien osakkeiden määrän osakaskohtainen enimmäisrajoitus on selvästi eriarvoiseen asemaan asettamista.

Julkisen ostotarjouksen ehdoissa ei näin ollen voida rajoittaa ostettavien osakkeiden lukumäärää osakkeenomistajakohtaisesti tiettyyn enimmäismäärään, vaan ostotarjouksen ollessa määrältään rajoitettu kaikkien ostettavien osakkeiden tai jonkin osakelajin tai -tyypin osalta tulee tarjouksessa tarvittaessa noudattaa suhteellista vähennystapaa kunkin myyjän tarjoamien osakkeiden osalta. Esimerkiksi, jos tarjous käsittää enintään 10.000 osaketta, ja osakas A tarjoaa myytäväksi 10.000 osaketta ja osakas B 1.000 osaketta sekä muut osakkaat yhteensä 29.000 osaketta (ts. myytäväksi tarjottuja osakkeita on yhteensä 40.000 kpl), kaikilta myyjiltä tulee ostaa suhteellisesti yhtä monta osaketta (25 %:a kultakin): A:lta 2.500 osaketta ja B:ltä 250 osaketta sekä muilta osakkailta yhteensä 7.250 osaketta. Tällöin ehdot ovat sekä A:lle, B:lle että muillekin yhtäläiset riippumatta heidän omistamiensa osakkeiden lukumääristä.

Kaikki tarjousajan kuluessa saapuneet vastaukset on asetettava samanarvoiseen asemaan, niitä ei ts. voi esim. asettaa vastaanottoajankohdan mukaiseen aikajärjestykseen. Tarjousehdoissa tulee olla maininta tarjouksen voimassaoloajasta. Tämä on säädetty ilmoitettavaksi juuri sen vuoksi, että myyjillä on mahdollisuus harkita tilannetta ja seurata tarjoukseen tai kohdeyhtiöön ehkä liittyviä muita tapahtumia ja odottaa vaikkapa tarjousajan viimeiseen hetkeen ennen lopullisen myyntipäätöksen tekemistä. Jos tarjoukset hyväksyttäisiin esim. saapumisjärjestyksessä, myyjät pakotettaisiin hyvin nopeisiin, ehkä paniikinomaisiin ratkaisuihin, mikä olisi säännöksen yleisten periaatteiden ja tavoitteiden vastaista sekä saattaisi asettaa myyjät eriarvoiseen asemaan.

C. Myyjän henkilöllisyyden vaikutus

Tarjousehtojen on oltava "yhtäläiset riippumatta myyjän henkilöllisyydestä tai myytävien arvopaperien lukumäärästä", eikä myyjiä saa "diskriminoida hinnan, maksuehtojen tai muiden sellaisten seikkojen suhteen". Myyjien yksilöllisistä olosuhteista johtuen yhtäläisten tarjousehtojen sisältö voi kuitenkin käytännössä muodostua toisille myyjille edullisemmaksi kuin toisille. Tämä voi johtua maksuajan, -paikan tai verokohtelun tms. vaikutuksesta erilaisessa tilanteessa oleviin myyjiin.[93] Vaikka vapaat ja sidotut osakkeet eivät ole yhtiöoikeudellisesti erilajisia osakkeita, ellei niistä yhtiöjärjestyksen määräyksellä ole sellaisia tehty, niiden tarjoushinta voi kuitenkin lain perustelujen mukaan[94] olla erilainen. Näin erityisesti silloin, jos niiden markkinahinnat eroavat toisistaan. Niistä tarjottavat hinnat voinevat olla erisuuruiset myös muissa tilanteissa, jos ostaja katsoo hintojen eriyttämisellä olevan tarjouksen lopputuloksen kannalta merkitystä.

Edellä esitettyä osakaskohtaisen määrällisen rajoituksen kieltävää kantaa tukee myös vaatimus myyjän henkilöllisyydestä riippumatta noudatettavista yhtäläisistä tarjousehdoista. Esimerkkinä voidaan ajatella tilannetta, jossa tarjoukseen sisältyisi ehto, jonka mukaan kultakin osakkeenomistajalta ostetaan enintään 5.000 kpl sidottuja ja enintään 5.000 kpl vapaita osakkeita. Oletetaan lisäksi, että ko. kohdeyhtiössä on ainoastaan yhden lajisia osakkeita ja että suomalainen osakkeenomistaja A omistaa 5.000 kpl sidottuja osakkeita ja 5.000 kpl vapaita osakkeita ja ulkomaalai-

---

[93] On aivan luonnollista, ettei julkisen tarjouksen tekijää voida velvoittaa ottamaan huomioon esim. sitä, että toinen osakkeenomistaja on hankkinut osakkeensa yli viisi vuotta sitten ja voi ehkä siten myydä ne veroseuraamuksitta, kun taas toinen on hankkinut osakkeensa esim. vasta puolitoista vuotta sitten ja joutuu siten satunnaisen myyntivoiton verotuksen kohteeksi. Tällainen huomiotta jäävä, myyjän yksilöllisistä olosuhteista johtuva tarjouksen edullisuuteen yksittäisen osakkeenomistajan kannalta vaikuttava tekijä on myös ko. henkilön myyntimahdollisuuksia rajoittava arvopaperimarkkinalain mukainen kaupankäyntirajoitus (sisäpiirin henkilöitä ja meklareita koskeva vähintään kuuden kuukauden omistusaikavelvoite, johon tosin on mahdollista anoa poikkeuslupaa). Ks. AML 4:10 § ja 5:2 § ja myös *Astola* s. 161 sekä PTV ohje 6.01 s. 20.

[94] HE 157/1988 s. 51: "Eriarvoisena kohteluna ei voida liioin pitää tarjoushinnan asettamista erilaiseksi vapaille ja sidotuille osakkeille huolimatta siitä, että kysymys voi oikeudellisesti olla samasta osakelajista." Perustelu vastaa tältäkin osin ruotsalaista suositusta, ks. NBK:OE s. 13 s.

nen osakkeenomistaja B 10.000 kpl vapaita osakkeita. Kumpikin omistaa näin ollen 10.000 samanlajista osaketta, mutta koska heidän henkilöllisyytensä poikkeaa toisistaan siten, että A on ulkomaalaisen omistusoikeutta rajoittavan lain[95] mukainen ns. vaaraton henkilö ja B puolestaan ns. vaarallinen (ulkomaalainen tms.) henkilö, joka ei ole edes voinut hankkia sidottuja osakkeita, ostetaan A:lta hänen kaikki osakkeensa, mutta B:ltä ainoastaan puolet hänen osakkeistaan. Jos A ja B olisivat kumpikin vaarattomia henkilöitä toisen omistaessa sekä sidottuja että vapaita ja toisen vain vapaita osakkeita, niin ostettaviksi tulisivat A:n osalta kaikki hänen omistamansa osakkeet, mutta B:n osalta ainoastaan puolet hänen osakkeistaan. Toisaalta, jos oletetaan kummankin osakkaan, ts. sekä suomalaisen A:n että ulkomaalaisen B:n, omistavan ainoastaan vapaita osakkeita 10.000 kpl, niin tällöin kummallakin olisi mahdollisuus myydä puolet osakkeistaan, mutta suomalaisella A:lla olisi sen lisäksi mahdollisuus vaatia jäljelle jääneiden vapaiden osakkeidensa muuttamista sidotuiksi,[96] jolloin hän voisi myydä myös ne. Näin ollen myyjän henkilöllisyys vaikuttaisi tämän tarjoukseen vastaamismahdollisuuksiin, sillä suomalainen tai muu vaaraton henkilö voisi myydä huomattavasti suuremman määrän osakkeita kuin ulkomaalainen tai muu vaarallinen henkilö. Vastaavasti vaarattomienkin osakkeenomistajien mahdollisuudet yhtä ja samaa lajia olevien osakkeiden myymiseen riippuvat siitä, ovatko osakkeet sidottuja vai vapaita ja kuinka paljon niitä kumpiakin määrällisesti on sekä siitä, ymmärtääkö osakas

---

[95] Laki ulkomaalaisen sekä eräiden yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteätä omaisuutta ja osakkeita 28.7.1939/219.

[96] Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että ns. vaarattomalla henkilöllä tai yhteisöllä on halutessaan oikeus vaatia omistamiensa vapaiden osakkeiden muuttamista sidotuiksi osakkeiksi. Ks. *Sillanpää, Matti J.*: Vapaat osakkeet. Ulkomaalaisen omistusoikeutta rajoittavaan lakiin liittyvistä erityiskysymyksistä. Helsinki 1988, s. 148 ss. ja s. 149 alav. 1 mainitut esitettyä kantaa tukevat lähteet, erit. *Palmgren, Gunnar*: Kan i aktiebolag, vars bolagsordning innehåller s.k. utlänningsparagraf, ägare av fria aktier fordra att dessa förses med påteckning om förbud mot överlåtelse till utlänning? JFT 1947 s. 229 ss. Muuntamisen hyväksyy myös *Koski, Pauli*: Yhtiöoikeus. WSOY Tietopalvelut. Helsinki 1988–, jatkuvatäydenteinen ajantasateos, s. 7:17, joka kuitenkin korostaa, ettei muuntamisella saa tuottaa epäoikeutettua etua osakkeensa muuntavalle yhtiön tai muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Samoin *Kyläkallio, Juhani*: Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Espoo 1987, s. 137. Sekä *Koski* että *Kyläkallio* tosin ainoastaan toteavat, että yhtiö voi osakkaansa pyynnöstä vaihtaa vapaat osakkeet sidotuiksi, mutta kumpikaan ei ota kantaa siihen, onko yhtiöllä velvollisuus tehdä näin.

vaatia osakkeidensa muuttamista sidotuiksi ja siitä, ehditäänkö muuttaminen suorittaa tarjouksen voimassaoloajan kuluessa.

Varsinaisesti vaatimuksella tarjouksen ehtojen yhtäläisyydestä myyjän henkilöllisyydestä riippumatta lienee ollut tarkoitus estää ostajaa valikoimasta monien myyjien joukosta niitä henkilöitä, joita tämä erityisesti haluaa suosia.

D. Osakkeiden hankinta-ajankohdan vaikutus

Myyjäkohtaisesti määrällisesti rajoitettuun, edellä lain vastaiseksi todettuun, tarjoukseen on käytännössä liittynyt joskus ehto, jonka mukaan osakkeiden tulee olla ennen tiettyä päivää, yleensä ennen tarjouksen julkistamisajankohtaa, hankittuja tai jopa ennen tiettyä ajankohtaa rekisteröityjä.[97] Muutoinhan myytävien osakkeiden määrää koskeva ehto olisi käytännössä merkityksetön, koska suurosakas voisi hajauttaa osakkeensa useille henkilöille, jotka sitten myisivät ne tarjouksen tekijälle pienissä erissä. Hankinta-aikaa koskeva ehto asettaa osakkeita omistavat henkilöt lisäksi eriarvoiseen asemaan, sillä toinen osakkeet sattumalta ennen määräpäivää hankkinut osakkeenomistaja voi myydä niitä, kun taas toinen osakkeita määräpäivän jälkeen, kenties tehdystä tarjouksesta tietämättömänä, ostanut, ei voi niitä myydä.[98]

Mainittu osakkeiden myyntiä tai muuta siirtämistä tosiasiallisesti rajoittava ostotarjouksen ehto loukkaa välillisesti sekä osakeyhtiölakiin keskeisenä tekijänä omaksuttua osakkeiden vaihdannan vapautta (OYL 3:2 §[99]) että myös AML 3:10,4 §:iin pörssiyhtiön osalta sisällytettyä edellistä vielä

---

[97] Mm. edellä selostetussa ruotsalaisessa tapauksessa mainittuun tarjoukseen sisältyi tällainen ehto. NJA I 1985:52 s. 343.

[98] Noudatettaessa suhteellisuusperiaatetta on samantekevää ovatko kaikki osakkeet yhden omistajan hallussa vai onko omistus hajautettu esim. useille tytäryhtiöille. Yksi 10.000 osaketta omistava osakas voi myydä yhtä paljon osakkeita kuin kymmenen 1.000 osaketta omistavaa osakasta. Näin ollen vältytään turhalta monimutkaisten yhtiörakennelmien muodostamiselta eikä myöskään osakkeiden hankinta-ajankohdalla ole merkitystä. Suhteellisuusperiaatteen noudattamisella, paitsi, että se on yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen jakotapa, vältetään näin ollen lisäksi monia käytännön ongelmia.

[99] Tästä säännöksestä enemmän esim. *Koski-af Schultén I* s. 101 s.

laaja-alaisempaa osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatetta.[100] Ostotarjouksen ehto ei tässä tapauksessa luonnollisestikaan sinänsä estä osakkeen luovuttamista, mutta asettaa siirronsaajan huonompaan asemaan kuin missä siirtäjä oli. Vilpittömässä mielessä osakkeet saanut henkilö, joka ei ehkä kaupat tehdessään (kuten aina ei ehkä myyjäkään) ole tiennyt koko ostotarjouksen olemassaolosta, joutuu myös eriarvoiseen asemaan verrattuna osakkeet ennen määräpäivää hankkineeseen osakkeenomistajaan.

Hankinta-ajankohtaa koskeva ehto loukkaa näin ollen selvästi julkisen ostotarjouksen yhteydessä noudatettavaa, ja edellä laajasti tulkittavaksi todettua, osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta ja on sen vuoksi katsottava kielletyksi.

Matti J. Sillanpää

---

[100] AML 3:10,4 §:n mukaista pörssiosakkeen vaihdannan vapautta ei saada rajoittaa myöskään lunastus- tai suostumuslausekkeilla, jotka OYL 3:2 §:n mukaan muutoin ovat sallittuja. – Myös pörssin ohjesäännön 2 luvun 2 §:n 5 kohdassa todetaan, että "Arvopaperi on voitava luovuttaa vapaasti."

[Artikkeli 3]

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA III

Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonanto-velvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastus-velvollisuutta koskevista säännöksistä

(Defensor Legis n:o 7–8 1992 s. 643–674)

JULKISESTA OSTOTARJOUKSESTA III [1)]

Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä

(Übernahmeangebote III)

XII Tiedonantovelvollisuudesta

A. Ostotarjouksessa annettavista tiedoista

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 2 momentin mukaan julkisessa ostotarjouksessa on mainittava sen tarkoittama arvopaperimäärä, tarjouksen voimassaoloaika, tarjoushinta ja maksuaika ja -paikka sekä annettava olennaiset ja riittävät tiedot sen edullisuuden arvioimiseksi.[2)] Säännöksen perustelujen mukaan[3)] eräs tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi tarpeen oleva olennainen ja riittävä tieto on sen tarkoitus. Toisin sanoen pyritäänkö tarjouksen avulla esim. määräämisvallan saavuttamiseen kohdeyhtiössä, vai onko tavoitteena vain tietyn ääntenenemmistöä pienemmän omistusosuuden hankkiminen.[4)] Olennainen tieto on myös osakkeen kurssikehitystä osoitta-

---

[1)] Tämän kolmiosaisen artikkelin muut osat on julkaistu DL:n numeroissa 11—12 1991 s. 662—699 ja 3—4 1992 s. 251—279.

[2)] Arvopaperimarkkinalain (=AML) mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta ks. esim. *Astola*, s. 162 s. ja *Rapakko*, s. 201 s.

[3)] HE 157/1988 s. 52.

[4)] Säännöksen tavoitteena on ollut turvata sijoittajien asema julkisesti noteerattujen yhtiöiden omistuspohjan muutosjärjestelyjen yhteydessä järjestetyissä julkisissa ostotarjouksissa.

va tieto riittävän pitkältä ajanjaksolta[5] ja tieto tarjouksen tekijällä ennestään olevasta omistusosuudesta kohdeyhtiössä.[6] Myös kohdeyhtiön (ts. käytännössä sen hallituksen) suhtautuminen tarjoukseen tulee kertoa tarjouksessa, jos se on tarjouksen tekijän tiedossa. Erityisen merkittävä tieto on myös tarjouksen vaikutus osakkeen jälkimarkkinoihin. Toisin sanoen jääkö onnistuneen tarjouksen jälkeen jäljelle vielä riittävän laaja ja monipuolinen osakaskunta,[7] jotta osakkeella olisi toimivat jälkimarkkinat, vai päättyykö osakkeen julkinen noteeraus kenties kokonaan.[8]

Tästä voitaneen päätellä, että määrällisesti hyvin pienessä julkisesti (esim. sanomalehti-ilmoituksessa) esitetyssä ostotarjouksessa annettavien tietojen määrä voi olla vähäisempi. Tarjouksen edullisuuden arvoimiseksi olennaisia ja riittäviä tietoja voivat olla jo esim. tarjoushinta ja osakkeiden lukumäärä. Tarjouksen kohteena olevien osakkeiden lukumäärän ollessa kohdeyhtiön osakkeiden lukumäärään nähden hyvin pieni ja taloudelliselta arvoltaan vähäinen, niin se kertoo jo sinänsä sijoittajalle, ettei tarjousta ole tarkoitettu varsinaiseksi julkiseksi ostotarjoukseksi. Tällainen tapaus oli esim. kyseessä erään sijoittajan tarjoutuessa lehti-ilmoituksella ostamaan 2.000 osaketta sellaisesta pörssiyhtiöstä, jossa on kaikkiaan 320 milj. osaketta, ts. tarjouksen kohteena oli 0,001 % ko. yhtiön osakkeista ja äänistä. Em. tapauksessa pankkitarkastusvirasto tosin tulkitsi lakia edellä esitettyä tiukemmin ja piti tapausta AML 6:1 :n rikkomuksena, jota tosin pidettiin niin vähäisenä, ettei katsottu rikosoikeudellisiin seuraamuksiin turvautumista tarpeelliseksi. Ks. lähemmin *Helsingin Sanomat* 28.4.1992. Kaikissa ulkomaisissa vastaavissa säännöksissä on lähtökohtana (jota ei tosin useinkaan ole suoraan lausuttu julki) niiden soveltaminen ainoastaan kohdeyhtiön omistusrakenteen kannalta merkityksellisiin ostotarjouksiin. Eri maiden arvopaperimarkkinoiden yleisestä luonteesta ja kohdeyhtiön omistusrakenteesta puolestaan riippuu miten suuri on merkittävä omistusosuus. Joissakin tilanteissa se saattaa olla melko pienikin, jopa yhden prosentin omistusosuutta pidetään esim. Englannissa useissa yhtiöissä jo varsin merkittävänä.

[5] Pankkitarkastusviraston kannan mukaan vertailuhinnat tulisi esittää vähintään vuoden ajalta. *PTV* ohje 6.01 s. 21. Ks. myös *Astola* s. 163.

[6] Pankkitarkastusviraston ohjeen mukaan tähän omistusosuuteen luetaan ostajalla oleva omistus- ja ääniosuus kohdeyhtiön osakkeista ja AML 2:9 §:n "liputussäännöksen" mukaisesti ilmoitettava omistusosuus, ts. muiden samaan konserniin kuuluvien yhtiöiden ja näiden eläkesäätiön tai eläkekassan omistamat osakkeet, taikka osakassopimuksen perusteella tai muutoin käytettävissä oleva äänimäärä. Omistusosuuteen vaikuttavana tietona on ilmoitettava myös osuus osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista ja näiden avulla saavutettavissa oleva omistus- ja ääniosuus. Ks. *PTV ohje 6.01* s. 22. Säännöksen sisällön näin laaja tulkinta on perusteltua myös ulkomaisten vastaavansisältöisten säännösten perusteella, ks. esim. *Moberg, Krister — Samuelsson, Per,* Börsrätt. Angered 1989, s. 162.

[7] Laajalla ja monipuolisella osakaskunnalla tarkoitetaan yleensä sitä, että osakkeenomistajia on lukumääräisesti paljon, nämä ovat erityyppisiä osan ollessa luonnollisia henkilöitä, osan yhtiöitä ja osan säätiöitä ym. yhteisöjä, jotka kaikki omistavat vaihtelevia määriä osakkeita ja jotka toimivat erilaisin tavoittein, kuten artikkelin I osassa alaviitteessä 18, DL 1991 s. 667, on todettu.

[8] Informaation merkityksestä sijoittajien päätöksenteon kannalta ks. *Ikäheimo, Seppo,* Osakesijoittajien informaation käyttö. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja D-1:1991. Tur-

Muita tarjouksessa mainittavia tietoja ovat kohdeyhtiön taloudellista tilaa kuvaavat seikat, sen osakepääoman jakautuminen ja luettelo suurimmista osakkeenomistajista. Myös se, miten tarjouksen rahoitus aiotaan järjestää, on useimmissa tapauksissa olennainen tieto tarjouksen onnistumisen ja kohdeyhtiön tulevan aseman kannalta.[9] Tarjoukseen vastaamista harkitsevan kannalta on tärkeätä tietää pystyykö tarjouksen tekijä suoriutumaan maksuvelvoitteestaan.[10] Jos tästä ei voida antaa varmaa, tai edes hyvin todennäköisenä pidettävää tietoa, niin on ainakin kerrottava ostajan maksukyvyn arvioimiseksi riittävät tiedot.[11]

Tarjouksen tekijällä on useimmissa tapauksissa muita osakkeenomistajia paremmat tiedot kohdeyhtiöstä, joten tämänkin vuoksi tiedonantovelvollisuus korostuu.[12]

Tarjousehdoissa tulee myös mainita, miten menetellään, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita.[13] Tarjouksesta on käytävä ilmi ne periaatteet, joiden mukaan ratkaistaan, keneltä ja miten paljon tällaisessa tilanteessa osakkeita ostetaan. Hallituksen esityksen mukaan tämän menettelyn tulee olla "tasapuolinen tarjoukseen vastaavien henkilöiden kannalta".[14] Yhdenvertaisuusperiaate sisältää tältäkin osin selkeän velvoitteen tarjoukseen vastanneiden tasapuoliseen kohteluun.

---

ku. Yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan asemasta julkisen ostotarjouksen yhteydessä sekä kohdeyhtiön että tarjouksentekijäyhtiön kannalta ks. *Dahlgren, Bo — Moberg, Krister,* Nyckeln till styrelserummet. Praktik och juridik för bolagstyrelsen. Göteborg 1990, s. 190 ss.

[9] *Astola* s. 163.

[10] Tarjouksen tekijähän saattaa tarjoutua maksamaan osakkeet vasta esim. tietyn maksuajan kuluttua. Ongelmia saattaa myös tulla, jos tarjouksen tekijän taloudellinen tilanne esim. tarjousaikana olennaisesti huononee. Tällöin saatetaan helposti esittää väitteitä, ettei tarjouksessa ole kerrottu olennaisia ja riittäviä tietoja.

[11] Ostajasta riippuen tällainen riittävä tieto voi olla jopa pelkkä ostajan nimi. Mitä tuntemattomampi ostaja on sitä yksityiskohtaisemmat tiedot on syytä esittää.

[12] Tätä seikkaa korostaa esim. *Hjerner, Lars,* Några frågor i samband med tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. Festskrift till Lars Welamson, Malmö 1988 s. 290 ss. Tässä *Hjernerin* artikkelissa sivutaan monia muitakin julkisen ostotarjouksen kannalta keskeisiä kysymyksiä tavalla, joka osoittaa kirjoittajan ymmärtävän poikkeuksellisen hyvin arvopaperimarkkinoiden toimintaa sekä näillä markkinoilla toimivien henkilöiden arvomaailmaa ja ajattelutapaa, mikä yhdistettynä hyvään oikeudelliseen analysointiin tekee kirjoituksesta varsin mielenkiintoisen ja käyttökelpoisen.

[13] AML 6:1^2 §.

[14] HE 157/1988 s. 52. Tätä kysymystä käsitellään laajemmin tämän artikkelin II osassa, DL 1992 s. 273 s.

Varsinaisen tarjousesitteen laatiminen ei ole tarpeen, jos vaaditut tiedot on mahdollista antaa muutoin, esim. laatimalla tarjouksen ehdot ja em. perustiedot sisältävä tarjousasiakirja.[15),16)] Arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitettu tarjousesite on kuitenkin laadittava aina, jos vastikkeeksi tarjotaan ostajayhtiön osakkeita tai osakkeeseen oikeuttavia vaihto- tai optiovelkakirjoja.[17)] Jos vastikkeeksi sen sijaan tarjotaan ostajayhtiön omistamia muita kuin sen itsensä liikkeeseen laskemia osakkeita tai jotakin muuta omaisuutta, tarjousesitteen laatiminen ei ole välttämätöntä.[18)] Suositeltavaa se kuitenkin on, koska silloin sijoittajilla on käytettävissään enemmän tietoja. Tällöin he saattavat myös suhtautua ostotarjoukseen myönteisemmin, jolloin tarjouksen onnistumismahdollisuudet saattavat parantua.

Tarjouksesta ja sen sisältämistä tiedoista, ts. sen laillisuudesta ja tietojen paikkansapitävyydestä, on luonnollisesti vastuussa tarjouksen tekijä. Usein julkisessa ostotarjouksessa ns. järjestäjänä toimii jokin pankki tai pankkiiriliike. Tällainen järjestäjä on välillisesti vastuussa tarjouksesta arvopaperimarkkinalain arvopaperien markkinointia ja hankkimista koskevan yleissäännöksen ja arvopaperikaupassa edellytetyn hyvän tavan noudattamisvaatimuksen perusteella. Hyvän tavan noudattamisvaatimusta sovelletaan myös julkisen ostotarjouksen avulla suoritettavaan osakkeiden hankkimiseen.[19)]

Tarjoukseen mahdollisesti liittyvien rajoitusten, esim. sen ehdollisuuden,

---

[15)] Käytännössä julkisen ostotarjouksen yhteydessä on varsin usein laadittu tarjousesite. Tarjouksen tekevän yhtiön kannalta on parempi antaa riittävästi tai jopa liikaa tietoja, kuin joutua arvostelun kohteeksi mahdollisesti puutteellisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisesta. Noudattaessaan soveltuvin osin osakeannin yhteydessä laadittavaa tarjousesitettä koskevia säännöksiä julkista ostotarjousta koskevilla lisätiedoilla täydennettynä ostaja antaa useimmissa tapauksissa riittävästi tietoja.

[16)] Ruotsalainen julkisia ostotarjouksia sääntelevä suositus edellyttää tarjousesitteen laatimista. Myös sen sisältö on säännelty yksityiskohtaisesti. Ks. *Näringslivets Börskommitté*, Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) (jälj. lyh. NBK:OE). Bilaga: Innehåll i prospekt, s. 27 ss. Sitä on tarkasteltu myös tämän artikkelin I-osassa DL 1991 s. 675 ss.

[17)] AML 2:3 §. On huomattava, että velvollisuus tarjousesitteen laatimiseen on olemassa olipa ostajayhtiö pörssiyhtiö, sopimusmarkkinayhtiö tai muu osakeyhtiö, joka tarjoaa vastikkeeksi ko. arvopapereita.

[18)] Tosin, jos osakkeiden tarjoaminen perustuu osakkeet aikanaan liikkeeseen laskeneen yhtiön tai sen perustajien kanssa tehtyyn sopimukseen, niin tarjousesite tulee AML 2:3 §:n toisen lauseen mukaan laatia.

[19)] Arvopaperien markkinointi ja hankkiminen on säännelty AML 2:1 §:ssä, ks. myös HE 157/1988 s. 25. Tarjouksen järjestäjän vastuuta korostetaan myös pankkitarkastusviraston ohjeissa pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöille, ks. *PTV ohje 6.01* s. 20. Hyvä tapa arvopaperikaupassa on säännelty AML 4:1 §:ssä, ks. myös HE 157/1988 s. 38.

on ilmettävä riittävän selkeästi tarjouksesta. Tarjoushan saattaa olla siten muotoiltu, että se raukeaa, elleivät hyväksyvät vastaukset kata tiettyä tavoitteena olevaa omistusosuutta kohdeyhtiössä. Tiedonantovelvollisuuden merkitys sekä annettavien tietojen sisältö ja niiden selkeys korostuvat erityisesti ilmoitettaessa joidenkin ehtojen täytyttyä tulevaisuudessa tehtävästä julkisesta osto- tai lunastustarjouksesta.[20] Jos tarjouksen koko toteutuminen on epävarmaa eikä sen sisältöäkään ole vielä lopullisesti päätetty, tätä seikkaa tulisi erityisesti korostaa annettavissa tiedoissa, koska se on sijoittajien kannalta merkittävä tieto.

Selkeästi on myös ilmoitettava, jos kyseessä onkin osakkeiden omistajille esitetty kehotus tehdä ostajalle myyntitarjouksia omistamistaan osakkeista. Säännöksen perustelujen mukaan julkinen ostotarjous tulkitaan oikeustoimilain mukaiseksi sitovaksi tarjoukseksi, ellei siitä selkeästi ilmene, ettei sitä ole sellaiseksi tarkoitettu.[21] Sitovan sopimuksen syntyminen edellyttää luonnollisesti, että vastaus on tarjouksen ehtojen mukainen.

Tiedonantovelvollisuuden kannalta ongelmallisen tilanteen muodostavat yhtiön johdon tekemät ostotarjoukset. Useinhan yhtiön johtotehtävissä toimivat henkilöt päättävät hankkia yhtiön joko kokonaan omistukseensa tai äänestenenemmistön siitä.[22),23)] Ostotarjousta tehdessään heillä on luonnollisesti kohdeyhtiöstä huomattavasti paremmat tiedot kuin useimmilla muilla

---

[20] Tällainen tilanne saattaa syntyä esim. yhtiön enemmistöosakkaan pyrkiessä myymään omistamansa osakekannan. Kaupasta saatetaan sopia esisopimuksessa, joka sisältää yksityiskohtaiset ehdot, joiden mukaan lopullinen kauppa tehdään tai jätetään tekemättä. Kohdeyhtiön ollessa julkisesti noteerattu saattaa ostaja kaupan toteutuessa sitoutua tekemään myös vähemmistöosakkaiden osakkeista julkisen ostotarjouksen tai lunastustarjouksen. Tiedotettaessa solmitusta esisopimuksesta ja lopullisen kaupan yhteydessä tehtävästä julkisesta ostotarjouksesta saattavat kauppaan liittyvät ehdot ja koko julkisen ostotarjouksen toteutumisen epävarmuus helposti jäädä arvopaperimarkkinoilla toimivilta huomaamatta. Jos enemmistöosuutta koskeva kauppa ei toteudu, jolloin vähemmistön osakkeistakaan ei tehdä ostotarjousta, saattavat sellaiset sijoittajat kärsiä vahinkoa, jotka ovat toimineet siinä käsityksessä, että tarjous toteutetaan.

[21] Näin HE 157/1988 s. 52.

[22] Ns. management buy out (MBO). Ostajana on tällöin normaalisti yhden tai useamman johtoon kuuluvan henkilön omistama yhtiö, joka useimmiten pyrkii yli 90 %:n omistusosuuteen voidakseen verotuksessa hyödyntää konserniavustussäännöksiä. Tällöin on kuitenkin huomattava, että yhtiöoikeudellisesti konserniavustuksen antaminen muutoin kuin kaikkien osakkaiden päätöksellä on arveluttavaa, ks. tästä *Koski, Pauli,* Konserniavustus — yhtiöoikeudessa tuntematon käsite. Tilintarkastus 2/1992, erit. s. 123 ss.

[23] Johdon motivointi- ja/tai palkitsemistarkoituksessa järjestetty omistus on yleensä määrältään edellä tarkoitettua vähäisempää ja se toteutetaan normaalisti suunnattuna osakeantina, vaihtovelkakirja- tai optiolainana taikka hankkimalla ko. arvopaperit pörssin välityksellä.

osakkeenomistajilla.[24] Tällöin on olemassa vaara, että he käyttävät asemaansa väärin joko esittämällä yhtiön taloudellisen tilan todellista huonommaksi tai jättävät kertomatta yhtiön arvoa lisääviä seikkoja. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 2 momentin määräys olennaisten ja riittävien tietojen antamisesta kattaa toki tämänkin tilanteen, mutta ulkopuolisten on vaikea arvioida annettuja tietoja ja siten tarjouksen edullisuutta.[25]

B. Ostotarjouksen julkistamisesta

Julkisen ostotarjouksen julkistamistapaa ei ole säännelty laissa. Lain perustelujen mukaan "julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan sanomalehdessä tai muussa tiedotusvälineessä julkaistua taikka tarjouksentekijän tiedossa oleville omistajille henkilökohtaisesti toimitettua tarjousta".[26] Tarjouksen julkistamistapa on näin ollen pitkälti tarjouksen tekijän omassa harkinnassa. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n yleissäännös arvopaperien markkinoinnista ja elinkeinotoiminnassa tapahtuvasta hankkimisesta tosin rajaa julkistamista, samoin kuin arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimus. Tarjouksen tekijä voi kuitenkin melko vapaasti valita omien tarkoitusperiensä kannalta parhaimman julkistamistavan, kunhan se ei aseta osakkeenomistajia eriarvoiseen asemaan.[27] Jos tarjouksen tekijä on itse pörssi- tai sopimusmarkkinayhtiö,

---

[24] Ostajayhtiön hallitukseen saattaa muissakin tilanteissa kuulua yksi tai useampia kohdeyhtiön hallituksen jäseniä, jolloin tällaisen jäsenen asema mahdollisessa eturistiriitatilanteessa muodostuu ongelmalliseksi. Ongelmaa pohtii erään ruotsalaisen välimiesoikeudessa ratkaistun tapauksen valossa *Hjerner*, s. 292.

[25] Ruotsissa julkisia ostotarjouksia koskevaa suositusta on vuonna 1991 täydennetty juuri tällaisten tilanteiden varalta. *Näringslivets börskommitté 1991*, Tillägg till rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) i fall då erbjudandet lämnas av ledande befattningshavare i målbolaget. Suosituksen mukaan on sellaisiin ostotarjouksiin, jotka johtotehtävässä (kohdeyhtiön tai sen tytäryhtiön toimitusjohtaja tai varatoimitusjohtaja taikka hallituksen jäsen tai varajäsen) oleva tai vastikään ollut henkilö joko suoraan tai välillisesti (määräysvallassaan olevan yhtiön tai lähipiiriin kuuluvan henkilön, ts. avio- tai avopuolison tai lasten) tekee tai joihin tällainen henkilö osallistuu, on liitettävä puolueettoman asiantuntijan lausunto kohdeyhtiön arvosta. Tarjouksesta laadittavasta lehdistötiedotteesta tulee myös ilmetä kuka kohdeyhtiön johtava toimihenkilö osallistuu tarjoukseen ja miten tämä tapahtuu. Mainittu suositus on julkaistu esim. teoksen *Börsregler* 4. painoksessa (Stockholm 1991) s. 316 ss.

[26] HE 157/1988 s. 51.

[27] Julkistamistavan valinnalla saattaa olla merkittävä vaikutus tarjouksen onnistumiseen, koska usein tiedotusvälineiden ensireaktio on onnistumisen kannalta ratkaiseva. Erityisesti, jos ensireaktio on tavalla tai toisella negatiivinen, niin siten syntynyttä mielikuvaa on myöhemmin tarjousajan kuluessa hyvin vaikea korjata.

sen on noudatettava arvopaperimarkkinalain 2 luvun tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä ja Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntöön sisältyviä tiedonantovelvollisuussäännöksiä. Tällöin julkistaminen tulee tapahtua ilmoittamalla tieto samanaikaisesti arvopaperipörssille ja Suomen Tietotoimistolle sekä muille keskeisille tiedotusvälineille.[28] Usein tällöin järjestetään lisäksi samanaikaisesti lehdistötilaisuus, jossa tarjouksen tekijän edustajat esittelevät tarjousta. Myös muiden tarjouksen tekijöiden olisi hyvä menetellä samalla tavoin kuin pörssi- tai sopimusmarkkinayhtiöt tekevät.

Arvopaperimarkkinalakiin ei sisälly säännöstä, joka nimenomaisesti velvoittaisi julkistamaan julkisen ostotarjouksen tekemistä koskevan päätöksen.[29] Julkisesti noteeratun yhtiön osakkeista tehtävä ostotarjous on kuitenkin osakkeen arvoon vaikuttava tieto.[30] Tällaisen tiedon julkistaminen kuuluu ns. yleisen tiedonantovelvollisuuden piiriin[31] ja koskee itse yhtiötä, ts. tässä kohdeyhtiötä, joka ei ennen tiedon julkistamista voi tietää jonkun muun päätöksestä tehdä sen osakkeista julkinen ostotarjous. Jos julkisen ostotarjouksen tekijä on itsekin pörssi- tai sopimusmarkkinayhtiö, niin sen tulee tällainen päätös julkistaa, koska päätös saattaa välillisesti vaikuttaa yhtiön oman osakkeen kurssiin. Kohdeyhtiön tulee luonnollisesti ilman aiheetonta viivytystä julkistaa tietoonsa tulleet sen osaketta koskevat päätökset julkisen

---

[28] Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännön 6 luvun 2 ja 3 §. Ruotsalaiseen julkisia ostotarjouksia sääntelevään suosituksen sisältyy yksityiskohtaiset lehdistötiedotetta koskevat säännökset, NBK:OE II luvun 1 ja 2 kohdat, s. 10 s. Ne ovat syntyneet perusteellisen harkinnan tuloksena, joten niitä voinee oman asiaa koskevan sääntelyn puuttuessa soveltuvin osin noudattaa meilläkin, jos haluaa noudattaa hyvää vähimmäisvaatimukset ylittävää menettelytapaa.

[29] Arvopaperikauppakomitean II osamietinnössä esitetään lakiin lisättäväksi säännös, joka velvoittaisi tarjouksen tekijän välittömästi julkistamaan päätöksen julkisen ostotarjouksen tekemisestä. KM 1989:36 s. 350 s. ja s. 388 s. Samoin KM 1991:48 s. 384.

[30] Varsin usein julkinen ostotarjous tehdään pörssikurssia korkeampaan hintaan, mutta vaikka se tehtäisiin pörssikurssia vastaavaan hintaankin, niin myös tämä tieto on osakkeen arvoon vaikuttava, koska se saattaa esim. estää muutoin ehkä tapahtuvan kurssin laskun.

Astola yhtyy näkemykseen, että tieto suunnitellusta ostotarjouksesta on arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa, *Astola,* s. 184, ks. myös s. 95. Toisin kuitenkin *Jauhiainen, Jyrki,* Kirjallisuutta: *Astola, Tiina,* Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, LM 1991 s. 615. Jauhiaisen mielestä tieto ostotarjouksesta voisi olla tällainen tieto vain, jos tarjouksen tekijä on jo suunnitellut tai päättänyt kohdeyhtiön toimintaan vaikuttavista toimista. Näin asia ei voi olla, koska nimenomaan tieto toteutettavasta ostotarjouksesta, ja erityisesti tarjoushinta, on seikka, joka vaikuttaa yhtiön osakkeen kurssiin. Toki kohdeyhtiön toimintaa koskevat suunnitelmatkin voivat vaikuttaa kurssiin.

[31] AML 2:7 §:n mukaan pörssiyhtiön ja sopimusmarkkinayhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavat yhtiön päätökset ja muut sen toimintaa koskevat seikat. Ks. yleisestä tiedonantovelvollisuudesta HE 157/1988 s. 28 ss., *PTV ohje 6.01* s. 5 ss. ja *Astola,* s. 92 ss.

ostotarjouksen tekemisestä.[32] Toissijaisesti myös arvopaperipörssi, kurssivälittäjä, arvopaperinvälittäjä ja arvopaperinvälittäjien yhteisö ovat velvollisia julkistamaan tietoonsa tulleet osakkeen arvoon vaikuttavat tiedot, joita ei ole muuten julkistettu.[33] Erityisesti arvopaperinvälittäjän kannalta viimeksi mainittu säännös on ongelmallinen, koska usein arvopaperinvälittäjä toimii julkista ostotarjousta suunnittelevan yhtiön neuvonantajana ja sen tulisi näin ollen toissijaisen julkistamisvelvollisuuden perusteella julkistaa tietoonsa tulleet kurssiin vaikuttavat asiat. Ostajan kannalta tarjouksen julkistamisen ajoittaminen on tarjouksen onnistumisen kannalta tärkeä seikka, minkä vuoksi päätöksen julkistamista saattaa olla tarpeen lykätä. Valmisteilla olevia päätöksiä ei toisaalta tarvitse julkistaa, joten ongelma voidaan käytännössä välttää siten, että lykätään julkista ostotarjousta koskevan lopullisen päätöksen tekeminen siihen ajankohtaan, jolloin se voidaan julkistaa.[34),35)]

Ulkomaisissa säännöksissä, esim. Englannin City Codessa, julkisen ostotarjouksen tekemistä koskevaan päätökseen tai sellaisen valmisteluun on kiinnitetty runsaasti huomiota, koska se tarjoaa merkittävän mahdollisuuden sisäpiirin tiedon väärinkäyttöön. Tämän vuoksi tarjouksen valmisteluun liittyvät tiedot on pidettävä salassa. Ns. sisäpiirin säännöksillä on eri maissa pyritty estämään osakkeen kurssiin voimakkaasti vaikuttavien tietojen hyväksikäyttö asiasta tietoisen omaan tai toisen lukuun.[36] Jos kuitenkin kohdeyhtiö saa jotakin kautta tietää sen osakkeita koskevan ostotarjouksen vakavasta valmistelusta, niin tällainen tieto lienee julkistettava.[37] Toisaalta kuitenkin huomautetaan epävarmojen tai epätarkkojen tietojen julkistamiseen osak-

---

[32] Yhtiön tietoon jonkin seikan katsotaan tulleen, kun yksikin hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja on saanut asiasta tiedon. Tämä vakiintunut yhtiöoikeudellinen periaate todetaan myös PTV:n ohjeessa 6.01 s. 6. Ks. myös *Koski,* Yhtiöoikeus s. 8:30.

[33] AML 2:7[2] ja [3] §.

[34] Käytännössä tämä tosin ei aina ole mahdollista, koska julkiseen ostotarjoukseen saattaa liittyä siihen kiinteästi kuuluvia valmistelevia toimenpiteitä, jotka edellyttävät lopullista päätöstä.

[35] Ks. myös Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännön 6:2[3] ja 6:3[2] §.

[36] Ruotsalaisessa kirjallisuudessa asiaa korostaa esim. *Nial,* s. 268. Salassapitovelvollisten joukko olisi varsin laaja jo yleisten luottamuksellisten tietojen salassapitoa koskevien säännösten (ts. lähinnä rikoslain yritysvakoilua ja yrityssalaisuutta koskevat säännökset, RL 30 luku) ja osakeyhtiölain säännösten nojallakin, mutta AML:ssa oleva nimenomainen säännös lienee tarkoitettu korostamaan salassapidon merkitystä ja muutoinkin täsmentämään kysymystä.

[37] City Code´iin sisältyy tästä nimenomainen määräys "when *a firm intention* to make an offer is notified to the board of the offeree company *from a serious source* ...", ks. Rule 2.2. a-kohta. Ks. myös *A Practitioner's guide* to the City Code on Take-overs and Mergers. Surrey, Great Britain 1991 s. 36 s., *Palmer's Company Law* s. 4529—4535, *Tolley's Company Law* s. T10/7 ss. ja *Johnston,* s. 218 ss. ja s. 220.

keenomistajien ja arvopaperimarkkinoiden kannalta liittyvistä vaaroista.[38] Ruotsalaisen suosituksen mukaan ostajan tulee välittömästi tarjouksen tekemistä koskevan päätöksen jälkeen julkaista tietyt vähimmäistiedot sisältävä lehdistötiedote asiasta.[39] Myös meillä lienee käytännössä ainakin useimmissa tapauksissa menetelty siten, että tarjouksen tekijä on julkistanut tarjouksen pääasiallisen sisällön välittömästi yhtiön hallituksen tehtyä päätöksen julkisesta ostotarjouksesta.

Osakkeenomistajan tulee ns. liputusvelvollisuuden perusteella julkistaa omistusosuutensa kasvaminen äänivallan ylitettyä laissa säädetyt kynnykset. Samoin on julkistettava muiden osakkeenomistajien kanssa äänivallan käyttämisestä tehdyt osakas- tai muut (esim. ehdolliset) sopimukset sekä muutoin käytettävissä oleva äänivalta, jos äänivalta näiden toimenpiteiden ja aiemmin omistettujen osakkeiden tuottaman äänivallan kanssa ylittää mainitut rajat.[40] Päätös julkisen ostotarjouksen tekemisestä ei vielä ole liputusvelvollisuuden luova seikka, koska tarjouksen lopputulosta ei voida tietää ennakolta.

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 3 momentin mukaan ostajan tulee julkisen ostotarjouksen päätyttyä ilmoittaa se omistus- ja ääniosuus kohdeyhtiössä, joka tämän on mahdollista saavuttaa hankkimalla tarjouksen perusteella myytäväksi tulevat osakkeet. Tällöin on siis nimenomaisen säännöksen perusteella ilmoitettava ääniosuuden lisäksi myös osakkeiden lukumäärän mukainen omistusosuus toisin kuin varsinaisessa liputusvelvollisuussäännöksessä. Toisaalta säännös ei edellytä liputusvelvollisuussäännöksen mukaisesti osakassopimuksen yms. perusteella tai muutoin käytettävissä olevan äänimäärän ottamista huomioon ilmoituksessa, koska säännöksessä puhutaan ainoastaan tarjouksen perusteella hankittavista osakkeista ja muutoin hankituista sekä aiemmin omistetuista osakkeista. Jos tarjoukseen sisältyy ostettavien osakkeiden määrää koskeva ehto, tulee lisäksi ilmoittaa, mi-

---

[38] Ks. *Johnston*, s. 218 ss. ja *Hannigan, Brenda*, Insider Dealing. London 1988, s. 157 s. Ruotsin ja USA:n sisäpiirisäännöksistä ks. esim. *Moberg — Samuelsson*, s. 109 ss. ja *Löfmarck, Madeleine*, Insiderbrott och svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige. Juridiska Fakulteten i Stockholm; Skriftserien. Stockholm 1988, s. 3 ja s. 21.

[39] NBK:OE II-luvun 1 ja 2 kohta, ks. NBK:OE s. 10 s. Ks. myös *Samuelsson*, s. 131 ss.

[40] AML 2:9 §. Ks. myös HE 157/1988 s. 30 ja *Astola*, s. 147 ss. PTV ohjeessa, 6.01 s. 10, on esitetty liputusvelvollisuussäännöksessä olevan sanonnan "... sopimuksen nojalla tai *muutoin*" osalta tulkinta, että tällainen tilanne on kyseessä esim. silloin, kun luonnollisella henkilöllä on määräysvalta yhdessä tai useammassa pörssi- tai sopimusmarkkinayhtiön osakkeita omistavassa yhteisössä tai säätiössä.

ten sen suhteen menetellään.[41] Liputusvelvollisuussäännöksen mukainen äänimäärä tulee em. tavoin lasketun omistuksen ja tarjouksen perusteella hankittavissa olevan ääniosuuden lisäksi julkistaa, jos se ylittää jonkin liputusvelvollisuusrajan.[42] Ostajayhtiössä mahdollisesti määräysvallan omaavan osakkeenomistajan on myös valppaasti seurattava oman suoran ja välillisen omistuksensa kehittymistä ja tarpeen vaatiessa julkistettava omistusosuutensa muutokset kohdeyhtiössä.

Tarjouksen tuloksen julkistaminen voi tapahtua joko samalla tavalla kuin itse ostotarjouksesta tiedotettiin tai toimittamalla tieto keskeisille tiedotusvälineille,[43] ts. noudattaen arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n ja Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännön 6 luvun 3 §:n säännöksiä. Jos tarjous on julkistettu toimittamalla se henkilökohtaisesti osakkeenomistajille, niin tarjouksen tulos voidaan näin ollen julkistaa samalla tavoin toimittamatta tietoja julkisille tiedotusvälineille. Tällöin on lisäksi tehtävä ilmoitus arvopaperipörssille tai kurssivälittäjälle.

Sen sijaan laissa ei ole säännöksiä tarjousmenettelyn kuluessa julkistettavista tiedoista. Tällaisten "väliaikatietojen" julkistaminen saattaa eräissä tilanteissa olla tarjouksen tekijän kannalta hyödyllistä. Väliaikatiedot saattavat vaikuttaa osakkeenomistajien päätöksentekoon. Vaikutus saattaa kohdistua sellaisiin osakkeenomistajiin, jotka eivät ole muodostaneet lopullista kantaansa tarjoukseen. Koska tällaisten tietojen julkistamista ei ole nimenomaisesti kielletty, äänivallan kehitystä voidaan seurata ja julkistaa tarvittaessa omistusosuuden kasvaminen sitä mukaa kuin osakkeita tarjouksen yhteydessä siirtyy ostajan omistukseen tai ostaja ehdollisen tarjouksen yhteydessä saa niitä koskevia vastauksia tai myyntitarjouksia. Tällöin on pidettävä huoli siitä, ettei anneta totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja eikä muutenkaan käytetä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä.[44] Merkittävä on myös arvopaperikaupassa ja arvopaperinvälityksessä hyvän tavan vastaisten menettelytapojen käyttämisen kieltävä säännös, jota sovelletaan kaikkiin arvopaperikaupan osapuoliin, niin myyjiin, ostajiin kuin

---

41) *PTV ohje 6.01* s. 24.

42) Ks. myös *Astola*, s. 164.

43) Näin HE 157/1988 s. 52, ks. myös *PTV ohje 6.01* s. 24.

44) AML 2:1 §. Säännöksen tulkinnasta ks. HE 157/1988 s. 24 s. ja *Astola*, s. 73 ss. Koska julkinen ostotarjous useimmiten kohdistetaan ns. suurelle yleisölle, siihen liittyvää tiedonantovelvollisuutta on tarkasteltava tästä näkökulmasta. Sitä ei voida tarkastella pelkästään esim. ammattisijoittajien lähtökohdista käsin. Kuten PTV:n ohjeessakin todetaan, tiedon oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa on arvioitava tiukemmin, jos arvopapereita markkinoidaan yleisölle kuin, jos sitä markkinoidaan ammattimaisille sijoittajille. *PTV ohje 6.01* s. 2.

välittäjiinkin.[45] Ei kuitenkaan voitane pitää sopimattomana menettelynä sitä, että tarjouksessa annetaan enemmän tietoja kuin mitä laissa on säädetty. Tarjousta vastustavan omistajaryhmän tai yritysjohdon kannalta tällainen menettely tosin saattaa tuntua sopimattomalta, koska se voi vaikuttaa tarjouksen onnistumiseen.

XIV Ehdollisesta ostotarjouksesta

A. Julkiseen ostotarjoukseen sisältyvistä ehdoista

Ehdollisesta ostotarjouksesta on arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n 4 momentissa säädetty seuraavasti:

> Jos ostotarjouksen sitovuuden ehdoksi on asetettu tietyn omistus- tai äänimääräosuuden saavuttaminen, tarjouksen hyväksyneellä on tarjouksen voimassaoloajan päätyttyä oikeus vetäytyä kaupasta, ellei tarjouksen tekijä saavuta tarjouksessa ilmoitettua omistus- tai äänimääräosuutta hankkimalla tarjouksen perusteella myytäväksi ilmoitetut arvopaperit. Tällaisessa tilanteessa myös tarjoukseen vastanneella, ts. myyjällä on vastaava oikeus. Oikeutta kaupasta vetäytymiseen ei kuitenkaan ole, jos tarjouksen tekijä sitoutuu ilmoittamaan tarjouksen hyväksyneelle sen korkeamman hinnan, jonka tarjouksen tekijä maksaa jollekulle tai saa joltakulta tarjouksen kohteena olevasta arvopaperista yhden vuoden kuluessa tarjousajan päättymisestä, sekä maksamaan myyjälle sen ja ostotarjouksen mukaisen hinnan välisen erotuksen. Tarjouksen hyväksyneen on kuukauden kuluessa 3 momentissa tarkoitetun ilmoituksen julkistamisesta ilmoitettava tarjouksen tekijälle, haluaako hän vetäytyä kaupasta vai vaatia tarjouksen tekijältä tässä momentissa tarkoitetun sitoumuksen uhalla, että alkuperäisen tarjouksen hyväksyminen muuten sitoo häntä.

Käytännössä varsin yleiseksi muodostuu[46] todennäköisesti ehdollinen tarjous, joka raukeaa, jos osakkeita ei tarjota myytäväksi tiettyä vähimmäismäärää. Ostajalle ei ehkä ole riittävää hyötyä osakkeista, ellei hän saa niitä

---

[45] AML 4:1 §. Sen tulkinnasta ks. HE 157/1988 s. 38, jossa korostetaan sen koskevan kaikilla lain soveltamisalaan kuuluvilla arvopapereilla käytävää kauppaa. Hyvä tapa on siinä määritelty sijoitusalan ammattilaisten keskuudessa vakiintuneeksi tavaksi, joka luonnollisesti on sidoksissa vallitsevaan yhteiskunnalliseen todellisuuteen. Ks. myös *Pankkitarkastusvirasto,* Ohjeet arvopaperinvälittäjille. 17.7.1989 (672/8.1/89). Nro 4.01, s. 1 s., *Astola,* s. 74 s. ja *Rapakko,* s. 190 s. sekä *Samuelsson,* s. 81 ss. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvän tiedottamisen on kuitenkin oltava lähtökohdiltaan yleisempää, tiedoiltaan kaikentasoisille osakkeenomistajille tarkoitettua.

[46] Sitten, kun arvopaperimarkkinat Suomessa jälleen toimivat normaalisti.

tavoittelemaansa määrää. Jos tavoitteena on yli 50 %:n äänivalta jossakin yhtiössä, ostaja ei ehkä halua ostaa lainkaan osakkeita, jos niitä tulee tarjolle vain esim. 30 %:n äänivallan tuottava määrä. Jos ostajan tavoitteena on päästä hyödyntämään konserniavustusta,[47] hän saattaa tehdä julkisen ostotarjouksen puuttuvista osakkeista. Hinta voinee näistä ratkaisevista osakkeista olla suurempi kuin lunastustarjouksessa käytetty hinta. Näin ainakin siinä tapauksessa, että tarjouksilla on pitkä väliaika ja olosuhteet ovat sinä aikana muuttuneet. Kaikki tarjouksen rajoituksiksi tarkoitetut ehdot on esitettävä tarjouksessa hyvin selkeästi.

Tarjouksessa asetetun ehdon vuoksi sitova sopimus ostajan ja myyjän välillä syntyy luonnollisesti vasta sitten, kun ko. ehto täyttyy. Näin on tilanne molempien osapuolten kannalta, ellei ehdoissa muuta mainita, sillä myöskin myyjän vastaus sitoo tätä vasta tarjouksessa olevan, ostajan asettaman ehdon täytyttyä. Jos ostaja on pidättänyt itselleen oikeuden ostaa tarjouksen kohteena olevat osakkeet, vaikkei ehto täyttyisikään, varauksettoman myönteisen vastauksen antanut myyjä on sidottu tarjoukseen aina siihen saakka, kunnes ostaja ilmoittaa, haluaako hän toteuttaa kaupan vai ei. Myyjä saattaa näin olla sidottu tarjoukseen hyvinkin pitkän ajan. Jos aika on kovin pitkä voitaneen ehtoa sovitella OikTL 36 §:n perusteella.[48]

Jotta ehdollinen tarjous olisi kummankin osapuolen, erityisesti ostajan, kannalta toimiva ratkaisu, tulisi tarjousehdot muotoilla sellaisiksi, että myyjä tarjouksen hyväksyessään samalla luovuttaa osakkeet jonkin kolmannen osapuolen, esim. pankin tai pankkiiriliikkeen haltuun.[49] Muutoin myyjän on liian helppoa rikkoa sopimus ja sopimuksen voimassaoloaikana myydä osakkeet jollekin paremmat ehdot tarjoavalle ostajalle. Tällainen sopimusrikkomus saattaa tietenkin aikaansaada vahingonkorvausvelvollisuuden syntymisen, mutta vahingonkorvauskanteiden nostaminen kenties tuhansia yksittäisiä osakkeen myyjiä vastaan on ostajan kannalta hyvin hankalaa ja lisäksi ostaja saattaa tämän vuoksi menettää mahdollisuuden myydä osakkeet

---

[47] Konserniavustukseen muissa kuin 100 %:sti omistetuissa tytäryhtiöissä liittyvistä yhtiöoikeudellisista ongelmista ks. *Koski, Pauli,* Konserniavustus — yhtiöoikeudellisia näkökohtia. Turku 1992, erit. s. 29 ja s. 16—18 alaviitteissä 20—22 ja 24 sekä 27 ja 28 mainitut ruotsalaiset lähteet.

[48] Kysymystä myyjän kannalta eri tilanteissa tarkastelee *Astola,* s. 164 ss.

[49] Tällaiseenkin menettelyyn saattaa käytännössä liittyä monia ongelmia, erityisesti sellaisissa tilanteissa, jolloin myyjä on pantannut osakkeensa luoton vakuudeksi. Vakuudenhaltija saattaa olla haluton luovuttamaan osakkeita kolmannen osapuolen haltuun. Lisäksi, jos ehdolliseen tarjoukseen liittyvä myyjää sitova aika ennen kuin ostaja tekee lopullisen päätöksen ja osakkeiden kauppa maksuineen tapahtuu, on kovin pitkä, niin se saattaa aiheuttaa pantinhaltijan kannalta ongelmia, esim. rajoittaa pantin realisointimahdollisuuksia.

edelleen. Myös muut tarjoukseen myönteisesti vastanneet saattavat kärsiä vahinkoa, jos tarjous ei eräiden myyjien sopimusrikkomusten vuoksi johdakaan kauppaan. Ellei osakkeiden luovuttamista tarjouksen hyväksymisen yhteydessä vaadita, saattavat lisäksi monet henkilöt vastata tarjoukseen ja sitoutua myymään myös sellaisia osakkeita, jotka nämä aikovat hankkia vasta myöhemmin osakkeen hinnan laskettua.[50] Tällaisen tilanteen syntyminen on epätoivottavaa useimpien markkinaosapuolten kannalta. Myyjän kannalta toisaalta osakkeiden luovuttaminen ostajan haltuun ennen maksun saamista sisältää niin suuria riskejä, ettei sellainen tarjous varmaankaan menestyisi ja lisäksi sitä saatetaan pitää arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n mukaisena sopimattomana menettelynä. Tarjouksen tekijän mahdollisen konkurssin yhteydessä tilanne muodostuisi nimittäin "tavallisen" osakkeenomistajan kannalta kohtuuttoman hankalaksi, vaikka em. osakkeet eivät sinänsä kuuluisikaan tarjouksen tekijän konkurssipesään, koska omistusoikeus ei vielä olisi siirtynyt.

B. Arvo-osuusjärjestelmästä[51]

Siirtyminen arvo-osuusjärjestelmään ratkaisee osan em. ongelmista.[52] Arvo-osuusjärjestelmässähän on mahdollista kirjata rekisteriin ehdollisia luovutuksia, ts. luovutuksia, jotka eivät ole vielä käyneet lopullisiksi, omistuksenpidätysehdoin tapahtuneita luovutuksia tai muita luovutusrajoituksia. Luovutussopimuksen, esim. ehdollisen julkisen ostotarjouksen ja siihen annetun vastauksen, ehdoista riippuen kirjaus suoritetaan tällöin joko ostajan tai myyjän tilille. Jos tarjouksen ehtojen mukaan omistusoikeus on siirtynyt,

---

[50] Osakkeiden ns. lyhyeksi myynti, ts. sellaisten osakkeiden myynti, jotka myyjä hankkii omistukseensa vasta myyntiajankohdan jälkeen on varsin yleistä ja jo pitkään vakiintuneesti hyväksyttyä liiketoimintaa useimmilla merkittävillä arvopaperimarkkinoilla. Jotta myyjä voisi toimittaa ostajalle myymänsä osakkeet, joita ei ole vielä itsekään ostanut, tämä yleensä lainaa ne ensin joltakin hankkien ne itse vasta myöhemmin toivoen saavansa osakkeet tällöin alempaan hintaan. Toiminnan on katsottu parantavan arvopaperipörssin likviditeettiä ja olevan siten kaikkien osapuolten edun mukaista. Useissa maissa toimintaa varten on kehitetty säännöt, jotka varmistavat vakuusjärjestelyjen avulla eri osapuolten aseman. Menettely tarjoaa myös pitkäaikaisille omistajille mahdollisuuden ansaita "vuokratuottoa" omistamistaan osakkeista myymättä niitä. Menettelyä selvitetään melko laajasti esim. Global Investor/International Financial Law -lehden liitteessä International Securities Lending, s. 8—13 Saksan osalta ja s. 21—25 Englannin osalta. *IFL Rev Special Supplement October 1991,* London. Ks. myös *Herrington, Tim,* The legal structure of stock lending in the UK. International Financial Law Review, August 1991 s. 22—26.

mutta esim. kauppahinnan suoritus riippuu jostakin myöhemmästä tapahtumasta, voidaan arvo-osuus siirtää myyjän tililtä ja kirjata ostajan tätä tarkoitusta varten avaamalle tilille. Tällöin sovitaan, että myyjälle jää siirrettyihin osakkeisiin panttioikeus.[53] Jos taas omistusoikeuden siirtyminen on sidottu johonkin myöhempään tapahtumaan, esim. tietyn omistusosuuden saavuttamiseen, niin tällöin arvo-osuudet jäävät tarjoukseen vastanneen tilille, jonne tehdään merkintä ehdollisesta luovutuksesta, mikä estää esim. arvo-osuuksien uudelleen myynnin.[54] Arvo-osuusjärjestelmästä on pyritty luomaan eri osapuolten kannalta luotettava ns. positiivisen ja negatiivisen julkisen luotettavuuden avulla.[55]

Erityisen ongelmalliseksi saattavat arvo-osuusjärjestelmässä muodostua osakeyhtiölain ns. lunastus- tai suostumuslausekkeet, koska tällaisten lausekkeiden rajoittamia arvo-osuuksia luovutettaessa osuudet merkitään ensin

---

[51] Suurimpien, lähinnä julkisesti noteerattujen, yhtiöiden osakkeet korvataan vähitellen ns. arvo-osuuksilla. Sitä varten on luotu arvo-osuusjärjestelmä eli paperiton arvo-osuuksien käsittely- ja hallintajärjestelmä, jonka perustana ovat seuraavat lait: Laki arvo-osuusjärjestelmästä (= AOJL, 826/1991), laki arvo-osuustileistä (AOTL, 827/1991) ja laki osakeyhtiölain muuttamisesta (OYL:n uusi 3 a luku: Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvat osakkeet, 832/1991). Ks. myös HE Eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi 1990 vp. — HE n:o 104 ja Laintarkastuskunnan lausunto N:o 4/1989: Arvo-osuusjärjestelmä. Helsinki 1989. Arvo-osuusjärjestelmästä yleisesti ks. *Koski,* Yhtiöoikeus s. 7:22 ss. ja *Havansi, Erkki,* Esinevakuusoikeudet. Jyväskylä 1992 s. 298 ss. Oikeusvaikutusten syntymisen kannalta ratkaisevasta kirjaamisesta ks. *Koulu, Risto,* Kirjaamisesta arvo-osuusjärjestelmässä LM 1992 s. 477—505 sekä Kirjaamisen edellytysten tutkimisesta arvo-osuusjärjestelmässä DL 1992 s. 317—349.

[52] Vaikka se samalla myös luo uusia, erityisesti omistusoikeuden siirtymiseen liittyviä ongelmia. Ruotsalaiseen vastaavantyyppiseen järjestelmään liittyvistä ongelmista ks. *Rodhe, Knut,* Kontobaserat aktiesystem. Frågetecken i brytningen mellan gammalt och nytt. Festskrift till Kurt Grönfors, Göteborg 1991 s. 371—386, erit. s. 380 ss.

[53] Tällöin ostajan on avattava jokaista myyjää varten oma tili (AOTL 6 §), ts. laajaomistuspohjaista yhtiötä koskevan ostotarjouksen osalta kymmeniä tai jopa satoja tuhansia tilejä ja panttauksia. Ehdollisten saantojen kirjaamisesta ks. *Koulu,* LM 1992 s. 498 ss.

[54] Luovutusrajoituksista ks. AOTL 9 ja 10 § ja HE 104/1990 s. 54 ja 58.

Viimeksi mainitussa tapauksessa siis näitä luovutusrajoituksia tehdään useissa eri rekistereissä oleville eri luovuttajien tileille. Henkilöllä voi myös olla useita saman yhtiön arvo-osuuksia sisältäviä tilejä yhdessä tai useammassa rekisterissä.

[55] Positiivisella julkisella luotettavuudella tarkoitetaan sitä, että vilpittömässä mielessä oleva henkilö on oikeutettu luottamaan arvo-osuustilille kirjattujen oikeuksien pätevyyteen ja negatiivisella sitä, että vilpittömässä mielessä oleva voi luottaa siihen, ettei kirjaamattomia oikeuksia ole olemassa. Näin HE 104/1990 s. 64 s.

ns. odotusluetteloon,[56] josta ne siirretään yhtiön osakasluetteloon ja toisaalta luovutuksensaajan tilille vasta, kun on selvinnyt, ettei lunastusoikeutta käytetä tai kun suostumus on annettu tai katsotaan annetuksi.[57]

Tällainen järjestelmä, joka käytännössä estää nykyisenkaltaisen menettelyn, jossa luovutusrajoitusten alaisillakin osakkeilla, joita noteerataan ns. meklarilistalla, on voinut käydä kauppaa ja vasta ostajan päätettävissä on ollut toimittaako hän saantonsa rekisteröitäväksi yhtiön osakasrekisteriin vai ei, saattaa käytännössä aikaansaada arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolisten markkinoiden syntymisen. Tosin on huomattava, ettei arvo-osuusjärjestelmää ole kytketty suoraan arvopaperipörssin kaupankäyntijärjestelmään, vaan tämän järjestelmän puitteissa tehdyt kaupat tulee joko arvopaperinvälittäjän tai ostajan toimesta erikseen ilmoittaa — kirjaamishakemus esittämällä — rekisterinpitäjälle.[58] Arvo-osuuksia saatetaan ts. ruveta luovuttamaan siten, ettei saantoa ilmoitetakaan rekisterinpitäjälle, vaan arvo-osuus ainoastaan siirretään ostajalle. Arvo-osuusjärjestelmässä on mahdollista vapaamuotoisesti siirtää oikeus tilillä olevaan arvo-osuuteen jollekin, joka puolestaan siirtää sen eteenpäin ja vasta myöhempi, esim. lunastus- tai suostumuslausekkeen hyväksymä siirronsaaja esittää selvityksen saannostaan ja tekee kirjaamishakemuksen rekisterinpitäjälle.[59] Normaalitilanteessa yksittäisen myyntihalukkaan arvo-osuuden haltijan lienee vaikeata löytää em. järjestelyyn valmista ostajaa, mutta jonkun tehdessä esim. ehdollisen julkisen osto-

---

[56] Samalla on osakkeensaajan saantomies poistettava osakasluettelosta, *Koski,* Yhtiöoikeus s. 7:27. Näin estyy sellainen aiemmin käytännössä varsin yleinen tilanne, jossa osakkeiden myyjä on yhtiökokouksessa äänestänyt jo myymiensä, mutta edelleen osakasrekisterissä nimissään olevien, osakkeiden perusteella.

[57] OYL 3 a:7[3] § ja AOTL 9 § sekä OYL 3:4[2] §. Ks. lisäksi HE 104/1990 s. 58 ja 75 sekä *Koski,* Yhtiöoikeus s. 7:27. Arvo-osuuden luovutus muulle kuin lunastus- tai suostumuslausekkeen hyväksymälle taholle estyy näin ollen käytännössä, koska samalla kun luovutus rekisteröidään arvo-osuusjärjestelmässä, luovutuksesta menee myös tieto yhtiön osakasluetteloon, jolloin yhtiö tai joku muu osakas saattaa ryhtyä em. lausekkeiden tarjoamiin lunastustoimenpiteisiin tai suostumuslauseketta usein täydentävän muuntamislausekkeen mukaiseen osakkeen muuntamiseen toisenlajiseksi.

[58] Arvo-osuusjärjestelmää koskevassa lainsäädännössä on selvästi ajateltu rekisteröinnin tapahtuvan välittömästi jokaisen luovutuksen jälkeen eikä vasta pitkän luovutusten ketjun päätteeksi. Viimeksi mainittua menettelyä ei ole kuitenkaan nimenomaisesti kielletty. Ks. myös *Koulu,* LM 1992 s. 487, jossa tämä toteaa lain perusteluihin vedoten, ettei myyjä voi vaatia luovuttamansa arvo-osuuden kirjaamista ostajan tilille.

[59] AOTL 11 § ja HE 104/1990 s. 58 s. Luovutuksensaajan aseman turvaamiseksi esim. mahdollisten kahdellemyyntitilanteiden varalta lienee tällöin selvintä luovuttaa kaikki jollakin tilillä olevat arvo-osuudet kerralla ja pyrkiä varmistamaan luovutuksensaajan saanto esim. panttausjärjestelyin.

tarjouksen luovutusrajoituksen alaisista osakkeista (arvo-osuuksista) saattaa edellä kuvattu tilanne tulla ajankohtaiseksi.

C. Tarjoukseen vastanneen suojaamisesta

Lainsäätäjä on pitänyt kohtuullisena, että myös tarjoukseen vastanneella (≈ myyjä) on oikeus irtautua kaupasta, jos tarjouksen tekijä rajoittaa sidonnaisuuttaan esim. ehdolla, jonka mukaan ostovelvollisuutta ei ole, jos tarjouksen olennaisena edellytyksenä oleva ehto, esim. tavoitteena olevan osakemäärän saamatta jääminen, ei täytykään.[60] Tällaisessa tapauksessa ostotarjouksen esittäjä voisi nimittäin myydä saamansa osakkeet edelleen jollekin toiselle, vaikka ei itse pääsisikään tavoitteeseensa. Tämä saattaisi myös myydä jollekin toiselle vaikkapa pelkän oikeuden ostaa tarjouksen kohteena olleet osakkeet.[61] Tarjoukseen vastannut on saattanut tehdä myyntipäätöksensä uskoessaan osakkeen arvon alenevan olennaisesti tarjouksen tekijän saavuttaessa määräämisvallan kohdeyhtiössä. Ellei näin käykään, myyjällekin täytyy muuttuneissa olosuhteissa varata mahdollisuus muuttaa kantaansa.

Myyjän täysin vapaa tarjoukseen annetun myönteisen vastauksen peruuttamismahdollisuus saattaisi puolestaan olla kohtuuton tarjouksen tekijän kannalta, joten on luotu molempien osapuolten edut ainakin jossain määrin huomioon ottava ratkaisu, jonka mukaan tarjouksen tekijällä on myös ehdollisen tarjouksen osalta oikeus ostaa myyntiin tarjotut osakkeet, jos hän on pidättänyt tarjousehdoissa itsellään tämän mahdollisuuden, ja jos hän sitoutuu maksamaan myyjälle vuoden kuluessa jollekin maksamansa tai ko. osakkeista saamansa korkeamman hinnan ja tarjouksen mukaisen hinnan erotuksen.[62] Jos ostaja ei ilmoita em. sitoumuksesta, niin myyjä voi kuitenkin kuukauden kuluessa ostotarjouksen avulla saavutettua osakemäärää koskevan ilmoituksen julkistamisesta ilmoittaa tarjouksen tekijälle haluavansa ve-

---

[60] Esim. myyntiin ei tule tiettyä vähimmäismäärää osakkeita. Ks. myös HE 157/1988 s. 52 ja *PTV ohje 6.01* s. 25.

[61] Luonnollisesti edellyttäen, että tarjousehdoissa olisi varattu tällainen mahdollisuus.

[62] *Astolan* mukaan laissa olevan sanonnan "korkeamman hinnan" tulee ymmärtää tarkoittavan "korkeinta" hintaa. *Astola,* s. 166 alav. 190. Lain sanontahan ei itse asiassa voi muuta tarkoittaakaan, koska ilmoitus- ja maksuvelvollisuus syntyy ensimmäisen kerran ostettaessa tai myytäessä osakkeita tarjoushintaa korkeampaan hintaan. Jos tämän jälkeen tehdään toinen kauppa edellistä hintaa korkeammalla hinnalla on tällöinkin kyseessä edellistä ilmoitettua hintaa korkeampi hinta, jne., ts. korkein vuoden kuluessa maksettu hinta.

täytyä kaupasta tai ilmoittaa vaativansa tarjouksen tekijältä sitoumuksen hinnanerotuksen korvaamisesta. Jos myyjä ei esitä tällaista vaatimusta kuukauden kuluessa, niin alkuperäinen tarjous sitoo häntä. Jos siis sekä myyjä että ostaja ovat passiivisia, niin tällöin myyjä menettää oikeuden vaatia hinnaneron korvaamista, vaikka ostaja myisikin ko. osakkeet kalliimmalla lyhyen tai pitkän ajan kuluttua tarjouksesta.[63),64)] Myyjä joutuu näin ollen myymään osakkeensa tarjousehtojen mukaisesti ehkä pitkänkin ajan kuluttua tarjouksesta. Tosin, jos myyjä tarjousehtojen mukaan on pitkään sidottu tarjoukseen siten, että tämä saa kenties vastikkeenkin vasta pitkän ajan kuluttua tarjouksentekijän itse myytyä ko. osakkeet ehkä huomattavasti kalliimmalla hinnalla, niin myyjä voi väittää ostajan hankkineen osakkeet käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muutoin sopimatonta menettelyä,[65)] ts. arvopaperimarkkinalain säännösten vastaisesti ja tämä voi siten vaatia ostajalta vahingonkorvausta arvopaperimarkkinalain 9 luvun 2 §:n 1 momentin nojalla.[66)]

Laissa ei ole myöskään otettu kantaa siihen, milloin em. hinnanerokorvaus tulisi maksaa sellaisessa käytännössä ilmeisesti hyvin tavalliseksi muodostuvassa tilanteessa, jossa ostaja useina eri aikoina ostaa osakkeita vaihtelevin hinnoin. Tällöin ostaja voinee valita itselleen sopivan ajankohdan erotuksen suorittamiseksi. Näin siitä huolimatta, että laissa käytetään sanontaa

---

[63)] *Astola,* s. 167. Säännöksen erikoisuus ilmenee myös *Astolan* teoksesta, kun hän kirjoittaa ensin, s. 166, tarjouksentekijän voivan vedota ehdollisen tarjouksen hyväksymiseen vain, jos tarjouksen tekijä on sitoutunut ilmoittamaan korkeamman hinnan ja maksamaan hintojen erotuksen. Seuraavalla sivulla hän kuitenkin toteaa, että ellei em. ilmoitusta tehdä ja sitoumusta anneta eikä tarjouksen hyväksyjäkään ilmoita vetäytyvänsä kaupasta tai vaativansa em. sitoumusta, niin tarjouksen hyväksyjä on sidottu tarjoukseen.

[64)] Menettely on ehkä hieman liiaksi ostajaa suosiva, erityisesti, koska ostaja — julkisen ostotarjouksen tekijä — on sijoitusalan ammattilainen tai hänellä on ainakin käytettävissään keskivertomyyjää parempi sijoitusalan asiantuntemus ja myyjien tiedot asiasta voivat olla hyvin puutteellisia ja näin ollen myyjä ei ehkä ymmärrä toimia aktiivisesti.

AML:n uudistamista pohtineissa komiteanmietinnöissä, KM 1989:36 ja KM 1991:48, ei ole lainkaan pohdittu tähän säännökseen liittyviä ongelmia eikä esitetty mitään muutosta siihen.

[65)] AML 2:1 §, joka kieltää *elinkeinotoiminnassa* hankkimasta osakkeita antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä muuten sopimatonta menettelyä.

AML 4:1 §, joka puolestaan kieltää arvopaperien kaupassa käyttämästä hyvän tavan vastaista menettelyä.

Laajempi 2:1 § soveltuu useimmiten julkiseen ostotarjoukseen, koska se lähes aina liittyy elinkeinotoimintaan.

[66)] Tällainen riita on kuitenkin molempien osapuolten kannalta ongelmallinen ja tarjousehtojen näyttäminen hyvän tavan vastaisiksi tai muuten sopimattomaksi on vaikeaa, eikä voine kovin helposti tulla kyseeseen. Tosin vakioehtoja, jollainen ostotarjous selvästi on, tulkitaan yleensä epäselvässä tilanteessa laatijansa vahingoksi.

"maksamaan", mutta lain sanonnan ollessa tulkinnanvarainen voimakkaat käytännön syyt puoltavat em. kantaa.[67] Jos osakkeet myydään edelleen yhtenä eränä tulee hinnanerokorvaus maksaa niin pian kuin se teknisesti on mahdollista. Jos tällaisen edelleenmyynnin yhteydessä sovitaan esim. pitkästä maksuajasta, niin osakkeiden alkuperäinen myyjä ei voine vaatia suoritusta ennen kuin ostotarjouksen tekijä on itse saanut maksun osakkeista, koska säännöksessä todetaan "...*hinnan, jonka* tarjouksen tekijä ... *saa* joltakulta ... sekä *maksamaan sen* ja ostotarjouksen mukaisen hinnan erotuksen."[68]

Myyjän kannalta eräs tilanteeseen liittyvä ongelma on siinä, että tämän on perittävä hinnanerotus ostajalta normaalina velkomusasiana, ellei ostaja maksa sitä sovinnolla.[69] Myyjän asemaa tosin jossain määrin turvaa se, että pankkitarkastusviraston tulee arvopaperimarkkinalain 7 luvun 1 §:n mukaan valvoa, täyttääkö ostotarjouksen tekijä velvollisuutensa ilmoittamalla saamansa tai maksamansa korkeamman hinnan. Virasto on lisäksi velvollinen julkistamaan tietoonsa tulleen laiminlyönnin, ja se saa tällöin ilmaista myös muutoin salassapidettävän tiedon, ts. tuollaisen ostotarjouksen tekijän maksaman tai saaman tarjoushintaa korkeamman hinnan, muttei tietenkään mitään muita vaitiolovelvollisuuden piiriin kuuluvia tietoja.[70] Myyjän asema on kuitenkin varsin heikko, jos hinnanerotuksen maksamiseen velvollinen ostaja on maksuhaluton tai maksukyvytön. Saattaahan tämä käyttää osakkeista saamansa korkeamman hinnan muiden velkojensa maksamiseen omaaloitteisesti tai nämä varat saatetaan ulosmitata osakkeiden myyjää nopeammin toimineen toisen velkojan vaatimuksesta. Tarjouksen tekijälle tällaisessa tilanteessa asetettu velvollisuus vakuuden asettamisesta parantaisi myyjän asemaa.[71] Tarjouksentekijä voi luonnollisesti itse tarjoutua järjestämään

---

[67] Jos ostoja suoritetaan esim. päivittäin nouseviin hintoihin, niin ei voitane vaatia päivittäisten hintojen erotuksen tilittämistä esim. päivittäin kenties useille tuhansille myyjille. Jos ostoja suoritetaan jatkuvasti, ostaja voinee suorittaa korvauksen vasta sitten, kun se lopettaa osakkeiden ostamisen taikka kun em. vuoden määräaika täyttyy.

[68] AML 6:1[4] §.

[69] Hallituksen esityksessä todettiin, että myyjän on tällaisessa tilanteessa vaadittava hinnanerotusta tuomioistuimessa ja ettei tällä ole oikeutta arvopaperien takaisin saamiseen. HE 157/1988 s. 53. Myyjän aseman suojaamiseksi olisi ollut hyvä kehittää jokin parempi, esim. vakuuksien antamiseen perustuva, järjestelmä. Koska meillä ei vielä ole mahdollista käyttää ns. ryhmäkannetta, normaali oikeudenkäyntiä edellyttävä perintä tällaisessa kenties tuhansia henkilöitä koskevassa tilanteessa ei ole hyvä järjestely. Ostajahan saattaa olla maksukyvytön tai jopa konkurssissa siinä vaiheessa, kun myyjä saa tuomioistuimesta lainvoimaisen tuomion.

[70] AML 7:3 ja 6:1[3] sekä HE 157/1988 s. 53 ja s. 55.

[71] Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla komiteanmietinnöstä, KM 1989:36, annetuissa lausunnoissa esitetään vakuudenasettamisvelvollisuutta, ks. *Astola*, Tiivistelmä s. 44.

myyjän aseman turvaavan vakuuden esim. myytyihin osakkeisiin perustuvan jälkipantin tms. avulla.[72)]

Näinkin vapaa ostotarjouksen ehtojen muotoilu on muiden maiden vastaavien säännösten näkökulmasta poikkeuksellinen[73)] ja saattaa vaarantaa osakkeenomistajien asemaa, sillä arvopaperimarkkinoilla toimivat henkilöt kehittävät koko ajan uusia entistä monimutkaisempia sopimusmalleja tarkoitusperiensä saavuttamiseksi.[74)] Jos lainsäädäntö sallii hyvin monimutkaisten ja erityisesti maksuehtojen sekä voimassaolon kannalta pitkäkestoisten sopimusten syntymisen, jotka lisäksi toteutuessaan johtavat myyjän kannalta muita vaihtoehtoisia toimintamahdollisuuksia huonompaan taloudelliseen tulokseen, julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjoten ainoastaan jälkikäteisen ja yksittäisiltä myyjiltä aktiivisuutta edellyttävän puuttumismahdollisuuden[75)] epäkohtiin, niin sääntelyä ei voitane pitää tyydyttävänä. Sääntelyn tulisi ehdottomasti turvata passiiviselle tarjouksen hyväksyjälle paras hinta, ts. tarjoushinnan lisäksi korkeimman ostajan saaman tai maksaman hinnan ja tarjouksen mukaisen hinnan erotus.[76)]

[72)] Myös tarjouksentekijän etujen mukaista saattaa olla ostajan aseman laissa säädettyä tehokkaampi turvaaminen, koska tarjous saattaa siten onnistua paremmin. Tuhansille osakkeiden myyjille annettujen näiden myymiä osakkeita koskevien jälkipanttien hallinnointi saattaa kuitenkin muodostua käytännössä vaikeaksi. Arvo-osuusjärjestelmässä tällaisten panttausten järjestäminen massamenettelynä helpottuu. Tosin sen puitteissa ei voida käyttää jälkipanttausta, vaan ainoastaan koko tili voidaan pantata, ks. AOTL 6 § ja HE 104/1990 s. 56 s. Samantapaiseen lopputulokseen voidaan päästä myös arvo-osuustilille kirjattavan luovutusrajoituksen avulla.

[73)] Sinänsä ulkomaisissa vastaavissa säännöksissä toki hyväksytään ja on välttämätöntäkin hyväksyä ehdollisen ostotarjouksen tekeminen, mutta lähtökohtana on normaalin tarjousajan kuluttua solmittava sopimus ja tällöin tapahtuva vastikkeen suorittaminen. AML:n em. 6:1[4] §:n kautta välillisesti hyväksymä tilanne, jossa myyjä oman sekä ostajan passiivisuuden vuoksi voi joutua pitkäksikin aikaa hyvinkin epäedullisten tarjousehtojen sitomaksi ei olisi mahdollinen esim. Ruotsissa tai Englannissa.

[74)] Ks. erit. tämän artikkelin I osassa mainittua Englannin Takeover Panelin entisen puheenjohtajan, lordi *Alexanderin* siteerattua toteamusta, DL 1991 s. 666 alav. 14.

[75)] Esim. AML:n yleissäännösten, kuten 2:1 §:n ja 4:1 §:n, rikkomukseen perustuva vahingonkorvausvaatimus.

[76)] Näin ainakin sellaisissa tilanteissa, joissa tarjouksen hyväksyjä on tarjousehtojen mukaan pitkään sidottu ehdolliseen tarjoukseen, joka ei ehkä koskaan toteudukaan. Tarjouksen hyväksyjän toimintamahdollisuuksia rajoittavat ehdot, esim. pitkäaikainen sidonnaisuus ehdolliseen tarjoukseen, voinevat olla melko ankarat, jos niiden vastapainona on mahdollisuus taloudellisesti hyvin edullisen kaupan syntyminen.

Aktiivisen toiminnan edellyttäminen julkiseen ostotarjoukseen vastanneilta kenties tuhansilta, kymmeniltä tuhansilta tai jopa sadoilta tuhansilta osakkeenomistajilta ei tunnu kovin toimivalta ratkaisulta.

XV Lunastusvelvollisuuden luovasta omistusosuudesta[77)]

Lain ehkä suurin puute on tällä hetkellä siinä, ettei sen mukaan ole mitään velvollisuutta käyttää julkista ostotarjousmenettelyä, vaan äänteneneministöön (yli 1/2) ja lähes täydelliseen määräysvaltaan (ts. yhtiöjärjestyksen muuttamiseen normaalitilanteessa, = 2/3 kokouksessa edustetuista osakkeista ja annetuista äänistä[78)]) riittävä määrä osakkeita voidaan hankkia vapaasti markkinoilta. Vasta kun osakkeenomistajan äänimäärä kasvaa yli kahden kolmasosan kohdeyhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä syntyy lunastusvelvollisuus. Määräysvaltaa käyttävällä osakkeenomistajallakaan ei näin ollen juuri ole tarvetta lunastaa vähemmistöosakkeenomistajien osakkeita ellei tavoitteena ole esim. konserniavustuksen hyödyntäminen.

Lunastusvelvollisen tulee julkistaa lunastusvelvollisuuden syntyminen välittömästi ja kuukauden kuluttua tästä esittää lunastustarjous. Lunastusmenettelyn tulee alkaa kuukauden kuluttua lunastustarjouksen tekemisestä. Lunastushinta on osakkeen käypä hinta, jona pidetään osakkeesta kahden kuukauden aikana ennen lunastusvelvollisuuden syntymistä maksettujen hintojen keskiarvoa, jollei olosuhteista muuta johdu.[79)] Lunastusvelvollinen saattaa pyrkiä välttämään velvollisuuden kokonaan esim. järjestämällä omistuksensa monen erillisen yhtiön, lähipiiriin kuuluvan henkilön tai muutoin hänen kanssaan yhteistyössä toimivan henkilön välityksellä. Lunastusvelvollisuuden alkamista saatetaan myös pyrkiä lykkäämään myöhemmäksi samalla toivoen esim. osakkeen pörssihinnan laskevan.[80)] Tällaisissa tilanteissa

---

[77)] Ulkomaisissa vastaavissa säännöksissä on kiinnitetty runsaasti huomiota juuri lunastusvelvollisuuteen, tai kuten sitä usein kutsutaan, pakolliseen ostotarjoukseen (mandatory bid). Eräiden maiden säännöksiä on tältä osin tarkasteltu tämän artikkelin I osassa, DL 1991 s. 673—693.

[78)] Käytännössähän yhtiökokouksessa on harvoin koko osakekanta edustettuna, joten määräysvaltaan, jopa määräenemmistöön, riittää usein huomattavasti pienempikin omistusosuus. Pörssinoteerattujen suuryhtiöiden yhtiökokouksissa on usein edustettuna jopa alle puolet kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta, joten määräysvaltaan saattaa tilanteesta riippuen riittää melko pienikin omistusosuus, ks. esim. *Nuolimaa*, LM 1989 s. 1.

[79)] AML 6:2 1 ja 2 §. Ks. myös HE 157/1988 s. 53 s. Osakkeesta maksettujen hintojen keskiarvo saattaa monesta syystä olla alhaisempi tai korkeampi kuin osakkeen käypä arvo. Käyvän arvon määrittely jää riitatilanteessa tuomioistuimen tapauskohtaisesti osapuolten esittämän näytön perusteella arvioitavaksi.

Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietinnössä esitetään lakia tältä osin täsmennettäväksi paremmin sijoittajaa suojaavaksi. Mietinnön mukaan käypä hinta määrättäisiin 12 kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettujen keskihintojen perusteella. KM 1991:48 s. 447 s.

[80)] Lunastusvelvollinen voi myös saatuaan määräysvallan kohdeyhtiössä omilla toimenpiteillään heikentää osakkeen kurssia.

vähemmistöosakkaalle ei jää muuta vaihtoehtoa, kuin vaatia lunastusvelvollisen velvoittamista lunastamaan osakkeet lunastusvelvollisuuden todellisen alkamishetken mukaiseen käypään hintaan ja samalla vaatia myös korvausta lunastuksen viivästymisen mahdollisesti aiheuttamasta vahingosta.

Lunastusvelvollisuus syntyy vasta osakkeenomistajan osuuden kohdeyhtiön äänimäärästä noustua yli kahden kolmasosan ko. yhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun osake on otettu julkisesti noteerattavaksi. Lunastusvelvollisuutta ei näin ollen ole sellaisella osakkeenomistajalla, jonka osuus oli tätä suurempi jo ennen kuin osake otettiin pörssi- tai OTC-listalle,[81] kuten ei myöskään osakkeenomistajalla, jonka osuus oli muodostunut tätä suuremmaksi jo ennen arvopaperimarkkinalain voimaantuloa.[82] Laskettaessa lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa osuutta, luetaan lunastusvelvollisen osuuteen tämän kanssa samaan konserniin kuuluvan osakeyhtiön ja näiden eläkesäätiön tai -kassan omistamat osakkeet. Lisäksi em. osuuteen luetaan "osakkeet, jotka lunastusvelvollinen *omistaa yhdessä toisen kanssa.*" Tällä viimeksi mainitulla sanonnalla tarkoitetaan ainakin lunastusvelvollisen ja jonkun toisen välistä yhteisomistussuhdetta olkoonpa lunastusvelvollisen omistusosuus miten pieni tahansa, mutta koska yhdessä omistamista ei ole laissa eikä hallituksen esityksessä tarkemmin täsmennetty voidaan sen ajatella valitun sanamuodon ja säännöksen tarkoituksen vuoksi tarkoittavan myös muuta, varsinaista yhteisomistussuhdetta löyhempää yhteistoimintaa.[83),84)] Tällaisia tapauksia voisivat olla erityisesti tilanteet, joi-

---

[81] AML 6:2[1] §. Ks. myös HE 157/1988 s. 53 s.

[82] AML:n voimaantulosäännös, AML 10:4[1] §.

[83] *Astolan* mukaan huomioon ei tule ottaa osakassopimuksen tai muun seikan perusteella osakkeenomistajan määräysvallassa olevia osakkeita, ts. säännöstä tulee tulkita tiukasti ja katsoa sen tarkoittavan ainoastaan yhteisomistussuhteeseen perustuvia osakkeita. Lisäksi hän toteaa, s. 171 s., että "huomioon ei oteta, toisin kuin liputusvelvollisuuden osalta, osakkeita, joihin liittyvän äänivallan käytöstä osakkeenomistaja voi päättää kolmannen kanssa tehdyn sopimuksen nojalla tai muutoin." Tällainen tulkinta tuntuu ristiriitaiselta, koska liputusvelvollisuus on tältä osin luotu juuri sen vuoksi, että sijoittajat saisivat tiedon jollekin syntyneestä lunastusvelvollisuudesta. Jos lunastusvelvollisuussäännöstä tulkittaisiin *Astolan* esittämällä tiukalla tavalla tulisi em. tiedotteen sisältää "osakasryhmittymän" äänivallan kasvusta yli kahden kolmasosan kertovan ilmoituksen lisäksi maininta siitä, ettei lunastusvelvollisuutta silti synny. Muutoinhan ilmoitus olisi harhaanjohtava.

Edellä olevan voitaneen katsoa tukevan esitettyä kantaa, että lunastusvelvollisuussäännöstä tulisi hieman eri sanamuodosta huolimatta tulkita samoin kuin liputusvelvollisuussäännöstä. Ts. osakassopimuksen tai muun samansuuntaisen käyttäytymisen perusteella osoitettavissa olevan yhteistoiminnan — yhdessä toisen kanssa omistamisen — voitaisiin katsoa aikaansaavan lunastusvelvollisuuden.

sa määräysvallan tuottavat osakkeet ovat usean ulkonaisesti tarkasteltuna toisistaan riippumattoman henkilön omistuksessa, mutta näitä yhdistävät samansuuntaiset edut, esim. se, että näiden kaikkien omistamat osakkeet ovat yhdessä myytyinä arvokkaampia kuin erikseen luovutettuina ja henkilöt ovat juuri sen vuoksi toimineet samansuuntaisesti.[85)] Tyypillinen ulkomaisessa kirjallisuudessa käytetty esimerkki on City Code'in mainitsema "Consortium offer", jolla tarkoitetaan useiden kohdeyhtiön osakkeita omistavien si-

---

Ks. lisäksi yhteisomistussuhteista yleisesti L eräistä yhteisomistussuhteista 25.4.1958/180 ja *Kyläkallio, Juhani,* Määräosainen yhteisomistus. Vammala 1965 erit. s. 23 ss. ja s. 31.

[84)] Tällainen löyhempi yhteistoiminta voi olla kyseessä esim. jos toinen henkilö omistaa vaikkapa 40 % äänivallasta ja toinen henkilö 30 % ja nämä ovat keskenään sopineet (joko osakassopimuksella tai muutoin) yhdenmukaisesta menettelystä yhtiön asioiden hoidossa. Tällöin kummallakaan omistajalla ei yksinään ole päätösvaltaa yhtiössä, mutta yhdessä he omistavat täydelliseen määräysvaltaan riittävän määrän osakkeita. Kyseessä ei tällöin kuitenkaan ole yhteisomistussuhde, vaan muu yhdessä toimiminen — omistaminen. Yhdessä omistamisella voidaan näin ollen kielellisesti tarkoittaa paitsi nimenomaista yhteisomistusta — yhdessä omistamista, ts. sanonnan *omistaa yhdessä* varsinaisessa merkityksessä, niin myös sitä, että kaksi tai useampi henkilö omistaa, sinänsä siis kukin itsenäisesti, osakkeita, jotka yhdessä muodostavat jonkin merkittävän kokonaisuuden — tällöin nämä henkilöt omistavat, sanonnan toissijaisessa merkityksessä, yhdessä mainitun kokonaisuuden. Mm. Nykysuomen sanakirja ilmoittaa sanan "yhdessä" ensimmäiseksi merkitykseksi "toisiinsa liittyneinä", ks. Nykysuomen sanakirja, Osat V ja VI, Porvoo 1988 s. 663, mikä osaltaan tukee edellä esitettyä laajentavaa tulkintaa.

Tällaista laajentavaa tulkintaa puoltaa myös säännöksen tarkoitus, ts. se, että vähemmistölle on haluttu turvata mahdollisuus luopua omistuksestaan määräysvaltaa käyttävän omistajan osuuden ylitettyä lunastusvelvollisuuden aikaansaavan rajan. Jos epäselvästi muotoiltua säännöstä tulkitaan tiukasti sanamuodon mukaan, niin se mahdollistaa lunastusvelvollisuuden kiertämisen aina, kun lunastusvelvollinen ei halua vähemmistön osakkeita lunastaa.

[85)] Vastaavissa ulkomaisissa säännöksissä on kiinnitetty runsaasti huomiota juuri em. yhdensuuntaisesti toimivien osakkaiden lunastusvelvollisuuteen liittyviin tulkintaongelmiin. Esim. Norjan vastaavassa laissa lunastusvelvollisen itse omistamien osakkeiden lisäksi otetaan huomioon mm. osakkeet, jotka "noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med." Verdipapirhandelloven § 5A (2) c) -kohta. Em. laissa ei puututa lainkaan yhteisomistussuhteeseen, ilmeisesti, koska siten omistetut osakkeet tulee jo itsestään selvästi ottaa huomioon. Sen sijaan muu löyhempi yhteistoiminta on juuri se, joka muodostaa ongelman. Säännöksen tulkinnasta ks. *Christiansen-Bjørland,* s. 97 ja s. 104 s. Lunastusvelvollisuuden luovan omistusosuuden syntymiseen on katsottu riittävän selvien osakassopimus- ym. tapausten lisäksi omistajien objektiivisesti arvioitu samansuuntainen käyttäytyminen ja siten saavutettavat yhteiset edut. Tähän säännökseen ei ehdoteta muutosta myöskään lain uusimmassa muutosehdotuksessa, ks. NOU 1991:25 s. 95. Em. voimassaoleva norjalainen säännös perustuu Englannin City Code'n säännökseen "Acting in concert", ks. tästä *The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares,* s. C1 ja *Johnston,* s. 191 ss. sekä esim. *Palmer's Company Law* kohta D-006, s. 4524 ss.

joittajien julkisen ostotarjouksen tekemistä varten perustaman uuden osakeyhtiön tekemää ostotarjousta. Tällöin lunastusvelvollisuutta tarkasteltaessa luetaan yhteen tarjouksentekijäyhtiön ja sen kaikkien osakkaiden omistamat osakkeet.[86] Suomalainen säännös on tältä osin epäselvästi muotoiltu.[87]

Pankkitarkastusvirasto voi määräajaksi myöntää vapautuksen lunastusvelvollisuudesta, jos omistus on tarkoitettu väliaikaiseksi eikä tarkoituksena ole määräysvallan käyttäminen kohdeyhtiössä.[88]

Arvopaperimarkkinalaki ja sen perustelut ovat lunastusvelvollisuuden luovan rajan osalta ristiriitaiset, koska lain sanamuodon mukaan lunastusvelvollisuus syntyy, kun osuus äänimäärästä "kasvaa yli kahden kolmasosan"[89] ja perusteluissa toisaalta todetaan, että "se, joka on hankkinut kaksi kolmasosaa"[90] on velvollinen lunastamaan loputkin osakkeet, ts. perustelujen mukaan riittää *tasan* kahden kolmasosan äänivalta mutta laissa edellytetään *yli* kahden kolmasosan äänivaltaa. Lunastusvelvollisuuden raja ehdotetaan perustelujen mukaan asetettavaksi kahdeksi kolmasosaksi, koska osakeyhtiölain mukaan tällaisella enemmistöllä voidaan muuttaa yhtiöjärjestystä. Hallituksen esityksen yksityiskohtaisissa perusteluissa rajaksi siis ehdotetaan *(tasan)* kahta kolmasosaa, mutta samaan esitykseen sisältyvässä lakiehdotuksessa puhutaan, kuten myöhemmin laissakin, *yli* kahdesta kolmasosas-

---

[86] *City Code*, Definitions, Note 5 ja *Palmer's Company Law* s. 4525. Myös EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen 2. artiklan 6 kohtaan sisältyy samantyyppinen yhteistoiminnassa olevien määritelmä "... persons who, through concerted practices or pursuant to an agreement, cooperate with one another in connection with a bid."

[87] Arvopaperimarkkinatoimikunta ehdottaa lunastusvelvollisuussäännöstä tältä osin täsmennettäväksi siten, että lunastusvelvollisuuden perustavaa osuutta laskettaessa luettaisiin lunastusvelvollisen osuuteen nykyisessä laissa mainittujen tahojen lisäksi "muiden sellaisten henkilöiden, yhteisöjen ja säätiöiden osakkeet, jotka *toimivat yksissä tuumin lunastusvelvollisen kanssa* määräävän aseman käyttämiseksi kohdeyhtiössä." (kurs. tässä) Merkille pantavaa on, että uuteenkin ehdotukseen sisältyy "yhdessä toisen kanssa" omistetut osakkeet, jolla tunnutaan tarkoitettavan yhteisomistussuhdetta, sitä kuitenkaan nimenomaisesti mainitsematta. KM 1991:48 s. 390 s. ja s. 446 s. Tällaisen muutosesityksen perusteella voisi päätellä, että lain nykyistä sanamuotoa pitäisi tulkita yhdessä omistamisen osalta suppeasti. Toisaalta kuitenkin, kuten jo edellä on todettu, tuollainen suppea tulkinta vesittäisi nykyisen säännöksen tavoitteet lähes kokonaan, joten laajentava tulkinta lienee perusteltu.

[88] HE 157/1988 s. 54, *PTV Ohje 6.01* s. 26 ja *Astola*, s. 176 s. Poikkeuslupa voinee tulla kysymykseen esim. sellaisessa tilanteessa, jolloin lunastusvelvollisuuden luova osuus (2/3) on ylitetty "vahingossa", vaikka tavoitteena ei ole määräysvallan hankkiminen, tai esim. pankin tai rahoitusyhtiön ostaessa panttina olleita osakkeita saamistensa turvaamiseksi.

[89] AML 6:2 §.

[90] HE 157/1988 s. 53.

ta. Osakeyhtiölain mukaan yhtiöjärjestyksen muuttamiseen riittää ellei yhtiöjärjestyksessä ole toisin säädetty *(tasan)* kahden kolmasosan enemmistö osakkeista ja äänistä,[91] ts. ei vaadita *yli* kahden kolmasosan enemmistöä. Arvopaperimarkkinalaissa kuitenkin vaaditaan yli kahden kolmasosan äänimäärää tässä kuten myös ns. liputusvelvollisuutta koskevassakin säännöksessä, arvopaperimarkkinalain 2 luvun 9 §:ssä.[92),93)] Lakia ei kuitenkaan voitane tulkita sen selvän sanamuodon vastaisesti, joten lunastusvelvollisuus syntyy vasta kun osuus äänimäärästä ylittää kahden kolmasosan[94)], ts. hankkimalla kaksi kolmasosaa osakkeista ja äänistä voi siten esim. muuttaa yhtiöjärjestystä, päättää fuusiosta, suunnatusta osakeannista ym. ilman, että joutuisi lunastamaan vähemmistön hallussa olevat osakkeet.[95)] Lain säännös ja

---

[91)] OYL 9:14[1] §, ks. myös HE 27/1977 s. 65. Samoin esim. osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta voidaan ns. suunnatun osakeannin yhteydessä poiketa kahden kolmasosan enemmistöllä (OYL 4:2[3] §), ts. ei myöskään vaadita yli kahden kolmasosan enemmistöä. Näin on myöskin selvitystilaan asettamis- ja sulautumispäätöksen laita. Konsernin muodostumista sääntelevän perussäännöksen (OYL 1:2[1] §) mukaan myöskin vasta *yli* puolet äänivallasta luo konsernisuhteen.

[92)] Perusteluissa mainittujen tavoitteiden toteutumisen kannalta olisi näihin kumpaankin säännökseen tullut asettaa rajaksi tasan kahden kolmasosan enemmistö.

[93)] Osakeyhtiölain vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta koskevassa säännöksessä tosin edellytetään myöskin *yli* yhdeksän kymmenesosan äänimäärää. Ks. OYL 14:8 §, jonka mukaan yhtiöllä on oikeus ja vähemmistöosakkeenomistajan vaatiessa myös velvollisuus lunastaa vähemmistön osakkeet käypään hintaan. Myöskin Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännössä pitkään olleen lunastusvelvollisuussäännöksen mukaan lunastusvelvollisuus syntyy kun osuus äänivallasta *ylittää* 80 %, ks.em. ohjesäännön 6:8 §. Näissä tapauksissa on kuitenkin tietoisesti päädytty vaatimaan *yli* tietyn äänimäärän olevaa osuutta, mutta näissä tapauksissa siihen ei liity mitään ratkaisevia yhtiön päätösvaltaan liittyviä eroja kuten edellä selostettuun eroon *tasan* ja *yli* kahden kolmasosan välillä.

[94)] Samoin *Astola*, s. 167 ja *PTV ohje 6.01* s. 26 sekä *Rapakko*, s. 119.

[95)] Näillä toimenpiteillä enemmistöosakas voi käytännössä hankaloittaa vähemmistön asemaa hyvin paljon ja kenties myös alentaa näiden omistamien osakkeiden arvoa ja vasta myöhemmin lunastaa osakkeet halpaan hintaan. Tällöin vähemmistöä tosin suojaa törkeimmiltä väärinkäytöksiltä osakeyhtiöoikeuden keskeiset periaatteet ns. yleislauseke ja yhdenvertaisuusperiaate, mutta niihin vetoaminen on käytännössä ainakin pienelle osakkeenomistajalle varsin vaikeaa. Tällaisessa tilanteessa osakkeenomistaja voinee myös menestyksellisesti vaatia yhtiön asettamista selvitystilaan, jolloin yhtiö voidaan vaihtoehtoisesti velvoittaa lunastamaan vähemmistön osakkeet käypään hintaan, OYL 13:3 §. Ks. tästä HE 27/1977 s. 95. Tämä säännös on perustelujen mukaan tarkoitettu ennaltaehkäiseväksi. Sen tulkinnasta ks. myös *Koski*, Yhtiöoikeus s. 16:27 ja *Kyläkallio*, s. 571 ss. Kysymystä siitä, tuleeko lunastettavat osakkeet arvostaa niiden omistusoikeuden siirtohetkeen perustuvan yhtiön arvon mukaan vaiko jonkin tätä aikaisemman ajankohdan, esim. yhtiön määräysvallan siirtymishetken, mukaan ovat pohtineet laajasti ruotsalaisen oikeuskirjallisuuden ja välimiesoikeuskäytännön valossa esim. *Hjerner*,

perusteluissa mainitut tavoitteet ovat näin ollen ristiriitaiset.[96] Em. tilanne tosin voi tulla ajankohtaiseksi ainoastaan sellaisen pörssi- tai OTC-listalla noteeratun yhtiön kohdalla, jonka kaikkien osakkeiden tuottama äänimäärä on tasan jaollinen kolmella, sillä muutoinhan ei ole mahdollista hankkia *tasan* kahden kolmasosan äänivaltaa.[97]

Toinen lain ja sen perustelujen välinen osittainen epäjohdonmukaisuus tässä säännöksessä on siinä, että lunastusvelvollisuuden luova yli kahden kolmasosan osuus lasketaan kohdeyhtiön "osakkeiden äänimäärästä", eikä yhtiökokouksessa käytettävissä olevasta äänimäärästä.[98] OYL:n mukaanhan yhtiölle tai sen tytäryhtiölle taikka näiden eläkesäätiölle kuuluvan osakkeen nojalla ei saa osallistua yhtiökokoukseen.[99] Yhtiökokouksessa esim. yhtiöjärjestyksen muuttamiseen normaalitilanteessa riittävä kahden kolmasosan enemmistö voidaan näin ollen eräissä tapauksissa saavuttaa (ehkä huomattavastikin) alhaisemmalla äänimäärällä verrattuna yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamaan kokonaisäänimäärään.[100] Näin ollen osakkaalla saattaa olla huomattavastikin yli kahden kolmasosan äänivalta laskettuna niistä osakkeista, jotka tosiasiallisesti voivat osallistua yhtiökokoukseen, mutta tällä ei kuitenkaan ole lunastusvelvollisuutta. Lunastusvelvollisuussäännöstä ei tältä osin voitane tulkita laajentavasti, koska säännöksessä on asiaa toisesta, eli lunastusvelvollisen, näkökulmasta tarkastellessa nimenomaisesti mainittu konserniyhtiöiden ja eläkesäätiöiden omistamat osakkeet, mutta jätetty ne äänimäärästä puhuttaessa mainitsematta.[101] Lunastusvelvollisuusrajan sitomista kokonaisäänimäärään puoltaa kuitenkin se, että em. yhtiön itse tai sen tytäryhtiön taikka eläkesäätiön välityksellä omistamat osakkeet ovat yhtiökokoukseen osallistumiskelvottomia ainoastaan niin kauan kuin ne ovat yh-

---

s. 285 ss. ja *Widhagen, Gunnar,* Om tvångsinlösen av aktier — några reflektioner. Festskrif t till Gotthard Calissendorf, Göteborg 1990 s. 318 ss.

[96] Em. ongelmaa ei ole pohdittu eikä lakia ole tältä osin ehdotettu muutettavaksi myöskään myöhemmissä arvopaperimarkkinalain uudistamista pohtineiden toimikuntien mietinnöissä.

[97] Pikaisen selvityksen perusteella tällaisia yhtiöitä, joiden kaikkien osakkeiden tuottama äänimäärä on tasan jaollinen kolmella on pörssilistalla (maaliskuussa 1992) lähes 30 kpl kaikkiaan noteeratuista 63 yhtiöstä ja OTC-listalla 20 kpl kaikkiaan noteeratuista 47 yhtiöstä.

[98] AML 6:2[1] §. Hallituksen esityksessäkään ei oteta tarkemmin kantaa kysymykseen, HE 157/1988 s. 53.

[99] OYL 9:1[3] § ja HE 27/1977 s. 59. Ks. myös *Koski,* Yhtiöoikeus s. 9:16.

[100] Toisaalta on myös arvosteltu sitä, että AML:ssa lunastusvelvollisuus on sidottu pelkästään äänimäärään, vaikka OYL edellyttää esim. yhtiöjärjestyksen muuten yhteydessä 2/3 enemmistöä sekä edustetuista osakkeista että annetuista äänistä. Näin *Nuolimaa,* LM 1989 s. 7.

[101] Ne on mainittu myös ns. liputusvelvollisuussäännöksen yhteydessä, AML 2:9 §:ssä.

tiön tai sen em. etupiirin omistuksessa. Nämä voivat kuitenkin milloin tahansa myydä tällaiset osakkeet jollekin ulkopuoliselle, jolloin niiden uusi omistaja voi osallistua yhtiökokoukseen. Toisaalta yhtiö ja sen tytäryhtiöt voivat tietyin rajoituksin ja eläkesäätiö lähes rajoituksetta hankkia em. osakkeita, jolloin yhtiön johto niin halutessaan voisi, jos lunastusvelvollisuuden perustana olevaa äänimääräsäännöstä tulkittaisiin toisin, aikaansaada ehkä yllättävänkin lunastusvelvollisuuden syntymisen jollekin suurosakkaalleen. Tällainen mahdollisuus aiheuttaisi varsin suurta epävarmuutta, joten säännökseen otettu sanamuoto kirjaimellisesti tulkittuna on kuitenkin em. puutteistaan huolimatta hyvä.

Matti J. Sillanpää

Lähteet:

Alexander, Lord of Weedon, Q.C.: Takeovers: The right way to regulate the market. The Economist September 23. 1989, s. 25—28. *ja* Takeovers: The Regulatory Scene. Journal of Business Law 1990, s. 202—216.

Alhanko, Peter, Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag. Rättsvetenskapliga institutions skriftserie. Stockholm School of Economics 1987.

Amended Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law concerning takeover and other general bids. COM (90) 416 final — SYN 186. Brussels, 10. September 1990. OJ C 240, 26.9.1990.

Anderson, John — Keenan, Denis, The City Code: Is self-regulation the answer? Many fear, that in 1989, a voluntary City Code is too easy to ignore. Accountancy July 1989, s.126—128.

Asquith, Paul, Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. Journal of Financial Economics 11, Holland 1983, s. 51—83.

Assman, Heinz-Dieter — Basaldua, Nathalie — Bozenhardt, Friedrich — Peltzer, Martin, Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Sonderheft 9. Berlin — New York 1990.

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990. *ja* Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Tiivistelmä lausunnoista. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1990, Helsinki.

Black, Bernard S., Bidder Overpayment in Takeovers. Standford Law Review 1989, s. 597—659.

Bradley, Michael — Desai, Anand — Kim, E. Han, Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. Journal of Financial Economics 21, Holland 1988.

Buijs, D.C., The next step in European Community harmonisation of company law: Regulation of public bids? Leiden Journal of International Law. Vol. 2, No. 1, May 1989, s. 107—114.

Business Law Brief, January 1991, s. 10—11.

Börsregler. Handlingsregler för börs och OTC. Hägglöf & Ponsbach Fondkommission AB. Stockholm 1988. Osittain käytetty myös teoksen uusinta, 4. painosta, Stockholm 1991.

Calcutt, David, Company Law Lecture — The Work of the Takeover Panel. The Company Lawyer 1990, s. 203—207.

Caselius, Ilmari — Heikonen, A.R. — Huttunen, Allan, Osakeyhtiö. Toinen osa. Ensimmäinen nide. (II, 1) Kirj. Allan Huttunen. Porvoo 1970.

Christiansen, Per, On the public regulation of the securities market on Norway, with special reference to takeover bids. Österreichische Bank Archiv 1989.

Christiansen, Per — Bjørland, Jan, Verpapirhandelloven med kommentarer. Oslo 1990.

Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council, COM (85) 310.

The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares. The Panel on Takeovers and Mergers. London 25.10.1990 (jatkuvatäydenteinen ajantasateos).

Comment, Robert — Jarrell Gregg A.: Two-tier and negotiated tender offers. The Imprisonment of the Free-riding Shareholder. Journal of Financial Economics 1987, s. 283—310.

Company Law and Competition. S. J. Berwin & Co. Confederation of British Industry. London 1989.

Cooke, Terence E. in association with Arthur Young International, International Mergers and Acquisitions. Great Britain 1989.

Dahlgren, Bo — Moberg, Krister, Nyckeln till styrelserummet. Praktik och juridik för bolagstyrelsen. Göteborg 1990.

Dine, Janet: Company Law. London 1991. *ja* The Proposal for a Thirteenth Directive on Takeovers. The Company Lawyer 1991, s. 83.

Farrar, J.H., Company Law. London 1985.

Forsbom, Jan, Hyvän tavan vastainen menettely meklaritoiminnassa. LM 1990, s. 435—457.

Guldborg, Jens — Høg, Dorte — Lassen, Dorthe, Takeovers. Børsnoterede selskabers muligheder for at gennemføre førhindre en fjendtlig overtagelse. Viborg, Denmark 1990.

Guynn, Steven D. — Curtin, David P., How to sell a business at auction. International Financial Law Review, September 1991.

Hadden, Tom, Company Law and Capitalism. Birkenhead 1972.

Hahn, Dieter, Takeover rules in the European community: An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules. International Review of Law and Economics 1990, s. 131—148.

Hallituksen esitys: Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. 1977 vp. n:o 27. (HE 27/1977) ja Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1988 vp. (HE 157/1988). *ja* Eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1990 vp. (HE 104/1990).

Hallman, Kristiina, Lunastustarjouksella laillinen ryöstö? Kauppalehti 30.11.1990, Pörssiliite s. 1.

Hannigan, Brenda, Insider Dealing. London 1988.

Haslam, S.M. — Peerless, S.G.G., The London Securities Markets. London 1990.

Hauschka, Christoph E. — Roth, Thomas, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht. Die Aktiengesellschaft (AG) 1988, s. 181—196.

Havansi, Erkki, Esinevakuusoikeudet. Panttioikeus - Pidätysoikeus. Omistuksenpidätys - Vakuusluovutus. Jyväskylä 1992.

Helsingin Arvopaperipörssi: Osuuskunnan toimintaa koskevat säännöt. Helsinki 1988. *ja* Osuuskunta — Osuuskunnan säännöt. Ohjesääntö. Suositus pörssiyhtiön tilinpäätösinformaatioksi. Arvopapereiden painatusta koskevat määräykset. Helsinki 1990.

Herrington, Tim, The legal structure of stock lending in the UK. International Financial Law Review, August 1991, s. 22—26.

Herzel, Leo — Harris, Daniel, State anti-takeover Laws. The Company Lawyer 1988, s. 189—191.

Herzel, Leo — Shepro, Richard W., Ups and Downs of US Takeover Defense. The Company Lawyer 1988, s. 84—90.

Hirn, Wolfgang, Hohe Temperatur. Zwei Studien drängen die EG zum Abbau von Takeover-Barrieren. Wirtschafts-Woche Nr. 1/2 5.1.1990, s. 104—108.

Hitzeman, Steven, Indiana's control share acquisition statute held constitutional: CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America. American Business Law Journal 1988, s. 129—165.

Hjerner, Lars, Några frågor i samband med tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. Festskrift till Lars Welamson, Malmö 1988, s. 281—313.

Hobér, Kaj, The Legal Framework of the U.S. Securities Market. Stockholm 1988.

Hollington, Robin, Minority Shareholders´ Rights. London 1990.

Holmes, Garrick — de Bony, Elizabeth, EC Commission Trains its Guns On Corporate Takeover Defenses. The Journal of European Mergers & Acquisitions Vol. 2/ No. 5 1990, s. 35—39.

Hurri, Jan, Halvalla pois listoilta, Talouselämä 37/1990, s. 55.

Huttunen, Allan, Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Vaasa 1984.

Ikäheimo, Seppo, Osakesijoittajien informaation käyttö. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja D-1: 1991. Turku.

Innst. O., nr. 91 (1988—89) Innstillning fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel — tillbudsplikt ved større aksjekøp. (ot. prp. nr. 53.).

International M&A Law, Euromoney Books and The International Financial Law Review, Bath, England 1991.

International M&A, A guide to the regulation of mergers and acquisitions worldwide. International Financial Law Review Special Supplement January 1991.

International Securities Lending, Global Investor / International Financial Law Review Special Supplement October 1991.

Janvey, Ralph S., Parking of Stock. Securities Regulation Law Journal. Boston USA 1988, s. 164—178.

Jauhiainen, Jyrki, Kirjallisuutta: Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. LM 1991 s. 610—615.

Johnston, Sir Alexander, The City Take-Over Code. Oxford 1980.

de Jong, Henry W., The Takeover Market in Europe: Control Structures and the Performance of Large Companies Compared. Review of Industrial Organisation. Netherlands 1991.

Jääskinen, Niilo, Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Oikeus 1988, s. 362—366.

Kauppalehti: 25.10.1985, s.1 ja s. 4. *ja* 1.11.1985 s. 1 ja s. 4.

Kedner, Gösta — Roos, Carl Martin, Aktiebolagslagen. Del I, Lund 1991.

Komiteanmietintö, (KM) 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö., (KM) 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikauppakomitean II osamietintö ja (KM) 1991:48. Yhdentyvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö.

Koski, Pauli: Yhtiöoikeus. WSOY Tietopalvelut. Helsinki 1988 —. (jatkuvatäydenteinen ajantasateos). ja Konserniavustus — yhtiöoikeudellisia näkökohtia. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja Keskustelua ja raportteja 1:1992, Turku 1992 ja Konserniavustus — yhtiöoikeudessa tuntematon käsite. Tilintarkastus 2/1992, s. 123-129.

Koski, Pauli — af Schultén, Gerhard, Osakeyhtiölaki selityksin I. Helsinki 1991.

Koulu, Risto: Kirjaamisesta arvo-osuusjärjestelmässä LM 1992 s. 477—505 *ja* Kirjaamisen edellytysten tutkimisesta arvo-osuusjärjestelmässä. DL 1992 s. 317—349.

Kuy, André, Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf. Eine aktienrechtliche Analyse der Verteidigungsmassnahmen der Zielgesellschaft. Zürich 1989.

Kyläkallio, Juhani: Määräosainen yhteisomistus. Vammala 1965. *ja* Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Espoo 1987 (Kyläkallio).

Laintarkastuskunnan lausunto N:o 4/1989, Arvo-osuusjärjestelmä. Helsinki 1989.

Langohr, Herwig M. — Eckbo, B. Espen, Takeover premiums, disclosure regulations, and the market for corporate control. A comparative analysis of public tender offers, controlling-block trades and minority buyouts in France. Insead Working Papers No 85/22, 1985.

Leverage, Opening up new opportunities. A guide to the law. International Financial Law Review Special Supplement, February 1990.

Lie, Ragnvald Holm, Overtaksbud og fusjon. Styret og aksjeeierne. Oslo 1981.

Lutter, Marcus — Wahlers, Henning W., Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts. Die Aktiengesellschaft (AG) 1989, s. 1—17.

Löfmarck, Madeleine, Insiderbrott och svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige. Juridiska Fakulteten i Stockholm; Skriftserien. Stockholm 1988.

Mace, Dan C., The Takeover Directive. The Law Society´s Standing Committee on Company Law, Conference on Recent Developments in Company Law 25.11.1991 Speakers — Papers s. 24—34.

Marquardt, Alexander, Tender offers is France: the new rules. International Financial Law Review January 1990, s. 35—38.

Moberg, Krister — Samuelsson, Per, Börsrätt. Angered 1989.

Nathan, Kevin S. — O´Keefe, Terrence B., The Rise in Takeover Premiums. An Exploratory Study. Journal of Financial Economics 23, Holland 1989.

Nial, Håkan, Svensk associationsrätt i huvuddrag. Omarbetad i samverkan med Svante Johansson. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [LXXX]. Lund 1991.

Norges offentlige utredninger: (NOU) 1985:33. Lov om verdipapirbørs (børsloven). Fra et utvalg oppnevnt ved kongelig rosolusjon av 1. august 1980. *ja* (NOU) 1991:25. Lånefinansierte selskapsoppkjøp.

Nuolimaa, R. O., Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta, LM 1989, s. 1—9.

Näringslivets börskommitté: Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988). Stockholms Handelskammare. Industriförbundet. Stockholm 1988. (NBK:OE 1988). *ja* 1991: Tillägg till rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) i fall då erbjudandet lämnas av ledande befattningshavare i målbolaget. Stockholm 1991.

Olbert, Lars, Lönsamt hitta uppköpskandidat. Aktiespararen 10/1990, s. 21.

Opinion of the Economic and Social Committee on the Commion's Proposal for a Thirteenth Council Directive on company law concerning Takeover and Other General Bids. (Doc. COM(88) 823 final) (Rapporteur: Mr. Drago) European Communities, Economic and Social Committee 27.9.1989. CES(89) 298. Series: ESC Opinions and reports. OJ C 298, 27.11.1989. *ja* on the amended proposal for a 13th Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. (Doc. COM(90) 416 final) (Rapporteur: Mr Tyrie) European Communities, Economic and Social Committee 28.2.1991. CES(91) 277. Series: ESC Opinions and reports.

Ot prp nr 53 (1988-89) Om lov om endringer i lov av 14 juni 1985 nr 61 om verdipapirhandel — tilbudsplikt ved større aksjekøp.

Palmer's Company Law, Vols 1 to 5.. Principal Editor: Geoffrey Morse, with specialist editors (jatkuvatäydenteinen moniosainen ajantasateos) January 1992 Great Britain.

Palmgren, Gunnar, Kan i aktiebolag, vars bolagsordning innehåller s.k. utlänningsparagraf, ägare av fria aktier fordra att dessa förses med påteckning om förbud mot överlåtelse till utlänning? JFT 1947, s. 229—237.

Pankkitarkastusvirasto: Ohjeet arvopaperinvälittäjille. 17.7.1989 (672/8.1/89). Nro 4.01. (PTV ohje 4.01)., Ohjeet pörssi- ja sopimusmarkkinayhtiöille. 17.7.1989 (687/8.9/89). Nro 6.01. (PTV ohje 6.01) *ja* Tarjousesiteohje. 17.71989 (661/8.9/89). Nro 7.01. (PTV ohje 7.01).

Pankkivaliokunnan mietintö n:o 1 hallituksen esityksestä arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1989 vp. — PaVM n:o 1 — Esitys n:o 157/1988 vp.

Peltzer, Martin, Hostile Takeovers in der Bundesrebuplik Deutschland? Möglichkeiten und Hindernisse. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1989, s. 69—79.

A Practitioner's guide to the City Code on Take-overs and Mergers. Surrey, Great Britain 1991.

Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Presented to the Council by the Commission on 19 January 1989. COM(88) 823 final. OJ C 64, 14.3.1989 ja Bulletin of the European Communities, Supplement 3/89.

Pylkkönen, Pertti, Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. Teoksessa Suomen rahoitusmarkkinat 1990. Toiminnot, lainsäädäntö ja instituutiot. Suomen Pankki, sarja A:79, Helsinki 1991.

Rapakko, Timo, Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki 1990.

Regeringens proposition 1975/76:175 om ändring i lagen (1919:249) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet; beslutat den 18 mars 1976. (Prop. 1975/76:175)

Report drawn up on behalf of the Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights on the proposal from the Commission to the Council for a thirteenth directive on

company law concerning takeover and other general bids (COM88) 823 final — Doc. C 3-57/89). Rapporteur: Mrs. N. Fontaine. European Parliament, Session Documents 5 December 1989. OJ C 38, 19.2.1990.

Rissanen, Kirsti, Lait arvopaperimarkkinoille. LM 1988, s. 638—654.

Rodhe, Knut, Kontobaserat aktiesystem. Frågetecken i brytningen mellan gammalt och nytt. Festskrift till Kurt Grönfors, Göteborg 1991 s. 371—386.

Ryan, Christopher, Company Directors. Liabilities, Rights and Duties. United Kingdom 1990.

Rydqvist, Kristian, Takeover bids and the relative prices of shares with different voting rights. Handelshögskolan i Stockholm, Ekonomiska forskningsinstitutet. Stockholm 1990.

Räihä, Henrik: Börslagstiftningen i EG. Festskrift utgiven i anledning av Juristklubben Codex' 50-års jubileum: Europäisk rätt i utveckling. Helsingfors 1990, s. 173—186. *ja* Yrityskaupat ja yhtiölainsäädäntö. Esitelmä Lakimiesliiton Koulutuskeskuksen järjestämällä EY-oikeuden jatkokurssilla — Tavaroiden, palveluiden ja pääoman vapaa liikkuvuus. 12.4.1991 Brysselissä.

Samuelsson, Per, Information och ansvar. Om börslagen ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Göteborg 1991.

Schiessl, Maximilian, Neue Erfahrungen mit Unternehmenskäufen und Unternehmensübernahmen in den USA. Recht der Internationalen Wirtschaft 1988, s. 522—526.

Schockenhoff, Martin, Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsausschlus. Berlin 1988.

Sillanpää, Matti J., Vapaat osakkeet. Ulkomaalaisen omistusoikeutta rajoittavaan lakiin liittyvistä erityiskysymyksistä. Yritysjuridiikka 11. Jyväskylä 1988.

Smith, Lucy, Kampet på aksjemarkedet. Oslo 1989

Snaith, Ian, The City Code in 1989: creativity and it´s limits. The Company Lawyer 1990, s. 98—106.

Statens offentliga utredningar,: (SOU) 1973:60 Fondbörsen. Betänkande av Fondbörs utredningen., *ja* (SOU) 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden. Betänkande av värdepappersmarknadskommittén. Del 1 ja Del 2, Stockholm 1989.

Steinmann, Markus, Präventive Abwehrmassnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes. Grusch 1989.

Stockholms fondbörs — riskkapitalmarknad i omvandling. Toim. Ingemund Hägg. Uddevalla 1988.

Telaranta, K.A., Sopimusoikeus. Helsinki 1990.

Tjernberg, Mats, Stockholms fondbörs rättsliga ställning och möjligheterna att överpröva vissa beslut. SvJT 1991, s.40—57.

Tolley´s Company Law, toim. Stephen Barc ja Nicholas Bowen. (jatkuvatäydenteinen ajantasateos) March 1992 Somerset, Great Britain.

Travlos, Nickolaos G., Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms´ Stock Returns. The Journal of Finance 1987, s. 943—963.

Watter, Rolf, Unternehmensübernahmen. Kontrolwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände. Zürich 1990.

Werner, Winfried, Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote im Aktienrecht. Schriftenreihe d. Jurist. Gesellschaft zu Berlin. Heft 115. Berlin — New York 1989.

Widhagen, Gunnar, Om tvångsinlösen av aktier — några reflektioner. Festskrift till Gotthard Calissendorf, Göteborg 1990.

Würdinger, Hans, Aktienrecht und das Recht der verbundenem Unternehmen. Heidelberg — Karlsruhe 1981.

Wymeersch, Eddy, Securities Regulation at the Level of the European Community. Helsinki 1989.

[Artikkeli 4]

EY:N 13. YHTIÖOIKEUDELLISESTA DIREKTIIVIEHDOTUKSESTA

(Lakimies n:o 7 1992 s. 1105–1134)

Lakimies 7/1992 s. 1105—1134

Matti J. Sillanpää

EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta

1. Johdanto

Yritysvaltauksiin ja julkisiin ostotarjouksiin liittyvät kysymykset ovat pitkään olleet vilkkaan keskustelun kohteena Euroopan yhteisössä ja niiden on todettu kaipaavan yhtenäistä sääntelyä.[1] Yritysvaltauksella tarkoitetaan määräysvallan hankkimista kohdeyhtiössä. »Valtauksen» erottaa tavallisesta osake-enemmistöä koskevasta osakekaupasta yleensä se, että »osakehankinta tapahtuu vastoin osakkeita omistavan tai omistamattoman yritysjohdon ja yleensä joidenkin osakkeenomistajien tahtoa.»[2] Yleiskielessä yritysvaltauksella tarkoitetaan joskus myös ns. ystävällismielistä valtausta, jolloin osakekauppa tai -kaupat siis suoritetaan yhteisymmärryksessä kohdeyrityksen johdon ja merkittävimpien osakkeenomistajien kanssa. Sinänsä sekä yritysvaltauksen että määräysvallan käsitteet ovat epämääräisiä. Jos kohdeyhtiön osakkeenomistajia on lukumääräisesti hyvin paljon käytetään osakkeiden hankkimiseen julkista ostotarjousta olipa sitten kyseessä yritysvaltaus tai kaikkien pääosakkaiden ja yhtiön johdon kanssa yhteisymmärryksessä suoritettava osakkeiden hankinta. Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan tilannetta, jossa tarjouksen tekijä tarjoutuu ostamaan tiettyyn hintaan tiettynä aikana tietyn yhtiön osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita.[3] Lainsäädännössä on eri maissa haluttu erityisesti suojata julkisesti noteerattujen yhtiöiden vähemmistöosakkaita, sijoittajia, jotta arvopaperipörssissä osakkeita ja muita arvopapereita ostavat ja myy-

---

[1] *Wymeersch*, Eddy: Securities Regulation at the Level of the European Community. Helsinki 1989 s. 9.

[2] Näin määrittelee yritysvaltauksen *Nuolimaa*, R.O.: Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta, LM 1989 s. 2.

[3] Näin määrittelee julkisen ostotarjouksen *Astola* arvopaperimarkkinalain kommentaariteoksessaan *Astola*, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990 s. 156. Yllä olevaa määritelmää voisi vielä selkeyden vuoksi jatkaa »tarjoten vastikkeeksi tarjouksen tekijän arvopapereita tai rahaa.» Tällä tavoin menettelyn määrittelee esim. *Bittner*, Claudia: Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht. Die Verteidigung der Selbstregulierung durch den Panel on Takeovers and Mergers. Recht der Internationalen Wirtschaft 1992 s. 182.

Julkinen ostotarjous ja sen erityistapaus lunastusvelvollisuus on Suomen lainsäädännössä säännelty arvopaperimarkkinalain (495/1989) 6 luvun 1 ja 2 §:issä. Näistä säännöksistä yleisesti Astola s. 156—177. Niiden eräistä yksityiskohdista laajemmin ks. *Sillanpää*, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta I—III, DL 1991 s. 662—699, DL 1992 s. 251—279 ja DL 1992 s. 643—674.

vät osapuolet voisivat luottaa markkinoiden toimivuuteen, puolueettomuuteen ja oikeudenmukaisuuteen. Julkinen ostotarjous kaipaa erityistä oikeudellista sääntelyä myös sen vuoksi, että siinä tarjouksen tekijä ja sen kohde eivät ole normaalissa neuvottelukosketuksessa keskenään. Lisäksi nämä osapuolet ovat usein sekä tiedoiltaan että taloudellisilta resursseiltaan toisiinsa nähden eriarvoisessa asemassa. Kaikkia osapuolia tyydyttävään lopputulokseen pyritään yleensä velvoittamalla julkisen ostotarjouksen tekijä noudattamaan tiettyjä menettelysäännöksiä, erityisesti tarjoukseen vastanneiden osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun varmistamiseksi. Toisaalta velvoitetaan yhtiössä määräysvallan hankkinut osakas lunastamaan muiden omistamat osakkeet, koska arvopaperimarkkinat eivät näiden osakkeiden osalta enää omistuksen keskittymisen jälkeen toimi normaalisti. Vähemmistöosakkaille pyritään tällaisessa tilanteessa takaamaan mahdollisuus halutessaan luopua omistamistaan osakkeista kohtuullisin ehdoin. Euroopan yhteisössä on laadittu pelkästään näitä kysymyksiä, *yritysvaltauksia ja muita julkisia ostotarjouksia*, sääntelevä ehdotus neuvoston kolmanneksitoista yhtiöoikeudelliseksi direktiiviksi vuonna 1989.[4]

Englanninkielisellä termillä take-over yleensä tarkoitetaan yhtiössä määräysvallan tuottavien tai kaikkien osakkeiden hankintaa — yrityksen haltuunottoa.[5] Takeover-käsite ei ole samalla tavoin arvovärittäinen kuin suomenkielen käsite yritysvaltaus. Tällainen haltuunotto (engl. »share merger») on yhdessä oikeudellisen fuusion (sulautumisen)[6] kanssa tärkeä yritysten rakenteiden järjestelyssä käytetty menettely. Fuusio johtaa yhtiön koko omaisuuden, varojen ja velkojen, siirtymiseen toiselle yhtiölle, jolloin sen kohteena oleva yhtiö lopuksi lakkaa. Yritysvaltaus tai haltuunotto puolestaan merkitsee ainoastaan määräysvaltaa käyttävän osakkaan tai koko osakekannan omistajan vaihdosta. Fuusioon verrattuna haltuunoton kohteena olevan yhtiön olemassaolo oikeushenkilönä ei lakkaa. Fuusiossa tarjotaan

---

[4] Proposal for a thirteenth council directive on company law concerning takeover and other general bids. OJ 1989, C 64 s. 8. Lyhyesti aiheesta esim. *Joutsamo,* Kari: Euroopan yhteisö. Eurooppaoikeus. Helsinki 1991, s. 194 s. ja *Juurela,* Teuvo: Yhtiöoikeus ja EY. EY-juuridiikka 8, Helsinki 1991, s. 14 s. *Joutsamo* puhuu »haltuunottotarjouksesta», kun taas *Juurela* käyttää nimitystä »valtaustarjous». Joutsamon terminologia on onnistuneempi. *Rissasen* käyttämä suora käännös »yritysvaltauksia ja muita julkisia ostotarjouksia koskeva direktiivi» on kuitenkin ilmiötä parhaiten kuvaava ja ulkomaista terminologiaa vastaava, *Rissanen,* Kirsti, LM 1992 s. 169.

[5] Esim. teoksessa *Mayson, French & Ryan* on Company Law, s. 207, määritellään takeover seuraavasti: »If company A acquires sufficient shares in company B to control the board of directors and policies of B then there is a take-over of B by A.» *Mayson,* Stephen W.—*French,* Derek—*Ryan,* Christopher L.: Mayson, French & Ryan on Company Law. 1990—91 Edition, Exeter.

[6] Fuusiolla (saks. »Verschmelzung», engl. »merger») tarkoitetaan ulkomaisessa, varsinkin liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa paitsi varsinaista sulautumista oikeudellisessa mielessä niin myös laajemmin yrityskauppaa, jossa toinen yhtiö ostaa määräysvallan tuottavan määrän osakkeita toisesta yhtiöstä tai jonkin liiketoimintayksikön — yrityksen — ostamista toiselta yhtiöltä. Kirjallisuudessa paljon käytetyllä termillä »mergers and acquisitions» (»M & A») on näin ollen varsin laaja sisältö. Ks. yleisesti fuusioiden ja yritysvaltausten suhteesta *Immonen,* Raimo: Fuusion verokohtelu. Jyväskylä 1992 s. 26 ss. ja erit. s. 79 ss.

yleensä kohdeyhtiön osakkeenomistajille vastikkeeksi joko vastaanottavan tai perustettavan uuden yhtiön osakkeita. Hankittaessa kohdeyhtiön osakkeita — olipa lopullisena tavoitteena yhtiön fuusioiminen myöhemmin ostavaan yhtiöön tai ainoastaan tietyn omistusosuuden saavuttaminen — tarjotaan vastikkeeksi joko rahaa, ostajayhtiön osakkeita tai sen liikkeeseen laskemia muita arvopapereita taikka muuta omaisuutta. Jos kohdeyhtiössä on paljon osakkeenomistajia, käytetään näiden tavoittamiseksi ja yhdenvertaisen kohtelun varmistamiseksi osakkeita hankittaessa apuvälineenä julkista ostotarjousta. Julkisesta ostotarjouksesta käytetään englanninkielisessä kirjallisuudessa nimitystä »tender offer» tai »takeover bid» ja saksankielisessä kirjallisuudessa »Übernahmeangebot».[7]

2. Taustaksi

Karkeasti EY-maat voidaan yritysten toimintaperiaatteiden, yritysvaltauksiin suhtautumisen ja kysymyksen oikeudellisen sääntelyn perusteella jakaa kolmeen ryhmään[8]: 1) anglo-saksiset maat (Englanti ja Irlanti), joiden yrityksille on tyypillistä voiton maksimointitavoitteesta johtuva korkea markkina-arvo ja jotka ovat yritysvaltausten osalta lähes vapaat[9]; 2) germaaniset maat (lähinnä Saksa ja Alankomaat), joiden yritysten tyypillisenä tavoitteena on myynnin tai kasvun maksimointi ja joiden markkina-arvot ovat ainoastaan noin kolmasosa siitä arvosta, joka niillä tulisi yritysten koon mukaan tarkasteltuna olla ja jotka ovat yritysvaltausten kannalta lähes suljetut; ja 3) latinalaiset maat (lähinnä Belgia, Espanja, Italia ja Ranska), joiden yritykset sijoittuvat tavoitteiltaan ja markkina-arvoiltaan näiden välimaastoon, ja jotka ovat yritysvaltausten toteuttamisen suhteen melko vapaat, mutta joissa valtaaja saattaa kohdata yllättäviä ja sääntelemättömiä esteitä. Muissa EY-maissa kysymys on suppeasti tai sitä ei ole lainkaan säännelty.[10]

---

[7] Julkisesta ostotarjouksesta ja sen taloudellisesta merkityksestä on kirjoitettu hyvin monissa ulkomaisissa kirjoissa ja artikkeleissa. Eräs aihetta taloudellisesta ja sääntelyn näkökulmasta käsittelevä artikkeli on esim. *Depser*, Ingrid: Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfarung. Recht der Internationalen Wirtschaft 1992 s. 351—361.

Käsitteet take-over, merger ja take-over bid on määritelty varsin selkeästi esim. teoksessa *Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers*. By Laurence *Rabinowitz*. London 1989. Rel. 5: 9 — xii — 91 (Jatkuvatäydenteinen kaksiosainen ajantasateos) s. 1001 ss. Ks. myös *Gower*, L.C.B.: Gower's Principles of Modern Company Law. London 1992 s. 703 ss.

[8] Tällaiseen jaotteluun päätyy 500 suurinta eurooppalaista yritystä koskeneen tutkimuksensa perusteella *de Jong*, Review of Industrial Organisation 1991 s. 13 s. ja s. 16 s. *De Jong* päättelee tutkimuksensa perusteella, että toimivilla pääomamarkkinoilla, joilla siis yritysvaltauksia voidaan vapaasti suorittaa, yrityksillä on mahdollisuus suuremman voiton tuottamiseen ja sen vuoksi voiton maksimointi yhdistyy usein korkeaan markkina-arvoon.

[9] Vapailla yritysvaltausmarkkinoilla tarkoitetaan tässä tilannetta, jossa yritysvaltauksiin ja julkisiin ostotarjouksiin suhtaudutaan myönteisesti. Lisäksi edellytetään, että markkinoilla on puolueettomuutta ja yhdenvertaisuutta korostavat säännökset, jotka tarjoavat osakkeenomistajalle mahdollisuuden tarjousten edullisuuden arviointiin ja rajoittavat yhtiön johdon mahdollisuuksia ryhtyä valtausta vastustaviin toimiin.

[10] Ks. suhtautumisesta vihamielisiin yritysvaltauksiin ja niiden torjuntakeinoihin EY-maissa

Arvopaperimarkkinoilla on EY-maissa varsin huomattava merkitys. Kaikkien EY-maiden arvopaperipörssien yhteenlaskettu markkina-arvo oli vuoden 1991 päättyessä lähes 10.000 miljardia markkaa ja arvopaperikauppaa käytiin vuonna 1991 yli 5.000 miljardin markan arvosta. Markkina-arvoltaan ja vaihdoltaan suurimmat arvopaperimarkkinat ovat Englannissa ja Saksassa.[11]

Englannin arvopaperimarkkinat tunnustetaan yleisesti tehokkaiksi ja hyvin toimiviksi. Siellä määräysvallan siirtymiseen johtavat osakekaupat tapahtuvat pääsääntöisesti arvopaperimarkkinoilla ja jo perinteisesti on totuttu käyttämään julkisia ostotarjouksia tavoiteltaessa määräysvaltaa jossakin yhtiössä. Arvopaperimarkkinoita ja erityisesti julkista ostotarjousta koskevalla sääntelyllä on Englannissa kansainvälisesti tarkastellen pisimmät perinteet. Voimassaoleva City Code'n nimellä tunnettu itsesääntelynormisto[12] on monissa yritysvaltaus- ja muissa ostotarjoustilanteissa todettu käytännössä hyvin toimivaksi.[13]

Saksassa määräysvalta tärkeimmissä teollisuus- ja kaupallissa yrityksissä on keskittynyt pankeille ja vakuutusyhtiöille.[14] Osittain tilanne johtuu toisen maailmansodan jälkeisestä taloudellisesta kehityksestä ja osittain saksalaisesta käytännöstä, jonka mukaan pankit käyttävät säilytyksessä olevien osakkeiden tuottamaa

---

esim. *Maeijer*, J.M.M.—*Geens*, K. (toim.): Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the Common Market. The Netherlands 1990. Eri EY-maiden julkisesti noteerattujen yhtiöiden omistusrakenteesta ks. esim. *Christensen*, Jan Schans: Contested Takeovers in Danish Law. A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach. Copenhagen 1991 s. 426 ss. tai laajemmin *Booz Allen* -raportti, Report to the Commission of the European Communities, DGXV B-2 Direction Général — Institutions Financieres et Droit des Sociétés, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community, Executive Summary. January 1990.

[11] Eräiden arvopapaperipörssien vaihtomäärä ja markkina-arvo 1991, mrd mk:

	Vaihto	Markkina-arvo
Lontoo	2.500	4.000
Saksan pörssit (2/3 Frankfurt)	1.750	1.500
Pariisi	500	1.500
Madrid	170	600
Amsterdam	170	700
Italian pörssit (tärkein Milano)	110	650
Bryssel	40	300
Tukholma	90	380
Helsinki	8	60

Lähde: Aktiespararen 6/1992 s. 30 s. ja Helsingin Arvopaperipörssin toimintakertomus 1991.

[12] The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares. The Panel on Takeovers and Mergers. London. (jatkuvatäydenteinen) City Code'ista tarkemmin *Dine*, Janet: Company Law. London 1991 s. 268 ss., *Palmer's Company Law* part D tai *Tolley's Company Law* s. T 10/1 ss.

[13] *Johnston*, Sir Alexander: The City Take-over Code. Oxford 1980 s. 30 ss. Ks. myös *de Jong* s. 5 s. tai *Wymeersch*, Eddy: The mandatory takeover bid. A critical view. Nordic Seminar on European Financial Integration, Hanasaari, Helsinki 27.—28. 4. 1992. s. 2 ss.

[14] Report drawn up on behalf of the Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights on the proposal from the Commission to the Counsil for a thirteenth directive on company law concerning takeover and other general bids (COM(88) 823 final — Doc. C 3—57/89). Rapporteur Nicole *Fontaine*. European Parliament, Session Documents 1989 s. 18.

äänivaltaa (saks. »Depotstimmrecht»).[15] Tämän valtansa turvin pankit ovat käytännössä estäneet yritysvaltausten ja julkisten ostotarjousten yleistymisen.[16] Myös moniääni- ja haltijaosakkeiden käyttäminen sekä ns. liputussäännösten puuttuminen aikaansaavat Saksan markkinoille omia erityispiirteitään. Hollannissa on yhtiölainsäädännöstä johtuen vaikeata saada määräysvaltaa kohdeyhtiössä, koska osakeyhtiölakiin sisältyy kohdeyhtiön hallitusta suojaavia ja sen erottamisen eräissä tapauksissa käytännössä mahdottomaksi tekeviä säännöksiä. Myös Hollannissa yhtiötä voidaan hallita hyvin pienellä määrällä moniääniosakkeita, jopa siten, että ne ovat yhtiön hallituksen määräysvallassa olevan säätiön omistamia. Sveitsissä[17] yhtiö voi tehokkaasti suojautua suomalaista suostumuslauseketta muistuttavan menettelyn avulla.[18]

Ranskassa arvopaperimarkkinat ovat toimivat ja julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely on kehittynyt viime vuosina melko paljon. Lunastusvelvollisuussäännökset ovat kuitenkin varsin erikoiset, koska yli kolmanneksen julkisesti noteeratun yhtiön äänivallasta hankkineen osakkeenomistajan on tehtävä kahta kolmasosaa kaikista osakkeista koskeva ostotarjous ja yli 50 % äänivallan hankkineen on puolestaan tehtävä ostotarjous kaikista osakkeista.[19] Italiassa[20] ja Espanjassa[21] suu-

---

[15] Lähemmin tästä AktG 135 §:n sääntelemästä tilanteesta ks. *Schmidt,* Karsten: Gesellschaftsrecht. München 1991 s. 716 ss.

[16] Saksassa 1980-luvulla toteutettuja julkisia ostotarjouksia tarkastelee *Peltzer,* joka mainitsee yritysvaltausten yleistymistä estävinä tekijöinä edellä mainittujen lisäksi arvopaperimarkkinoiden suhteellisen pienen volyymin, työntekijöiden edustuksen yhtiön hallintoelimissä ja erityisesti saksalaisen »yrityskulttuurin». Peltzerin mukaan Saksassa järjestettiin 1980—1988 vain n. 30 julkista ostotarjousta. *Peltzer,* Martin: Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland. Möglichkeiten und Hindernisse. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1989 s. 76 ss. Ks. myös *Hennes,* Markus: Festung Deutschland. Wie sich Banken, Versicherungen und Grosskonzerne erfolgreich gegen unerwünschte Eindringlinge abschotten. WirtschaftsWoche Nr. 51, 13. 12. 1991, s. 140—143.

Saksalaisen talouselämän suhtautumista yritysvaltauksiin kuvaa hyvin Saksan suurimman liikepankin Deutsche Bankin sittemmin murhatun pääjohtajan Alfred *Herrhausenin* toteamus, jossa hän nimitti vihamielisiä yritysvaltauksia amerikkalaisen kapitalismin harhatieksi (»Irrweg des Kapitalismus»). Ks. Frankfurter Allgemeine Zeitung 23. 12. 1988.

[17] Sveitsin pörssilakiehdotus (23. 3. 1991) sisältää myös säännöksen pakollisesta ostotarjouksen tekemisestä, kun jonkun osakkaan äänivalta ylittää yhden kolmanneksen kokonaisäänimäärästä. Ks. *Wymeersch,* Mandatory Bid, s. 3. Sveitsin voimassaolevasta säännöstöstä (übernahme-Kodex) ks. esim. *Schwarz, Jörg:* Das neue schweizerische Aktienrecht und der übernahme-Kodex, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapier Mitteilungen 1992 s. 1053 ja s. 1056 ss.

[18] Ks. *de Jong* s. 1 ss. Yritysvaltausten ja niihin liittyvien julkisten ostotarjousten sääntelystä Sveitsissä ks. *Ebenroth,* Carsten Thomas—*Schrupkowski,* Reiner: Die Abwehr von Unternehmensübernahmen in der Schweiz im Lichte europäischer Herausforderungen. Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft 1991 s. 339 ss. ja s. 381 ss. sekä yleisesti myös *Watter,* Rolf: Unternehmensübernahmen. Kontrolwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände. Zürich 1990. Tätä ns. »Vinkulierung» -menettelyä on käytetty jonkin verran myös Saksassa suojautumiseen ennakolta vihamielisiltä yritysvaltauksista, Ks. *Immenga,* AG 1992 s. 79 ss.

[19] Yksityiskohtaisemmin Ranskan ao. säännöksistä ks. *Hertslet,* Michael: Neuordnung der französischen Börsenrechts durch das Gesetz vom 2. August 1989. Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 ss. 289 s.

rimpien julkisesti noteerattujen yhtiöiden omistus on keskittynyt harvoihin käsiin, joillekin suvuille tai valtiolle. Yhtiöiden sijoittajille antamat taloudellisen tilansa arvioimisen kannalta tarpeelliset tiedot voivat myös olla puutteellisia tai epäluotettavia ja lisäksi olemassaolevienkin säännösten noudattamisen valvonta on tehotonta tai sattumanvaraista.[22]

Tämä julkisten ostotarjousten sääntelyn osalta varsin sekava ja epäyhtenäinen tilanne yhdessä lukuisten yritysvaltausten saaman laajan huomion kanssa on herättänyt Euroopan Yhteisön kiinnostuksen sääntelyyn ja eri maiden säännösten yhdenmukaistamiseen yhteismarkkinoiden toimivuuden takaamiseksi. Yhteisöhän pyrkii luomaan kaikkia jäsenmaita koskevat yhteismarkkinat vuoden 1992 loppuun mennessä.[23]

3. Julkisen ostotarjouksen sääntely muun yhtiölainsäädännön yhdenmukaistamisen osana

Euroopan yhteisöjen[24] perussopimuksen (ns. Rooman sopimuksen) 54 artiklaan perustuen on laadittu yhtiöoikeudellisia direktiivejä, joiden avulla on pyritty koordinoimaan ja yhdenmukaistamaan yhtiö lainsäädäntö[25] sellaiseksi, että eri jäsen-

---

[20] Italian osalta tilanne paranee tänä vuonna, kun uusi julkisia ostotarjouksia sääntelevä laki tulee voimaan. Lain mukaan osakkaan, jolla ei vielä ole määräysvaltaa pörssiyhtiössä, mutta joka aikoo sen hankkia, tulee tehdä se julkisen ostotarjouksen avulla. Jos joku puolestaan on yksityisillä kaupoilla hankkinut määräysvallan, niin hänen tulee 30 päivän kuluessa tästä tehdä julkinen ostotarjous, jossa hän tarjoutuu ostamaan vähintään ennestään omistamaansa osakemäärää vastaavan määrän osakkeita vähintäin aiemmin hankkimiensa osakkeiden keskimääräiseen hintaan. Ks. *Ughi*, Giovanni: Positive incentives for investment. International Corporate Law, April 1992 s. 18 ja Takeover bids code, International Business Lawyer 1992 s. 313.

[21] Espanjan arvopaperimarkkinalakiin sisältyy perussäännökset julkisista ostotarjouksista, ks. esim. Fernando *Pombo* teoksessa International M & A Law. Euromoney 1991 s. 132 ss.

[22] Näin arvostelee Italian ja Espanjan tilannetta *de Jong* s. 4 s.

[23] Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council, COM (85) 310. Tämän pohjalta on säädetty tai esitetty yhteensä 279 direktiiviä tai muuta säännöstöä, ks. *Wymeersch* teoksessa European Company and Financial Law: European Community Law-Text Collection / edited by Klaus J. *Hopt*—Eddy *Wymeersch*. Berlin—New York 1991 s. 4.

Yleisesti julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tarpeellisuudesta ks. Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 19 s.

[24] Euroopan yhteisön perustamishistoriasta ja kehittymisestä ks. *Joutsamo*, s. 33 ss. EY koostuu kolmesta yhteisöstä (Euroopan hiili- ja teräsyhteisö ECSC, Euroopan talousyhteisö EEC ja Euroopan atomienergiayhteisö EURATOM), jotka ovat kuitenkin jo vuonna 1965 sulautuneet toimielinten osalta yhdeksi organisaatioksi, Euroopan yhteisöksi, *Joutsamo* s. 39. Tämän vuoksi nykyisin lienee selkeintä puhua yksikössä Euroopan yhteisöstä, vaikka se edelleenkin koostuu kolmesta yhteisöstä.

[25] EY:n yhtiölainsäädännöstä yleisesti ks. esim. *Joutsamo* s. 190 ss. ja *Juurela*, s. 4—12. Tarkemmin EY:n yhtiöoikeudellisista direktiiveistä ks. esim. *Lutter*, Marcus: Europäisches Unternehmensrecht. 1991 s. 163 ss., *Wymeersch* teoksessa EC Company Law s. 49 ss. ja *Schmidt*, s. 31 ss.

maissa olevat osakkeenomistajat ja muut yhtiön kanssa tekemisissä olevat etutahot olisivat lainsäädännöllisesti samanarvoisessa asemassa toisiinsa nähden sekä toisessa jäsenmaassa rekisteröity yhtiö voisi toimia toisessa maassa.[26] Yhtiöoikeudellisia direktiivejä on tähän mennessä säädetty yhdeksän.[27] Neljän yhtiöoikeudellisen direktiivin säätäminen on edelleen kesken.[28] Samanaikaisesti on pitkään ollut vireillä kansallisten yhtiöoikeudellisten säännösten rinnalla toimivaksi tarkoitetun eurooppalaisen yhtiöoikeuden luominen. Tähän perustuvia yhtiöitä koskevat mahdolliset riidatkin on tarkoitettu ratkaistaviksi Euroopan yhteisön tuomioistuimessa.[29] Osana tätä kehitystä on pyritty aikaansaamaan erityistä yhtiömuotoa, eurooppayhtiötä, koskevat säännökset.[30] Eurooppalaista taloudellista etuyhtymää koskeva ase-

---

[26] Ks. *Joutsamo* s. 190 s. ja Explanatory memorandum, Supplement 3/89 s. 5 (Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Presented to the Council by the Commission on 19 January 1989. COM(88) 823 final). EY:n yhtiöoikeuden yhdenmukaistamisesta yleisesti ks. *Wymeersch* teoksessa EC Company Law s. 49 ss., erit. harmonisoinnin oikeudellisesta perustasta *Hopt* teoksessa EC Company and Financial Law s. 10 ss.

Yritystoimintaa sääntelevän lainsäädännön yhdenmukaistamisesta EY:n piirissä ks. *Rissanen*, Kirsti: Yritykset ja kansainvälinen yhteisö. Teoksessa Euroopan integraatio ja Suomen oikeus. Toim. Seppo *Laakso*. Jyväskylä 1991. s. 59 s.

[27] Ensimmäinen, toinen, kolmas, neljäs, kuudes, seitsemäs ja yhdestoista neuvoston direktiivi ja kahdestoista neuvoston yhtiöoikeudellinen direktiivi. Ks. esim. ETA, EY-säädössarja 12/1992: Yhtiöoikeus.

[28] Nämä lopullista vahvistusta vailla olevat yhtiöoikeudelliset direktiivit ovat 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen lisäksi:

Viides neuvoston direktiivi*ehdotus* , joka käsittelee suurten yhtiöiden hallintoelinten rakennetta, työntekijöiden edustusta niissä ja osakkeenomistajien äänivaltaa. Ehdotuksen mukaan osakkeiden äänivallan tulisi vastata niiden suhteellista osuutta osakepääomasta, josta voitaisiin poiketa vain kompensoitaessa äänivallan rajoitukset rahallisilla eduilla. Proposal OJ C 131 13. 12. 1972 s. 49 ja OJ C 240 9. 9. 1983 s. 2 ja Amended proposal COM(90) 629 final, OJ C 7, 11. 1. 1991 s. 4. Ks. myös *Rissanen* , Kirsti: Ongelmallinen viides yhtiödirektiivi. LM 1992 s. 169 ss. ja *Wymeersch* teoksessa EC Company and Financial Law s. 60 ss.

Yhdeksäs yhtiöoikeudellinen direktiivi*ehdotus* , joka käsittelee konsernisäännöksiä. Kyseessä on vasta alustava luonnos direktiiviehdotukseksi, ks. Commission, Doc./X1/593/79-E, Brussels 1975 (ns. Würdinger-raportti). Se perustuu pitkälti Saksan osakeyhtiöoikeuden konsernisäännöksiin. Ks. *Lutter* s. 279 ss. Muissa EY-maissa ei ole niin yksityiskohtaisia tosiasiallista ja sopimusperusteista konsernia koskevia säännöksiä kuin Saksassa. Tämän vuoksi ehdotus ei ole ainakaan vielä edennyt direktiiviksi, *Geßler*, Jörg H.: Aktiengesetz mit dem »Dritten Buch des HGB» (§§ 238—335 HGB) u. a. Frankfurt 1990 (jatkuvatäydenteinen ajantasateos), Einführung s. 30. Direktiiviehdotuksesta Saksan osakeyhtiölain konsernisäännösten kannalta ks. *Hommelhoff*, Peter—*Kleindiek*, Detlef: Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht. AG 1990 s. 110.

Kymmenes neuvoston direktiivi*ehdotus* , joka käsittelee kansainvälisiä valtionrajan, ylittäviä fuusioita. COM(84) 727 final, OJ C 23 25.1.1985 s. 11.

[29] *Joutsamo* s. 195.

[30] Proposal for a Council Regulation on the Statute for a European Company, OJ C 263 16. 19. 1989 ja OJ C 176 1991. Eurooppayhtiöstä, »European Company», »Sociétas Europaea», ks. esim. *Woolridge*, Frank: Company Law in the United Kingdom and the European Community: Its Harmonisation and Unification s. 117—127 ja *Wymeersch* teoksessa European Company and Financial Law s. 91 ss.

tus annettiin jo vuonna 1985.[31] Lisäksi on annettu niihin läheisesti liittyviä arvopaperimarkkinoita sääntteleviä direktiivejä.[32] Lähtökohtana sääntelyssä on kuitenkin kunkin jäsenmaan kansallinen lainsäädäntö, jolle EY:n direktiivit asettavat ainoastaan tietyt vähimmäisvaatimukset. Ainoastaan muutamissa voimakkaampaa ylikansallista puuttumista edellyttävissä kysymyksissä on turvauduttu jäsenmaiden kannalta pakottavaan EY-lainsäädäntöön — asetuksiin.[33] Sellainen on esim. fuusiovalvonta-asetus. Sen sisältämien yritysostojen valvontaa koskevien säännösten nojalla EY:n komissio voi puuttua suuriin yritysostoihin tai suunniteltuihin yritysostoihin toteutetaanpa ne sitten julkisen ostotarjouksen avulla tai muulla tavoin. Fuusiovalvonta-asetuksen avulla pyritään estämään sellaisen yhteenliittymän muodostuminen, joka hallitsevan asemansa turvin heikentää tehokasta kilpailua.[34]

Euroopan yhteisössä on pitkään keskusteltu tarpeesta säännellä yritysvaltauksia ja muita merkittävien omistusosuuksien (engl. »controlling stake») vaihdoksia.[35] Erityisesti on haluttu turvata kaikkien osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu tällaisissa tilanteissa, koska niiden yhteydessä usein tehdään määräysvallan tuottavista osakkeista kaupat suoraan suurosakkaiden (engl. »controlling shareholders») välillä eikä osakkeita hankita avoimesti arvopaperimarkkinoilta. Tällaisissa olosuhteissa on arvopaperimarkkinoiden toimivuuden ja sijoittajien luottamuksen säilyttämiseksi tarjottava muille osakkeenomistajille mahdollisuus luopua omistuksestaan. Tähän tavoitteeseen päästään ainakin osittain velvoittamalla määräysvallan hankkinut osakas tekemään muille osakkeenomistajille kohdistettu julkinen ostotarjous.[36]

---

[31] Council Regulation of 25 July 1985 on the European Economic Interest Grouping (EEIG), (2137/85/EEC), OJ L 199 31. 7. 1985 s. 1. Asetus suomenkielisenä ETA, EY-säädössarja 12/1992: Yhtiöoikeus s. 105—113. EEIG:stä laajemmin European Economic Interest Groupings. The EEC Regulation and its Application in the Member States of the European Community. Toim. Dirk van *Gerven* ja Carel A. V. *Aalders*. Kluwer 1990. Ks. myös *Woolridge* s. 103 ss., *Dine*, Janet: The European Economic Interest Grouping (EEIG): Some Private International Law Issues. The Company Lawyer 1992 s. 10 ss. ja *Wymeersch* teoksessa European Company and Financial Law s. 88 ss.

[32] Näistä ehkä tärkeimmät ovat listautumisesitedirektiivi, tarjousesitedirektiivi, tiedonantovelvollisuusdirektiivi, listalleottodirektiivi, liputusvelvollisuusdirektiivi, sisäpiiridirektiivi. Direktiivit on julkaistu suomenkielisinä ETA, EY-säädössarja 6/1992: Rahoituspalvelut ja pääomien vapaa liikkuvuus. Ne tulevat myös Suomessa voimaan ETA-sopimuksen myötä (HE 95/1992).

[33] Council Regulation, ks. esim. *Joutsamo* s. 57 s. ja *Hopt* teoksessa EC Company and Financial Law s. 15 ss.

[34] Council Regulation 21. 12. 1989 (EEC) No 4064/89 »on the control of concentrations between undertakings», OJ 30.12.1989 L 395 s. 1. Fuusiovalvonta-asetuksesta laajemmin *Downes*, T. Anthony—*Ellison*, Julian: The Legal Control of Mergers in the EC. Exeter 1991. Ks. myös *Rissanen*, Kirsti—*Korah*, Valentine: EY:n ja Suomen kilpailuoikeus. Jyväskylä 1991 s. 240 ss. tai *Broms*, Peter: EG:s förordning avseende kontroll av företagskoncentrationer. Institutet för Europeisk rätt vid Stockholms Universität, nr 6. Stockholm 1991 s. 8 ss.

[35] Ensimmäinen asiaa koskenut EY:n toimeksiannosta laadittu selvitys oli ns. Pennington-raportti vuonna 1974. Ks. tästä esim. *Ffrench*, H. Leigh: International Law of Take-overs and Mergers. The EEC, Northern Europe and Scandinavia. Connecticut 1986 s. 5 ss.

[36] Kysymyksestä yleisesti esim. *Wymeersch*, Mandatory bid s. 1—21 ja *Wymeersch* s. 46 ss.

Arvopaperimarkkinoiden osalta kolmastoista yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus yhdessä em. muiden yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisten direktiivien kanssa merkitsee eri maiden arvopaperimarkkinoiden ja niiden sääntelyn yhdenmukaistamista. Tavoitteena on näin lisätä EY:n rahoitusmarkkinoiden houkuttelevuutta sijoittajan kannalta ja sitä kautta parantaa siellä toimivien yritysten rahoitusmahdollisuuksia.[37] Päämääränä voidaan myöskin sanoa olevan julkisesti noteerattujen yritysten valtausten toteuttamiselle selkeät puitteet tarjoavien vapaiden markkinoiden luominen,[38] koska yritysvaltauksen uhan on katsottu tehostavan yrityksiin sidottujen pääomien käyttöä.[39] Lisäksi on korostettu yritysvaltauksen osapuolena olevien yritysten liiketoiminnan ja sijoittajien suojaamisen edellyttävän etukäteen tiedossa olevaa kaikkien osapuolten kannalta tasapuolista säännöstöä.[40] Toisin sanoen on pyritty luomaan yritysvaltausten kannalta neutraali sääntely — level playing field.

4. Direktiiviehdotuksen vaiheista [41]

Direktiiviehdotuksen ensimmäinen luonnos julkaistiin vuonna 1987 ja varsinainen direktiiviehdotus julkaistiin helmikuussa 1989. Tätä ehdotusta ei kuitenkaan hy-

---

[37] Lyhyt katsaus aiheesta on EY:n julkaisussa The European financial common market. European dokumentation 1989. Luxembourg, ks. erityisesti s. 39 ss. ja s. 56. EY:n pörssilainsäädännöstä ks. *Räihä*, Henrik: Börslagstiftningen i EG. Festskrift utgiven i anledning av Juristklubben Codex' 50-års jubileum: Europeisk rätt i utveckling. Helsingfors 1990 s. 173 ss. ja *Wymeersch* ks. s. 14 ja s. 46 ss.

[38] *De Jong* s. 17, kuvaa direktiivin ensisijaista tavoitetta »The Thirteenth Directive wants to open a free takeover market in the E.C. for stock exhange quoted firms».

[39] *Hahn*, Dieter: Takeover rules in the European community: An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules. International Review of Law and Economics 1990 s. 136. *Hahnin* mielestä yritysvaltaukset saattavat tehostaa yrityksen johtamista tai niiden avulla uusia yrityskokonaisuuksia aikaansaamalla voidaan saavuttaa liiketoiminnallisia etuja. Hän myöntää sellaisiakin yritysvaltauksia tapahtuvan, jotka eivät tuota kummallekaan osapuolelle mitään etuja, mutta toisaalta hän korostaa niin käyvän varsin usein myös tavallisissa yrityskaupoissa.

[40] Näin *Wymeersch* s. 14. Direktiivin tarkoituksena on sanottu olevan »... to create a *level playing field* for takeovers in the EC, meaning a more or less homogeneous market with equal starting positions for the actors in the takeover arena, safeguards for equal treatment of individual investors and for a smooth functioning of the market. Näin asian määrittelee *Berger*, Klaus Peter: The Proposed EC Takeover Directive: Balancing Investor Protection with the Need for Regulatory Flexibility. Journal of International Banking Law 1991 s. 17.

[41] 1. ehdotus, Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Presented to the Council by the Commission on 19 January 1989. COM(88) 823 (OJ C 64, 14. 3. 1989 ja Bulletin of the European Communities Supplement 3/89) ja 2. korjattu ehdotus, Amended proposal for a thirteenth Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. COM(90) 416 final] 10. 9. 1990 (OJ C 240, 26.9.1990; Bull. EC 9-1990, point 1.2.101).

Ks. myös EY:n talous- ja sosiaalikomitean mietintö (OJ C 298, 27. 11. 1989 [CES 298/89], sen lisämietintö (CES 277/91) ja EY:n parlamentin laki- ja ihmisoikeuskomitean raportti 5. 12. 1989 (Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) sekä EY:n parlamentin kannanotto (OJ C 38, 19.2.1990). Ks. lisäksi KM 1991:48 s. 251 ss.

väksytty.[42] Laajan valmistelun[43] ja keskustelun[44] jälkeen siitä laadittiin korjattu direktiiviehdotus syyskuussa 1990. Tämä ehdotus on parhaillaan neuvoston käsittelyssä. Jäsenmaiden erilaisten näkemysten vuoksi direktiiviä ei ole vielä hyväksytty, mutta siitä ei ole myöskään luovuttu.

Direktiiviehdotuksen tarkoituksena on luoda julkisesti noteerattujen yritysten haltuunotossa noudatettavat vähimmäissäännökset, ts. luoda selkeät »pelisäännöt» eri osapuolille (tarjouksen tekijälle — ostajalle, sen kohteelle — osakkeenomistajille, kohdeyhtiölle, tarjouksen järjestäjänä toimivalle arvopaperinvälitysliikkeelle ja ao. valvontaviranomaiselle), jotta eri maissa toimivien ja eri maiden pörsseissä noteerattujen yritysten valtauksissa ja niihin liittyvissä julkisissa ostotarjouksissa noudatettaisiin yhtenäisiä periaatteita ja sijoittajien asema olisi näin ollen turvatumpi. Yhteisön jäsenmaat voivat sen lisäksi säätää ankarampia ja yksityiskohtaisempia säännöksiä.[45] Ehdotuksen mukaan kunkin jäsenmaan tulee perustaa erityinen yritysvaltauksia ja julkisia ostotarjouksia valvova elin.[46, 47]

Euroopan yhteisön komission laatimaan ehdotukseen neuvoston 13. yhtiöoikeudelliseksi direktiiviksi sisältyy kolmetoistakohtainen johdanto, jossa tarkastel-

---

[42] Laajahko katsaus direktiivin alkuvaiheisiin sisältyy esim. *Peltzerin* artikkeliin teoksessa *Assman*, Heinz-Dieter—*Basaldua*, Nathalie—*Bozenhardt*, Friedrich—*Peltzer*, Martin: Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Sonderheft 9. Berlin—New York 1990 s. 179—185.

[43] Direktiivin valmistelun yhteydessä on teetetty kaksi laajaa selvitystä yritysvaltauksiin ja julkisiin ostotarjouksiin sekä sellaisilta suojautumiseen liittyvistä kysymyksistä, EY:n komission toimeksiannosta konsulttitoimisto *Booz Allenin* tammikuussa 1990 julkistettu raportti ja toinen Englannin kauppa- ja teollisuusministeriön (DTI) toimeksiannosta tilintarkastustoimisto *Cooper's & Lybrandin* 1989 laatima Barriers to takeovers in the European community Vol. 1—3. A study by Coopers & Lybrand for the DTI. London: Her Majesty's Stationary Office 1989. Ks. lisäksi esim. *Räihä* s. 182 s. ja *Hirn*, Wolfgang: Hohe Temperatur. Zwei Studien drängen die EG zum Abbau von Takeover-Barrieren. WirtschaftsWoche Nr.1/2 5. 1. 1990 s. 104 ss.

[44] Englannin arvopaperimarkkinoiden avoimuuden vuoksi siellä on huomattavasti helpompaa järjestää julkisia ostotarjouksia kuin muissa EY-maissa. Tämän vuoksi englantilaiset ovat voimakkaasti vaatineet omien säännöstensä melko pitkälle menevää omaksumista ja koko EY-alueen kattavaa yhtiöoikeudellisen lainsäädännön yhdenmukaistamista, jotta englantilaisilla yrityksillä olisi muissa EY-maissa yhtä helppoa suorittaa yritysvaltauksia kuin muiden EY-maiden yrityksillä on tällä hetkellä Englannissa. Laajemmin tästä keskustelusta ks. esim. *Buijs*, D.C.: The next step in European community harmonisation of company law: Regulation of public bids ? Leiden Journal of International Law, Vol. 2, No. 1, May 1989 s. 107 ss.

[45] Ks. esim. *Dine*, Janet: The Proposal for a Thirteenth Directive on Takeovers. The Company Lawyer 1991 s. 83.

[46] Direktiiviehdotuksen 6. artikla. Sen tulkinnasta ks. *Dine*, Company Lawyer 1991 s. 84 s. Ehdotetusta valvontaviranomaisesta sekä itsesäätelyn eduista ja haitoista ks. *Hahn* s. 147. Ko. viranomaisen tietojensaantioikeus on säännelty 17. artiklassa.

[47] EY:n talous- ja sosiaalikomitea korosti lausunnossaan, että kohdeyhtiön kotimaan säännöksiä tulisi noudattaa ja ao. maan valvontaelimen valvoa tarjousta myös sellaisten osakkeenomistajien osalta, jotka asuvat toisessa maassa. Opinion of the Economic and Social Committee on the amended proposal for a 13th Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. (Doc. COM(90) 416 final) (Rapporteur: Mr Tyrie) European Communities, Economic and Social Committee 28. 2. 1991. CES(91) 277. Series: ESC Opinions and reports, s. 6. Valvontaelimen toimivaltaa koskevat säännökset on kaikesta huolimatta todettu puutteellisiksi, näin Business Law Brief 1991 s. 11.

laan lyhyesti yhtiöoikeudellisten säännösten yhdenmukaistamista, haltuunoton ja fuusion eroja sekä julkisten ostotarjousten sääntelyyn liittyviä erilaisia muita ongelmia. Kaikkien kohdeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun turvaamiseksi ehdotetaan säädettäväksi velvollisuus tehdä lunastustarjous omistusosuuden ylitettyä tietyn rajan — yhden kolmasosan äänivallasta, joka varsin usein riittää määräysvaltaan. Tällaisessa tilanteessa on muiden osakkeenomistajien etua katsottu parhaiten suojattavan säännöksellä, joka tarjoaa näille mahdollisuuden luopua omistuksestaan määräysvaltaa käyttävän osakkaan vaihtuessa. Lisäksi korostetaan riittävien tietojen antamista sijoittajille. Jotta säännöksillä olisi merkitystä, niiden noudattamista tulee myös valvoa, minkä vuoksi ehdotetaan säännöksiä valvontaviranomaisesta.[48]

Käsitellessään direktiiviehdotusta Euroopan parlamentin laki- ja ihmisoikeuksien komitea totesi lausunnossaan mm. julkisen ostotarjouksen olevan erään tehokkaimmista menetelmistä yhtiön määräysvallan tuottavien osakkeiden hankkimiseksi. Toisaalta se totesi muiden menetelmien, kuten osakkeiden hankkimisen suorien riittävän monien osakkeenomistajien kanssa käytävien neuvottelujen avulla tai osakkeiden järjestelmällisen ostamisen arvopaperimarkkinoilta, olevan yleensä paljon hitaampia, työläämpiä ja sisältävän suurempia taloudellisia riskejä sekä saavan toisesta näkökulmasta tarkastellen vähemmän julkisuutta. Edelleen komitea totesi yritysjohtajien yleisesti tunnustaneen yritysvaltausten hyödyllisyyden heille itselleen aiheuttamastaan latentista uhasta huolimatta, koska niiden avulla on mahdollista järjestellä yritysten rakenteita uudelleen. Tällaisia mielipiteitä on esitetty erityisesti sellaisissa maissa, joissa yritysvaltaukset ovat tavallisia. Näin eurooppalaiset yritykset voisivat tulevaisuudessa menestyä paremmin kansainvälisessä kilpailussa. Yritysvaltausten todettiin olevan sekä työntekijöiden että osakkeenomistajien kannalta hyödyllisen ilmiön, koska ne uudistavat yhtiön rakenteita ja yritysjohtoa ja muutoinkin piristävät talouselämän toimintaa. Julkisten ostotarjousten todettiin lisäksi tarjoavan pienosakkaille merkittävästi määräysvaltaa erityisesti sellaisissa yhtiöissä, joita yksi suurosakas on hallinnut yhtiön koko osakemäärään nähden suhteellisen pienen osakemäärän turvin, koska muut osakkeet ovat jakaantuneet laajan mutta epäyhtenäisen joukon omistukseen. Tällöin juuri nämä pienosakkaat ovat ratkaisevassa asemassa yhtiön määräysvallan siirtymisen kannalta päättäessään joko myydä osakkeensa ostotarjouksen tai kilpailevan tarjouksen tekijälle tai hylätessään tarjouksen kokonaan.[49, 50]

---

[48] Ks. Supplement 3/89 s. 5 ss. Direktiiviehdotuksen sisältöä on tarkasteltu myös komiteanmietinnöissä KM 1989:36 s. 230 ss. ja KM 1991:48 s. 251 ss.

[49] Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 19.

[50] Nämä ajatukset perustuvat pitkälti neoklassiseen talousteoriaan, joka pitää voiton maksimointia yrityksen perustavoitteena, joka suoraan tai välillisesti hyödyttää koko yhteiskuntaa.

Yrityksen voitonmaksimointitavoitteen on perinteisesti katsottu johtuvan seuraavista syistä, *Kreps*, David M.: A course in microeconomic theory. Cambridge 1990 s. 724 ss.:

Toisaalta komitea totesi yritysvaltauksilla ja julkisilla ostotarjouksilla olevan tunnustetuista eduistaan huolimatta myös selkeitä haittoja. Ne saattavat vahingoittaa tarjouksen jälkeen jäljelle jäävän vähemmistön ja yhtiön työntekijöiden asemaa, koska yhtiön tavoitteet ja strategia saattaa muuttua ratkaisevasti. Julkisia ostotarjouksia ei myöskään aina tehdä liiketoiminnan kehittämistarkoituksessa, vaan tavoitteena saattaa olla mahdollisen kilpailijan heikentäminen tai puhtaasti spekulatiivinen tavoite ostaa merkittävä määrä osakkeita silloin kuin kohdeyhtiö on heikossa taloudellisessa kunnossa, jotta osakkeet voitaisiin myydä huomattavalla voitolla yrityksen taloudellisen tilanteen parannuttua.[51]

Komitea totesi Euroopan yhteisön tehtävänä olevan yhtenäistää ostotarjouksia koskevat säännökset, tehdä niistä kaikkien osapuolten kannalta selkeät ja oikeudenmukaiset sekä korostaa niiden julkisuutta ja taloudellista merkitystä.[52] Erityisesti komitea korosti direktiiviehdotuksella olevan kaksi päätavoitetta: I taata kaikkien yritysvaltauksessa tavalla taikka toisella mukana olevien tahojen yhdenvertainen kohtelu (engl. »equal treatment») ja II taata tarjouksen kuluessa riittävien tietojen saatavuus kaikista asiaan liittyvistä toimenpiteistä (engl. »transparency»). Yhdenvertaisen kohtelun saavuttamiseksi direktiiviehdotus sisältää neljä keskeistä säännöstä: 1) velvollisuus julkisen ostotarjouksen tekemiseen, kun osakas saavuttaa määrävähemmistöaseman (1/3, engl. ns. »blocking minority»), 2) määrävähemmistöasema ratkaistaan äänimäärän eikä osakkeiden lukumäärän perusteella, 3) tarjouksen tulee koskea kaikkia kohdeyhtiön osakkeita ja 4) käyttöön otetaan yhteistoiminnassa toisen kanssa toiminnan käsite (engl. »acting in concert»). Riittävien tie-

---

1. Voiton maksimointi on yrityksen toiminnalle hyvä positiivinen malli.

2. Voiton maksimointiin pyrkivät yritykset voittavat luonnollisen valinnan kautta ne yritykset, joilla ei sellaista tavoitetta ole.

3. Jos yrityksen johtajat eivät maksimoi voittoa, joku yritysvaltaaja (joka osaa tehdä rahaa voittojen maksimoinnilla) ottaa yrityksen haltuunsa ja erottaa vanhat johtajat. Koska johtajat eivät halua tulla erotetuiksi, he pyrkivät voiton maksimointiin.

4a. Voiton maksimointi on yrityksen osakkeenomistajien etujen mukaista.

4b. Osakkeenomistajat voivat luoda ja myös käytännössä luovat johtajille kannustejärjestelmiä, jotka pakottavat nämä toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Näin voidaan päätellä johtajien maksimoivan voittoja.

Yritysvaltausten hyödyllisyys on ts. johdettu 3. kohdassa mainitusta perustelusta, jota on tosin arvosteltu sillä, että yritysjohto pyrkiessään säilyttämään oman asemansa ja torjumaan yritysvaltauksen voi toimia yrityksen edun ja samalla siis myös osakkeenomistajien edun vastaisesti, *Kreps* s. 725. Toisaalta eräs tutkimus on osoittanut menestyksellisesti yritysvaltauksen torjuneiden yritysten tulosten jopa parantuneen valtausyrityksen päättymisen jälkeen ja osakkaiden siten hyötyneen puolustaumistoimista, *Parkinson*, Chris: Hostile Takeover Bids and Shareholder Wealth: Some UK Evidence. European Management Journal 1991 s. 458 ja eräs toinen tutkimus on osoittanut kohdeyhtiön osakkaiden hyötyvän jopa muutamista sen arvoa sinänsä alentavista puolustautumistoimista, *Berkovitch*, Elazar—*Khanna*, Naveen: How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers. The Journal of Finance 1990, ss. 137—156.

51 Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 19 s.

52 Tätä kuvaa hyvin komitean raportissa oleva toteamus: »and ensuring that they do not become an exclusive domain in an economic jungle where cynical operators are free to act as they please.» Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 20.

tojen saatavuus katsotaan saavutettavan tarjousasiakirjaa, sen julkistamista, tarjouksen peruuttamismahdollisuutta, tarjouksen muuttamista ja kilpailevaa tarjousta koskevilla säännöksillä.[53]

Alkuperäisen aikataulun mukaan EY:n jäsenmaiden olisi pitänyt omaksua direktiivi tammikuuhun 1992 mennessä ja siihen liittyvien kansallisten lakien ja niiden muutosten piti tulla voimaan tammikuuhun 1993 mennessä.[54] Monet jäsenmaat ovat kuitenkin suhtautuneet vastahakoisesti koko direktiivihankkeeseen.[55] Englantilaisten mielestä direktiivi heikentäisi sijoittajien asemaa voimassaolevaan City Code'iin verrattuna, toisaalta direktiivin on katsottu loukkaavan perusoikeuksiin luettavaa omistusoikeutta, koska sen mukaan jo vähemmistöosakas voitaisiin velvoittaa tekemään muita osakkeita koskeva ostotarjous.[56] Arvopaperimarkkinat ovat lisäksi eri maissa hyvin erityyppiset, mikä aiheuttaa suuria vaikeuksia, koska erilaiset ongelmat pitää ratkaista yhtenäisen sääntelyn avulla. Nähtäväksi jää annetaanko direktiiviä ylipäätään, ja jos annetaan, niin minkä sisältöisenä. Toisaalta sitä on valmisteltu jo niin pitkään ja laajasti, että lienee todennäköistä, että sen sisällöstä saavutetaan jonkinlainen kompromissi lähivuosina.[57]

Direktiiviehdotus koostuu kaikkiaan 22. artiklasta, joista periaatteellisesti tärkeimmät ovat artiklat 1, 8, 10 ja 17.[58] Sen soveltamisala on määritelty 1. artiklassa, 8. artiklassa on rajoitettu kohdeyhtiön hallituksen toimivaltuuksia, 10. artiklassa määritellään vaadittavan tarjousesitteen sisältö ja 17. artiklaan sisältyvät säännökset eri osapuolten velvollisuudesta antaa valvontaviranomaiselle tarjouksen kuluessa tämän tarvitsemia tietoja.

---

53 Report, Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights (European Parliament) s. 20 ss.

54 Amended Proposal Art. 22. Ks. myös *Dine*, Company Lawyer 1991 s. 87.

55 Erityisesti Englannin kauppa- ja teollisuusministeriö (DTI) ja Law Society suhtautuvat ehdotukseen kriittisesti, koska toteutuessaan se supistaisi Takeover Panelin hyväksi koettua harkintavaltaa. Näin Business Law Brief 1991 s. 10 s. Law Societyn Company Law Committeen kannasta laajemmin ks. *Mace* , Dan C.: The Takeover Directive. The Law Society's Standing Committee on Company Law, Conference on Recent Developments in Company Law — 25. 11. 1991 — Speakers' Papers s. 24 ss.

56 Lunastusvelvollisuussäännöstä tarkastelevat Saksan perustuslain näkökulmasta *Loritz*, Karl-Georg—*Wagner*, Klaus-R.: Das »Zwangsübernahmeangebot» der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht. Zeitschrift für Wirtschafts-und Bankrecht. Wertpapier Mitteilungen 1991 s. 709 ss., jotka katsovat säännöksen loukkaavan perustuslain turvaamiin oikeuksiin kuuluvaa omistusoikeuden suojaa, jos osakkeenomistaja muuten kuin elinkeino- tai ammattitoiminnnan yhteydessä hankkiessaan lunastusvelvollisuusrajan ylittävän määrän osakkeita, velvoitetaan hankkimaan kaikki ko. yhtiön osakkeet. Ks. *Loritz—Wagner* s. 722.

57 *Mace* s. 24 s. ja s. 32 ss. Lisäksi *Mace* arvelee direktiivin aikaansaamiseen kiinnitettävän enemmän huomiota nyt, kun Englanti on vuorollaan EY:n puheenjohtajamaa, koska Englannissa on perinteisesti tunnettu mielenkiintoa yritysvaltauksia kohtaan.

58 *Wymeerschin* esitelmässään 28. 4. 1992 lausuman mielipiteen mukaan.

5. Direktiiviehdotuksen perusperiaatteet [59]

5.1. Soveltamisala [60]

Direktiivin soveltamisala tulee olemaan varsin laaja. Sitä sovelletaan 1. artiklan mukaan julkisesti noteeratuista osakkeista tehtyihin ostotarjouksiin.[61] Julkisesti noteeratuilla osakkeilla tarkoitetaan osakkeita, jotka jonkin jäsenmaan lainsäädännön mukaan on hyväksytty kaupankäynnin kohteeksi viranomaisten valvonnassa olevilla, säännöllisesti toimivilla ja suoraan tai välillisesti yleisölle avoimilla arvopaperimarkkinoilla.[62] Tätä soveltamisalasäännöstä on arvosteltu Englannissa epämääräisyydestä. Erityisesti on kiinnitetty huomiota 1. artiklan sanonnan »governed by the law of a Member State» merkitykseen. Säännöstä voidaan toisaalta tulkita suppeasti, jolloin direktiivi koskisi vain em. arvopaperimarkkinoilla noteerattua ja muutoinkin jonkin jäsenmaan lainsäädännön alaisuudessa toimivaa yhtiötä ja toisaalta sitä voidaan tulkita laajasti, jolloin soveltamisalan piiriin kuuluisivat myös sellaiset yhtiöt, joiden osakkeet noteerataan jonkin EY-maan arvopaperimarkkinoilla, mutta joilla ei ole mitään muuta liittymää mihinkään jäsenmaahan.[63] Tällaisen jälkimmäisen tulkinnan tarkoittaman yhtiön velvoittaminen tietynlaiseen käyttäytymiseen esim. vihamielisen yritysvaltauksen yhteydessä saattaa olla mahdotonta, koska minkään jäsenmaan lainsäädäntö ei koske sitä.

Julkisella ostotarjouksella (engl. »takeover or other general bid») tarkoitetaan direktiivin 2. artiklan mukaan tarjouksen kohteena olevan yhtiön — kohdeyhtiön — (engl. »offeree company») osakkeiden omistajille tehtyä tarjousta hankkia osa

---

[59] Direktiiviehdotusta on tarkasteltu lukuisissa artikkeleissa, ks. *Bittner* s. 182 ss., *Dine*, Company Lawyer 1991 s. 83—89; *Dine*, Janet: EEC: Proposed directive on takeovers. The Company Lawyer 1988 s. 56—58; *Holmes*, Garrick—*de Bony*, Elizabeth: EC Commission Trains its Guns On Corporate Takeover Defenses. The Journal of European Mergers & Acquisitions 1990, Vol. 2/no. 5 s. 35—39; *Wymeersch*, Mandatory Bid s.1—21, *Buijs* s. 107—114; *Boyle*, Tony: Barriers to Contested Takeovers in the European Community. The Company Lawyer1991 s. 163—169; *Burnside*, Alec: Overcoming Barriers to European M & A. The Company Lawyer 1992 s. 19—25; *Hahn* s. 131—148; *Basaldua* s. 157 ss. ja *Peltzer* s. 179 ss. teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer*; *Hommelhoff—Kleindiek* s. 106—111; *Depser* s. 351—361; *von Nick*, Andreas: Die Regelung öffentlicher Übernahmeangebote. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1991 s. 859—882, *Ebenroth*, Carsten Thomas—*Rapp*, Angela: Abwehr von Unternehmensübernahmen. Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1991 s. 2—10, *Hauschka*, Christoph E.—*Roth*, Thomas: Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht. AG 1988 s. 184 ja *Loritz—Wagner* s. 709—722. Ks. myös *Mace* s. 24—34.

[60] *Basaldua* s. 168 ss. ja *Peltzer* s. 185 ss. teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer.*

[61] Direktiivin 1. ehdotuksessa soveltamisalaan kuuluivat kaikkien sekä suurten (AG) että pienten (GmbH) ja sekä julkisesti noteerattujen että muiden yhtiöiden osakkeet. Soveltamisalaa supistettiin kuitenkin julkisen valvonnan alaisena toimivilla markkinoilla noteerattuihin osakkeisiin tai niiden johdannaisiin. Ks. Amended proposal Art. 1 ja esim. *Wymeersch* teokses sa European Company and Financial Law s. 82.

[62] Amended proposal Art. 1, s. 7. Ks. myös KM 1991:48 s. 252.

[63] Yhtiön rekisteröidyn kotipaikan ollessa esim. jossakin EY:n ulkopuolisessa maassa, *Mace* s. 31.

tai kaikki kohdeyhtiön osakkeet käteismaksua vastaan taikka tarjoamalla vastikkeeksi muita arvopapereita. Kohdeyhtiön osakkeilla tarkoitetaan siirtokelpoisia osakkeita, joihin liittyy äänivaltaa. Myös muut arvopaperit, jotka oikeuttavat tuollaisten osakkeiden hankkimiseen, kuten optio- tai vaihtovelkakirjalainat tms., kuuluvat soveltamisalan piiriin.

Tarjouksen osapuolilla tarkoitetaan tarjouksen tekijää, hänen edustajaansa,[64] tarjouksen tekijänä olevan yhtiön johtoa,[65] tarjouksen kohteena olevia osakkeenomistajia ja kohdeyhtiön johtoa.[66]

5.2. Yleiset periaatteet[67]

Direktiiviehdotus sisältää viisi pääperiaatetta, joiden tarkoitus on ohjata valvontaelinten ratkaisukäytäntöä: 1) osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu,[68] 2) tarjouksen kohteena olevalla osakkeenomistajalla tulee olla riittävästi aikaa ja informaatiota päätöksentekoaan varten, 3) kohdeyhtiön hallituksen tulee toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti eikä se saa pyrkiä estämään tarjouksen onnistumista 4) arvopaperimarkkinoita ei saa vääristää (engl. »create false market»)[69] ja

---

[64] Tarjouksen tekijällä tulee aina olla olla edustaja, jona voi toimia arvopaperimarkkinoilla tällaisena asiantuntijana toimimaan oikeutettu henkilö tai rahalaitos, Amended proposal Art. 9, ks. myös *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 215 ss. Edustajalla ei ole kuitenkaan mitään vastuuta tarjouksesta. Jos edustaja olisi vastuussa tarjouksesta, niin se osaltaan varmistaisi, että tarjous tehtäisiin vasta perusteellisen harkinnan ja valmistelun jälkeen ja sen, että tarjouksen tekijällä olisi myös riittävät taloudelliset resurssit tarjouksen läpiviemiseen. Näin *Mace* s. 32. Tapauksessa Takeover Panel vs. Fininvest Corporate Finance ja Arthur Oakes Englannin Takeover Panel arvosteli voimakkaasti julkisen ostotarjouksen järjestäjänä ja tarjouksen tekijän edustajina toimineita yhtiöitä siitä, etteivät nämä olleet ennen käteistarjouksen tekemistä varmistuneet tarjouksen tekijän maksukyvystä, ks. Bidder must have the finance. Accountancy June 1991 s. 40.

[65] Yhtiön johdolla tarkoitetaan sen johto- tai hallintoelimen jäseniä (engl. »directors», saks. »Mitglieder des Verwaltungs- oder Leitungsorgans»), ts. ei pelkästään hallitusta. Osakeyhtiön organisaatiota koskeva lainsäädäntö vaihtelee huomattavasti eri maissa, ks. tästä esim. *Toiviainen*, Heikki: Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Jyväskylä 1992 s. 117 ss.

[66] Amended proposal Art. 2.

[67] Amended proposal Art. 6a. Ks. näistä laajemmin *Peltzer* s. 187 ss. teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer.*

[68] Direktiiviehdotuksen tarkoittamasta osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatteesta ja vähemmistön suojaamisesta erityisesti konsernitilanteissa ks. esim. *Hommelhoff—Kleindiek* s. 107 s.

[69] Käsite false market on omaksuttu City Code'ista (General Rule 6) ja sillä tarkoitetaan lähinnä pörssikurssien »manipulointia» osapuolten toimesta liikkeellelaskettavien huhujen tms. avulla tai myymällä tai ostamalla niin suuria määriä osakkeita, että sen hinta kehittyy haluttuun suuntaan. Erityisen ongelmalliseksi on tältä osin koettu ns. lyhyeksi myynti, ts. sellaisten osakkeiden myynti, jotka on tarkoitus hankkia halvemmalla vasta myöhemmin tulevaisuudessa tarjouksen hintaa nostavan vaikutuksen lakattua. Ks. *Johnston* s. 201 ja *Snaith*, Ian: The City Code in 1989: creativity and it's limits. The Company Lawyer 1990 s. 99.

Arvopaperimarkkinoiden vääristämisen estämistä korostetaan myös direktiiviehdotuksen 6. artiklan perusteluissa, jossa säännellään valvontaviranomaisten salassapitovelvollisuutta, ks. Supplement 3/89 s. 9.

5) tarjous ei saa kohtuuttomasti häiritä kohdeyhtiön toimintaa. Korjatussa direktiiviehdotuksessa nämä koottiin uuteen 6a artiklaan, joka on perustelujensa mukaan lähinnä tarkoitettu ohjaamaan kansallisten valvontaelinten ratkaisukäytäntöä poikkeuslupien myöntämisessä direktiivin säännöksiin.[70] Monet periaatteet on omaksuttu Englannin City Code'ista. Perusperiaate, osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu (engl. »equal treatment»), pyritään turvaamaan tarjousaikaa, tarjouksen sisältöä ja lunastusvelvollisuutta koskevilla sekä tietyt puolustautumistoimenpiteet estävillä määräyksillä.[71]

Vaikka direktiiviehdotuksen yhdenvertaisuusperiaate[72] ja vastaava osakeyhtiöoikeudellinen periaate ovat sanamuodoltaan lähes identtiset, niin niiden sisältö eroaa kuitenkin varsin paljon toisistaan. Direktiiviehdotuksen tarkoittaman yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottu olevan laajemman kuin osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen, koska direktiivissä edellytetään samanlaisissa olosuhteissa olevien osakkeenomistajien tasavertaista kohtelua toisiinsa nähden, kun taas osakeyhtiöoikeudessa vaaditaan samojen edellytysten vallitessa kohtelemaan osakkeenomistajia suhteessa yhtiöön samalla tavalla.[73] Säännöksen tulkinnassa voidaan kuitenkin käyttää apuna osakeyhtiöoikeudessa vakiintuneita periaatteita kunhan edellä mainittu ero pidetään mielessä. Julkisen ostotarjouksen yhteydessä korostuu erityisesti pien- ja suurosakkaiden tasaveroinen kohtelu toisiinsa nähden. Periaatteen on yhdessä siviilioikeuden yleisiin periaatteisiin kuuluvan lojaalisuusvelvollisuuden (saks. »Treueplicht»)[74] kanssa katsottu ainakin jossain määrin edellyttävän, että tarjouksen tekijä, yhtiön todellisen tilan pienosakkaita paremmin tuntevana tulevana suurosakkaana, aivan kuten muutkin suurosakkaat, on velvollinen huolehtimaan siitä, etteivät pienosakkaat ehkä yhtiön todellisesta arvosta tietämättöminä myy osakkeitaan liian halvalla. Eihän suurosakas muutoinkaan saa käyttää ase-

---

70 Amended proposal Art. 6a, s. 6 ja s. 18.

71 *Dine*, Company Lawyer 1991, s. 83.

72 Amended Proposal Art. 6a (a)-kohta »all holders of securities of an offeree company who are in a same position are treated equally.» Sama periaate ilmenee myös listalleottodirektiivin julkisesti noteerattavalle yhtiölle asettamista edellytyksistä »The company shall ensure equal treatment for all shareholders who are in the same position.» Ks. Counsil Directive 5.3.1979 (79/279/EEC) Schedule C, kohta 2 (a), OJ L 66 16. 3. 1979 s. 21 ja OJ L 62 5. 3. 1982 s. 22. *Wymeersch*, s. 25, toteaa listalleottodirektiivin tarkoittaman yhdenvertaisuusperiaatteen menevän huomattavasti pidemmälle kuin toisen yhtiöoikeudellisen direktiivin vastaavan periaatteen »equal treatment of shareholders in the same position», Second Council Directive 13. 12. 1976 (77/91/EEC), OJ L 026 30. 1. 1977 s. 1.

73 *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 187 ss. Hän vertaa direktiiviä Saksan osakeyhtiölain (AktG) 53 a §:ään, joka ei poikkea paljoa OYL:n vastaavasta säännöksestä.

74 Myös meillä esim. *Taxell*, s. 81, on todennut lojaalisuusvelvollisuuden edellyttävän, ettei toinen sopimuksen osapuoli saa yksipuolisesti ajaa vain omaa etuaan, vaan tämän tulee ottaa tietyin rajoituksin huomioon myös toisen osapuolen oikeudet ja edut, *Taxell*, Lars Erik: Avtal och rättskydd. Åbo 1972. Ks. myös *Pöyhönen*, Juha, Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Vammala 1988 s. 19 ja *Ramberg*, Jan: Allmän avtalsrätt. Stockholm 1991 s. 138. Lojaalisuusperiaatteen on, eräin varauksin, tunnustettu syntyvän jo sopimusneuvottelujen aikana, *von Herzen*, Hannu: Sopimusneuvottelut. Helsinki 1983 s. 177.

maansa ja tietojaan väärin ja esimerkiksi ostaa pienosakkaiden osakkeita selvään alihintaan.[75] Toisaalta direktiiviehdotus ei kuitenkaan sisällä mitään määräyksiä pakollisen ostotarjouksen yhteydessä tarjottavasta vähimmäishinnasta, joten pelkästään tasaveroisen kohtelun periaatteesta ei voida kovin pitkälle meneviä johtopäätöksiä tässä suhteessa vetää ja toisaalta varsinaisesta osakkeenomistajan lojaalisuusvelvollisuudesta ei direktiiviehdotuksessa lausuta mitään.[76] Lisäksi on muistettava, että pörssitoiminnan luonteeseen kuuluu keskeisesti voiton ja tappion mahdollisuus, ts. ostaja pyrkii aina ostamaan osakkeet mahdollisimman halvalla ja myyjän tavoitteena on mahdollisimman korkean hinnan saaminen.[77] Usein myös suuresta osake-erästä maksetaan pörssinoteerausta korkeampi hinta.[78, 79] Tämä käy-

---

[75] *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 189 ss. ja s. 230. Suurosakkaan lojaalisuusvelvollisuutta ja suhdetta yhtiöön sekä muihin osakkeenomistajiin osakeyhtiöoikeuden yleisten periaatteiden valossa käsittelee *Lutter*, Marcus: Zur Treuepflicht des Grossaktionärs. Juristenzeitung (JZ) 1976 s. 225 ss., laajassa erästä Saksan korkeimman oikeuden päätöstä (BGH 16. 2. 1976, jossa ei myönnetty valituslupaa OLG Celle v. 1974 tekemään päätökseen) tarkastelevassa artikkelissa. Tässä ns. VW/Audi-NSU -tapauksessa oli kysymys enemmistöosakkaan (VW) tekemästä julkisesta vaihtotarjouksesta. Sen yhteydessä »hankaluuksia» aiheuttaneelle vähemmistöosakkaiden ryhmittymälle oli maksettu korkeampi (400 %) hinta, jonka jälkeen eräs osakkeensa alhaisempaan hintaan myynyt osakas vaati vahingonkorvausta. Oikeuden mukaan enemmistöosakkaalla ei ollut korvausvelvollisuutta. Tapauksen perustelujen nojalla *Lutter* kuitenkin erottaa pörssinoteeratun yhtiön pienosakkaiden osalta yleisen markkinariskin ja erityisen, suurosakkaan olemassaolosta johtuvan, markkinariskin. Yleinen markkinariski on hänen mukaansa selkeästi pienosakkailla, mutta suurosakkaan tulee toimenpiteissään, erityisesti osakekaupoissa, ottaa huomioon erityisasemansa, *Lutter* JZ 1976 s. 232 s. Eräässä myöhemmässä tapauksessa (BGH 1. 2. 1988, BGHZ 103, 184) tunnustettiin osakkeenomistajien välinen lojaalisuusvelvollisuus. Siinä oli kysymys 96 % omistavan enemmistöosakkaan aikomuksesta siirtää yhtiön »mielenkiintoiset» omaisuuserät itselleen. Tapauksesta laajemmin ks. *Lutter*, Marcus: Die Treuepflicht des Aktionärs. Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH. ZHR 1989 s. 446—471. Ks. toisaalta *Schmidt* s. 484, joka korostaa, että yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate on voimassa ainoastaan osakeyhtiön ja osakkaan välisessä suhteessa, mutta ei siis kahden osakkaan välillä.

[76] Lojaalisuusvelvollisuuden on sveitsiläisessä yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa katsottu koskevan ainoastaan yhtiön toimintaan aktiivisesti osallistuvaa osakasta. Muut osakkaat voivat toimia jopa yhtiön etujen vastaisesti. Ks. esim. *Forstmoser*, Peter—*Meier-Hayoz*, Arthur — Mitarbeiter Peter *Nobel.*: Einführung in das schweizerische Aktienrecht. Bern 1980 s. 255.

Laajasti lojaalisuusvelvollisuudesta ks. *Werlauff*, Erik: Selskabsmasken — loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten. København 1991 esim. s. 83 ss. ja s. 308 ss., erityisesti omistusjärjestelyjen yhteydessä s. 437 ss.

[77] Suurosakkaalle mahdollisesti asetettava lojaalisuusvelvollisuus on sinänsä tämän periaatteen vastainen, mutta *Lutterin* edellä esittämä jaottelu yleisen ja erityisen, suurosakkaan olemassaolosta johtuvan markkinariskin välillä puolustaa lojaalisuusvelvollisuuden olemassaolon tarpeellisuutta.

[78] Jos myyjä ei halvemmalla myy ja ostaja toisaalta haluaa osakkeet, niin mikään ei estä tekemästä kauppaa pörssikurssia korkeampaan hintaan pörssin ulkopuolella. Toisaalta arvopaperipörssin informaatiotehtävän vuoksi voisi olla perusteltua nostaa osakkeen kurssia hetkellisesti ja toteuttaa kauppa pörssissä. Tällöinhän muut sijoittajat saisivat paremman kuvan osakkeen »todellisesta» arvosta. Meillä tosin ongelmana ovat tällöin epäselvät kiellettyä kurssimanipulaatiota koskevat säännökset.

[79] Saksan oikeuden osalta *Lutter* katsoo tällaisen lisähinnan olevan pelkästään suuremman omistusosuuden markkinahinta. Tällaista korkeampaa hintaa muut, esim. pienemmät osakkeenomistajat, eivät voi lojaalisuus- tms. periaatteeseen vedoten vaatia, ks. *Lutter* Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 1989 s. 462.

täntö ei aiheuta normaalitilanteessa ongelmia, mutta julkisen ostotarjouksen yhteydessä on kaikille annettava yhtäläinen vastike.[80]

Direktiivin 2. artikla sisältää määritelmiä. Siinä on ensinnäkin määritelty yritysvaltaus tai muu julkinen tarjous yhtiön osakkeenomistajille tehdyksi tarjoukseksi hankkia kaikki tai osa näiden omistuksessa olevista arvopapereista käteismaksua vastaan tai vaihdossa tarjottavia muita arvopapereita vastaan. Arvopapereilla tarkoitetaan yhtiössä äänioikeuden tuottavia siirtokelpoisia arvopapereita ja arvopapereita, joilla on mahdollista saada tällaisia arvopapereita.

Säännökseen, ts. 2. artiklan 6 kohtaan, sisältyy myös yhteistoiminnassa olevia (engl. »acting in concert») henkilöitä koskeva määritelmä.[81] Henkilöiden voidaan katsoa olevan yhteistyössä, jos he sopimuksen perusteella tai muutoin suunnitelmallisesti menetellen toimivat keskenään yhteistyössä tarjouksen yhteydessä.[82] Tämä säännös muistuttaa paljon City Code'in vastaavaa säännöstä, jota on Englannissa sovellettu monissa tapauksissa ja jonka tulkinnasta on kirjoitettu runsaasti.[83]

5.3. Lunastusvelvollisuus [84]

Velvollisuus julkisen ostotarjouksen tekemiseen, ts. lunastusvelvollisuus, on säännelty 4. artiklassa. Lunastusvelvollisuus syntyy ostajan hankittua yhdessä ennes-

---

[80] Laajasti lojaalisuusvelvollisuuden merkityksestä nimenomaan julkisen ostotarjouksen yhteydessä ks. *Burgard*, Ulrich: Die offenlegung von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft. AG 1992 s. 47—50. *Burgard*, s. 49, esittää periaatteesta varsin laajan määritelmän: »Se, joka aikoo pörssin välityksellä hankkia suuren määrän osakkeita, menettelee vastoin lojaalisuusvelvollisuuttaan ellei ilmoita aikomuksestaan muille osakkeenomistajille ja siten suo näille mahdollisuutta tämän tiedon pohjalta arvioida osakkeidensa arvoa uudelleen ja mahdollisesti vaatia lisähintaa» (»*Paketzuschlag*»).

Lojaalisuusperiaatteen ulottaminen julkisiin ostotarjouksiin edellyttäisi sen soveltamista jo ennen sopimusneuvotteluja, mutta toisaalta julkisen ostotarjouksen luonteesta johtuu, etteivät ostaja ja myyjä ehkä missään vaiheessa ole neuvottelukosketuksessa keskenään, joten periaate tulee, jos sen yleensä katsotaan olevan velvoittavana voimassa, ottaa huomioon nimenomaan julkista ostotarjousta suunniteltaessa.

Lojaalisuusperiaatteen soveltaminen näin laajassa merkityksessä esim. suomalaisiin ostotarjouksiin tai muihin suuriin osakekauppoihin ei ole kovin helppoa, mutta mahdollisuutta sen tapauskohtaiseen soveltamiseen jossakin erityistilanteessa ei kuitenkaan voida kokonaan sulkea poiskaan. Suomessakin on oikeuskäytännössä tunnustettu, OikTL 33 §:n nojalla, ettei suurosakas saa käyttää asemansa perusteella saamiaan tietoja hyväksi ostaessaan pienosakkailta näiden osakkeita, ks. KKO 1985 II 58, ns. Riihimäen Lasin tapaus. Siinä oli kanteessa vedottu kunnian vastaiseen ja arvottomaan menettelyyn, josta varsin selvästi olikin kyse. Näin ollen ratkaisusta ei voida ainakaan suoraan päätellä olisiko samaan lopputulokseen päästy yleisen lojaalisuusperiaatteen soveltamisella.

[81] Julkisen ostotarjouksen tekijä toimii varsinkin yritysvaltaustilanteessa usein yhteistyössä yhden tai useamman muun sijoittajan kanssa. Tämä tosiasia todetaan myös alkuperäisen direktiiviehdotuksen perusteluissa, Proposal s. 8.

[82] »... persons who, through concerted practices or pursuant to an agreement, cooperate with one another in connection with a bid.»

[83] City Code, Definitions. Ks. tarkemmin esim. *Palmer's Company Law* s. 4524 ss. Tarjouksen tekemistä varten saatetaan esim. perustaa yhtiö. Tällöin tämän yhtiön omistavan konsortion jäsenten katsotaan toimivan yhteistoiminnassa, ks. s. 4525. Ks. myös *Johnston* s. 191 ss.

[84] Ks. myös *Basaldua* s. 170 ss. ja *Peltzer* s. 191 ss. teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozen-*

tään omistettujen osakkeiden kanssa yli kolmanneksen kohdeyhtiön äänivallasta tuottavan määrän osakkeita.[85] Laskettaessa em. äänimäärää otetaan ostajan hankkimien ja ennestään omistamien osakkeiden lisäksi huomioon ne äänivaltaa tuottavat osakkeet, jotka ovat jonkun toisen hänen puolestaan toimivan henkilön hallussa ja osakkeet jotka ostajan määräysvallassa liputusvelvollisuusdirektiivin[86] tarkoittamassa mielessä oleva henkilö omistaa sekä ostajan kanssa yhteistoiminnassa olevan henkilön hallussa olevat osakkeet. Lisäksi ostajan äänimäärään lasketaan jollekin vakuudeksi luovutettuihin osakkeisiin liittyvät äänet, ellei vakuudenhaltijan kanssa ole nimenomaan sovittu osakkeisiin liittyvän äänivallan kuuluvan tälle ja ellei tämä nimenomaisesti ilmoita myös käyttävänsä sitä.[87]

Lunastusvelvollisuuden luovaa äänivaltaa tarkasteltaessa luetaan ostajan omistamien osakkeiden tuottamaan äänivaltaan vielä sellaiset edellä mainittujen henkilöiden omistamat osakkeet, joiden omistukseen liittyy elintärkeitä yhteisiä etuja,[88] ja osakkeet, jotka ostaja voi sopimuksen perusteella niin halutessaan milloin tahansa hankkia (joihin tällä ts. on osto-optio) sekä osakkeet, jotka on niihin liittyvine äänioikeuksineen luovutettu em. henkilöiden säilytykseen ilman, että osakkeen omistaja olisi antanut yksityiskohtaisia ohjeita äänivallan käytöstä.[89]

Lunastusvelvollisuuden luovaa rajaa laskettaessa ei oteta huomioon toisen neuvoston direktiivin 22. artiklan tarkoittamia yhtiön itsensä joko suoraan tai välillisesti omistamia osakkeita.[90]

Jäsenmaat voivat omassa lainsäädännössään myöntää poikkeuksen lunastusvelvollisuudesta: a) jos lunastusvelvollisuusrajan ylittävät osakkeet on saatu yllätyksellisesti,[91] b) jos osakkeiden hankinta liittyy neuvoston kolmannen direktiivin sääntelemään fuusioon, c) jos osakkeiden hankinta johtuu kuudennen direktiivin tarkoittamasta diffuusiotilanteesta, d) jos hankitut osakkeet ylittävät äänivaltarajan enintään 3 %:lla yhtiön kokonaisäänimäärästä, ei tarvitse tehdä lunastustarjousta, jos ostaja sitoutuu kirjallisesti vuoden kuluessa luopumaan rajan ylittävästä osasta, e) jos yhtiö, jonka osakkeita hankitaan, kuuluu jo liputusvelvollisuusdirektiivin

---

hardt—Peltzer sekä *Wymeersch* s. 48 s., joka arvostelee lunastusvelvollisuussäännöstä tavoitteiltaan ja perusteiltaan epäselväksi ja kiistanalaiseksi.

85 Jäsenmaat voivat halutessaan päättää tätä alhaisemmasta lunastusvelvollisuusrajasta.

86 Art. 8, direktiivi 12. 12. 1988 (88/ 627/EEC), OJ L 348 17. 12. 1988 s. 62.

87 Viimeksi mainittu tapaus lienee käytännössä harvinainen. Normaalisti osakkeisiin liittyvää äänivaltaa käyttää niiden rekisteröity omistaja vaikka osakkeet olisikin esim. pantattu luoton vakuudeksi.

88 Amended proposal Art. 4 2a(a)-kohta, engl. »securities in which they have the life interest».

89 Tällä säännöksellä tarkoitetaan lähinnä tilannetta, jossa osakkeet ovat säilytyksessä pankissa, joka käyttää omistajan puolesta oman harkintansa mukaan niihin perustuvaa äänivaltaa, kuten esim. Saksassa on mahdollista AktG 135 §:n nojalla. Jos tällainen säilyttäjäpankki hankkii joko itse lunastusvelvollisuusrajan ylittävän määrän osakkeita tai kuuluu liputusvelvollisuussäännöksen tarkoittamassa mielessä yhteen ostajan kanssa taikka toimii tämän kanssa yhteistyössä, niin tällöin syntyy lunastusvelvollisuus.

90 Amended proposal Art. 4 kohta 2b, ks. s. 4 ja s 12.

91 Tällä (engl. »in an accidental manner») tarkoitetaan lähinnä lahjoituksena, perintönä yms. saannolla saatuja osakkeita, Amended Proposal 10. Art. perustelut s. 10.

8. artiklan tarkoittamassa mielessä ostajan määräysvaltaan, f) jos yhtiö, jonka osakkeita hankitaan, kuuluu jo liputusvelvollisuusdirektiivin 8. artiklan tarkoittamassa mielessä jonkin toisen yhtiön määräysvaltaan ja tämä yhtiö ilmoittaa kirjallisesti, ettei se ole halukas luopumaan osakkeistaan ostajan tarjoamaan hintaan, g) jos osakkeet on hankittu osakepääoman korotuksen yhteydessä ennestään omistettuihin osakkeisiin liittyvän merkintäetuoikeuden perusteella.[92] Lisäksi valvontaviranomainen voi oman harkintansa mukaan myöntää poikkeuslupia lunastusvelvollisuudesta yksittäistapauksissa muidenkin syiden perusteella.

Direktiiviehdotuksessa ei ole määritelty lainkaan lunastushintaa, vaan ostaja saa vapaasti määrätä tarjoushinnan. Yleensä lunastusvelvollisuussäännöksen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajia tarjoamalla heille tilaisuus myydä osakkeensa samaan hintaan, joka määräysvallan tuottavista osakkeistakin on maksettu.[93] Tällaista suojaa direktiiviehdotus ei kuitenkaan tule tarjoamaan, vaan kohdeyhtiötä voi edelleen hallita mahdollisesti melko pienelläkin omistusosuudella, jolloin muille osakkeenomistajille ei jää muuta vaihtoehtoa kuin myydä osakkeensa tarjouksen mukaiseen — ehkä hyvinkin halpaan — hintaan tai jäädä osakkaaksi.[94] Tarjouksen ei myöskään tarvitse olla käteistarjous eikä edes sisältää käteismaksuvaihtoehtoa, vaan vastikkeeksi voidaan tarjota mitä tahansa arvopapereita.[95]

Erään englantilaisen näkemyksen mukaan direktiiviehdotus hyväksyisi lunastustarjoukseksi jopa ehdollisen tarjouksen, jonka toteutumisen ehdoksi olisi esim. asetettu 100 %:n omistusosuuden saavuttaminen. Koska kaikkia osakkeita ei käytännössä ole mahdollista saada, niin tällöin ei tarvitsisi lunastaa yhtään osaketta. Vaikka direktiiviehdotus ei sisälläkään asiasta nimenomaista säännöstä, niin tällaisen tulkinnan omaksuminen lienee kuitenkin sen tarkoituksen vastainen.[96]

Joka tapauksessa voidaan yhteenvetona lunastusvelvollisuussäännöksestä todeta, ettei se alhaisen tarjoushinnan tai vaihtotarjousmahdollisuuden sallimisen ja lukuisten kansallisten poikkeussäännösten antamismahdollisuuden vuoksi tarjoa juuri minkäänlaista suojaa sijoittajalle. Tosin on muistettava, että jokainen jäsenmaa voi sisäisessä lainsäädännössään omaksua direktiiviä ankarampia säännöksiä, joiden avulla sijoittajan asemaa voidaan kohentaa.

---

92 Toisen neuvoston direktiivin 29 artiklan pääsäännön edellyttämällä tavalla.

93 Tällainen sijoittajaa hyvin suojaava säännös on esim. Englannin City Code'ssa, Rule 9. Arvopaperimarkkinalaissakin on jonkinlaisen perussuojan tarjoava säännös, jonka mukaan lunastushintana pidetään lunastusvelvollisuuden syntymistä edeltäneiden kahden kuukauden noteerausten keskiarvoa.

94 Tältä osin direktiiviehdotusta on voimakkaasti arvostellut mm. Englannin Law Societyn Company Law Committee, ks. Business Law Brief 1991 s. 10.

95 *Mace* s. 31. Englannin City Code'in mukaan tarjouksen tulee sisältää korkeimman maksetun hinnan mukainen käteisvaihtoehto, jos tarjouksen tekijä tai tämän kanssa yhteistoiminnassa oleva on viimeisten 12 kuukauden aikana ennen tarjousta ostanut käteisellä yli 10 % kohdeyhtiön osakkeista. Ks. City Code Rule 11.1.

96 *Mace* s. 31. Sanamuodon mukaisesti tulkittuna direktiiviehdotus ja sen perustelut edellyttävät ainoastaan, että tarjouksen tulee käsittää vähintään kaikki osakkeet. Toisaalta vähimmäismääräehdon sisältävät tarjoukset hyväksytään, joten esitettyä kantaa ei voi osoittaa selvästi virheelliseksikään. Ks. esim. Amended proposal perustelut s. 8.

5.4. Valvontaviranomainen [97]

Jokaisen jäsenmaan tulee luoda säännösten noudattamista valvova erityinen valvontaviranomainen. Toimivaltainen valvontaviranomainen määräytyy kohdeyhtiön rekisteröidyn kotimaan mukaan, jos yhtiön osakkeet ovat siellä julkisesti noteerattuja. Muussa tapauksessa valvontaa hoitaa sen maan viranomainen, jossa kohdeyhtiön osakkeet otettiin ensimmäisen kerran julkisesti noteerattavaksi. Tällainen valvontaviranomainen voi siirtää osan tai koko toimivaltansa jollekin toiselle viranomaiselle tai muulle yksityiselle elimelle.[98]

Valvontaviranomaisella tai mahdollisella yksityisellä valvontaelimellä tulee olla riittävät valtuudet, jotta se voi varmistaa tarjouksen tekijän ja muiden sen osapuolten noudattavan säädettyjä velvoitteita. Sen tulee myös pystyä joko kieltämään puutteellisen tarjouksen esittäminen tai vaatimaan tarjouksen tekijää täydentämään puutteen asianmukaisesti.[99] Kunkin jäsenmaan tulee omassa lainsäädännössään huolehtia valvontaviranomaisen palveluksessa olevien henkilöiden saamien tietojen salassapitovelvollisuudesta.[100]

Jos jäsenmaan lainsäädännössä vaaditaan tarjousasiakirjan etukäteishyväksymisestä, valvontaviranomaisen tulee kolmen päivän kuluessa siitä, kun asiakirjat luovutettiin sille, ilmoittaa hyväksyykö vai hylkääkö se anomuksen. Jos viranomainen ei pysty tämän ajan kuluessa pysty ottamaan kantaa asiaan, katsotaan lupa myönnetyksi.[101] Valvontaviranomaisen ratkaisukäytäntöä ohjaamaan on säädetty 6a artiklassa mainitut pääperiaatteet, joita on tarkasteltu edellä.

Tarjouksen voimassaoloajan kuluessa kaikki sen osapuolet ovat velvollisia antamaan valvontaviranomaiselle kaikki hallussaan olevat tämän haluamat tarjoukseen liittyvät ja valvontatehtävän kannalta tarpeelliset tiedot. Lisäksi tarjousta koskevasta ennakkoilmoituksesta aina tarjousajan päättymiseen saakka tulee tarjouksen tekijän ja kaikkien niiden, jotka omistavat 5 %:a tai enemmän kohdeyhtiön, tarjouksen tekijäyhtiön tai sellaisen yhtiön, jonka osakkeita tarjotaan vastikkeeksi, osakkeiden tuottamasta äänivallasta, ilmoittaa välittömästi valvontaviranomaiselle hankkimistaan tai lähipiirinsä taikka määräysvallassaan olevan yhtiön hankkimista näiden yhtiöiden osakkeista tai osakkeista, jotka ovat jo ennestään kyseisen varoineen ja velkoineen hankitun yhtiön hallussa. Myös kaikkien niiden,

---

[97] Ks. valvontaviranomaisesta lisäksi *Basaldua* s. 176 s. ja *Peltzer* s. 217 ss. teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* sekä *Nick* s. 870 ss. ja *Wymeersch* s. 51.

[98] Amended proposal Art. 6. Tällainen yksityinen toimielin voi olla esim. Englannin Takeover Panel tai vastaava itsesääntelyelin.

[99] Amended proposal Art. 6 2-kohta. Ks. myös *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 218 s., jossa hän tarkastelee valvontaviranomaisen mahdollisuuksia antaa tarjouksentekijää sitovia määräyksiä eri tilanteissa.

[100] Amended proposal Art. 6 5a-kohta.

[101] Amended proposal Art. 6 2a-kohta. Jonkin jäsenmaan valvontaviranomaisen hyväksymä tarjousasiakirja tunnustetaan kaikissa jäsenmaissa riittäväksi, Art. 6 3-kohta.

jotka em. aikana hankkivat 0.5 % tai enemmän edellä lueteltujen yhtiöiden äänivallasta, tulee välittömästi ilmoittaa siitä valvontaviranomaiselle.[102]

6. Tarjous

6.1. Tarjousasiakirja [103]

Tarjousasiakirjan käsitettä on täsmennetty korjatussa direktiiviehdotuksessa. Perustelujen mukaan asiakirjan tulee sisältää kaikki sen kohteena oleville henkilöille tarjouksen arvioinnissa ja päätöksenteossa tarpeelliset tiedot.[104] Tällaisia tietoja ovat 10. artiklan mukaan 1) kohdeyhtiön, tarjouksen tekijän ja tämän edustajan yksilöintitiedot, 2) tarjouksen laatimisesta vastuussa olevat henkilöt ja heidän antamansa vakuutus, että tarjouksessa mainitut tiedot ovat oikeita ja ettei mitään oleellisia tietoja ole jätetty pois, 3) tarjouksen kohteena olevat osakkeet tai osakelajit, 4) tarjouksen enimmäis- tai vähimmäismäärät, 5) tarjouksen tekijän tai tämän lähipiirin[105] omistuksessa jo olevat vastaavat osakkeet, 6) maksuksi tarjottava vastike siihen liittyvine mahdollisine lisätietoineen,[106] 7) tarjoukseen liittyvät valvontaviranomaisen hyväksymät ehdot ja muut mahdolliset tapaukset, joissa tarjous voidaan mitätöidä tai peruuttaa[107] 8) tarjouksen voimassaoloaika, 9) osakkeiden myyjille tarkoitetut ohjeet tarjoukseen vastaamiseksi ja selvitys menettelystä, miten osakkeet luovutetaan tarjottua vastiketta vastaan, 10) tarjouksen tekijän kohdeyhtiön tulevaa toimintaa koskevat suunnitelmat,[108] 11) kohdeyhtiön johtajille mahdollisesti tarjottavat erityisedut, 12) kaikki ostotarjoukseen tai kohdeyhtiön äänivallan

---

[102] Amended proposal Art. 17. Ks. myös *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 224 s.

[103] Tarjouksen sisältöä tarkastelee *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 196 ss. Ks. myös *Wymeersch* s. 47 s.

[104] Amended proposal s. 7.

[105] Lähipiirin määrittely on samanlainen kuin lunastusvelvollisuutta koskevassa säännöksessä, Amended proposal Art. 10 e-kohta.

[106] Tarjouksen tekijän tulee osoittaa, että tarjottu vastike on hänen käytettävissään olipa se sitten käteistä rahaa tai arvopapereita. Vaihtotarjoukseen liittyvien arvopaperien tulee olla joko jo olemassaolevina hänen käytettävissään tai hänen tulee osoittaa ryhtyneensä toimiin yhtiökokouksen koollekutsumiseksi päättämään tarpeellisesta osakepääoman korotuksesta. Amended proposal Art. 10 g-kohta.

Lisäksi tarjouksen tulee sisältää selvitys tarjouksen vaikutuksesta tarjouksen tekijän ja jos mahdollista myös kohdeyhtiön velkaantumiseen. Amended proposal Art. 10 ga-kohta.

[107] Tarjouksen peruuttamismahdollisuutta on rajoitettu 13. artiklassa, josta enemmän jäljempänä.

[108] Erityisesti tulee ilmoittaa onnistuneen tarjouksen vaikutuksista kohdeyhtiön varallisuuden käyttöön, sen liiketoiminnan jatkuvuuteen, kohdeyhtiötä ja sen määräysvallassa olevia muita yhtiöitä koskevat rakenteelliset muutossuunnitelmat, kohdeyhtiön hallituksen nykyisten jäsenten aseman säilymisestä, työvoimatarpeeseen jatkossa, työntekijöiden asemaan ja oikeuksiin ja kohdeyhtiön osakkeiden noteeraukseen sekä osingonjakopolitiikkaan. Amended proposal Art. 10 l-kohta. Tätä säännöstä laajennettiin huomattavasti parlamenttikäsittelyn yhteydessä, ks. Amended proposal s. 8.

käyttämiseen liittyvät sopimukset, joissa tarjouksen tekijä on joko osapuolena tai joista hän on tietoinen. Lisäksi tarjouksesta tulee ilmetä kaikkien tarjouksen tekijän lähipiiriin luettavien osakkeenomistajien henkilöllisyys. Jos tarjouksen tekijä toimii omissa nimissään mutta jonkun toisen puolesta, on ilmoitettava tätä todellista tarjouksen tekijää koskevat em. tiedot. Jos vastikkeeksi tarjotaan arvopapereita, on ilmoitettava niiden arvioinnissa tarpeelliset tiedot. Valvontaviranomainen voi vaatia tarjousasiakirjaan tarpeelliseksi katsomiaan lisätietoja. Se voi myös myöntää poikkeusluvan jonkin tai joidenkin tietojen jättämiseen pois tarjouksesta, jos tällaista tietoa ei voida hankkia ajoissa tai ilman huomattavia kustannuksia taikka sitä ei pidetä välttämättömänä osakkeenomistajien tai työntekijöiden suojaamisen kannalta.[109]

Kunkin jäsenmaan tulee omassa lainsäädännössään huolehtia siitä, että tarjouksen voimassaoloajan tulee olla vähintään neljä viikkoa, eikä se toisaalta saa olla pidempi kuin kymmenen viikkoa tarjousasiakirjan julkistamisesta. Tarjouksen voimassaoloaikaa ei saa myöskään ilman valvontaviranomaisen lupaa muuttaa muutoin kuin muutettaessa tarjousehtoja tai kilpailevan tarjouksen vaikutuksesta kuten jäljempänä todetaan.[110]

6.2. Tarjouksen julkistaminen

Ostotarjouksen tekijän tulee välittömästi päätettyään ostotarjouksen tekemisestä a) tiedottaa asiasta toimivaltaiselle valvontaviranomaiselle, b) ilmoittaa kohdeyhtiön hallitukselle aikeestaan ja c) tämän jälkeen julkistaa päätös yleisölle eräänlaisena ennakkotiedotteena.[111] Näiden velvollisuuksien täyttämisen jälkeen tarjouksen tekijän tulee välittömästi laatia tarjousasiakirja ja julkistaa se. Ennen julkistamista se tulee kuitenkin esittää valvontaviranomaiselle tarkastettavaksi.[112] Tarjouksen tekijän päätöksellä tarkoitetaan asianomaisen maan yhtiölainsäädännön mukaista yhtiön toimivaltaisen elimen tekemää päätöstä. Esim. Saksassa päätöksen tekee normaalisti osakeyhtiön hallitus, mutta jos yhtiössä on hallintoneuvosto niin tiedottamisvelvollisuuden on katsottu syntyvän vasta tämänkin hyväksyttyä päätöksen.[113]

---

[109] Amended proposal Art. 10.

[110] Amended proposal Art. 12.

[111] Korjattuun direktiiviehdotukseen lisättiin velvollisuus etukäteisilmoituksen tekemisestä kohdeyhtiölle ja valvontaviranomaiselle. Lisäksi korostettiin tarjouksentekemispäätöksen riittävän laajaa julkistamista. Amended proposal s. 7.

[112] Amended proposal Art. 7. Säännöksen sanamuotoa on arvosteltu mm. siitä, että sen mukaan tietyt toimenpiteet tulee suorittaa välittömästi (»immediately») ja tietyt toimenpiteet tätä ennen. Miten jotakin voidaan tehdä ennen välittömän suoritusvelvollisuuden syntymistä? Tämän mahdottomuuden tuo esiin *Dine*, Company Lawyer 1991 s. 85.

[113] *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 203. Yleensähän julkisen ostotarjouksen tekeminen on myös tarjouksen tekijän kannalta niin merkittävä asia, ettei voida ajatella hallintoneuvoston jäsenten vasta tiedotusvälineistä huomaavan yhtiönsä toimeenpanemasta tarjouksesta.

Artiklassa 11 on säännelty ennakkotiedon ja varsinaisen tarjouksen julkistamistapa yksityiskohtaisesti. Direktiiviehdotus tarjoaa jäsenmaille kolme vaihtoehtoa kysymyksen sääntelemiseksi. Tiedotteet voidaan joko julkaista yhdessä tai useammassa sanomalehdessä, pitämällä tiedotteita osakkeenomistajille lehti-ilmoituksella ilmoitettavassa paikassa saatavilla tai lähettämällä tiedote kaikille rekisteröidyille osakkeenomistajille. Erilaiset tiedottamistavat ovat tarpeen, koska jäsenmaiden arvopaperimarkkinat ja osakeyhtiölait poikkeavat toisistaan rakenteeltaan. Käytössä saattaa olla haltijaosakkeita, rekisteröityjä osakkeita tai molempia. Englannissa on arvosteltu säännöstä liian väljäksi, koska se ei edellytä tiedotteen sen paremmin kuin tarjouksenkaan lähettämistä sellaisillekaan osakkeenomistajille, joiden osoite on tiedossa.[114]

Korjattuun direktiiviehdotukseen lisättiin säännös useassa jäsenmaassa samanaikaisesti tehtävään tarjoukseen liittyvästä tiedottamisesta. Sen mukaan tiedottamisen tulee tapahtua kussakin jäsenmaassa noudattaen siellä voimassaolevia säännöksiä. Tarjousasiakirja voidaan myös julkistaa jossakin jäsenmaassa myöhemmin kuin kohdeyhtiön kotimaassa.[115]

6.3. Kilpaileva tarjous [116]

Kilpailevalla tarjouksella tarkoitetaan jonkun toisen tekemää ostotarjousta sellaisen yhtiön osakkeista, joista joku toinen on jo tehnyt tai ilmoittanut aikovansa tehdä julkisen ostotarjouksen. Tällainen tarjous voi ehdoiltaan, esim. ostettavien osakkeiden määrän, hinnan tai muiden ehtojen osalta, poiketa alkuperäisestä tarjouksesta. Kilpailevaksi tarjoukseksi se katsotaan, jos se koskee saman kohdeyhtiön osakkeita ja julkistetaan ennen ensimmäisen tarjouksen vastaamisajan päättymistä. Direktiiviehdotuksen ostotarjousta koskevat säännökset soveltuvat luonnollisesti myös kilpailevaan tarjoukseen. Alkuperäisen tarjouksen tekijän kanssa yhteistoiminnassa olevia tai omissa nimissään, mutta tämän puolesta, toimivia on nimenomaisesti kielletty tekemästä kilpailevaa tarjousta ellei valvontaviranomainen erityisestä syystä myönnä lupaa tällaiseen menettelyyn.[117]

Kilpaileva tarjous pidentää automaattisesti alkuperäisen tarjouksen voimassaoloaikaa ellei tätä peruuteta. Tarjousajan pidennyksestä tulee tiedottaa samoin kuin itse tarjouksesta. Kilpailevan tarjouksen takia tulee myös olla mahdollista peruuttaa alkuperäiseen tarjoukseen annettu vastaus ja siten hyväksyä parempi kilpaileva

---

[114] *Mace* s. 33.

[115] Amended proposal Art. 11, kohta 1a.

[116] Ks. myös *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 207.

[117] Amended proposal Art. 20 3-kohta. Tällainen kielto on välttämätön, koska muutoin tarjouksen tekijän lähipiiriin kuuluva saattaisi näennäisesti kilpailevia tarjouksia esittämällä aiheuttaa sekaannuksia sekä osakkeenomistajien että valvontaviranomaisten piirissä. Toisaalta joissakin tapauksissa saattaa olla perusteltua tarvetta menetellä siten, että lähipiiriin kuuluva tekee (yleensä kuitenkin julkisesti) kilpailevan tarjouksen, joten poikkeusluvan myöntämismahdollisuuden olemassaolo on tarpeellista.

tarjous.[118] Jäsenmaat voivat lisäksi omassa lainsäädännössään rajoittaa kilpailevien tarjousten tekemismahdollisuutta, jotta ne eivät kohtuuttomasti estä kohdeyhtiön tai arvopaperimarkkinoiden toimintaa.[119]

6.4. Tarjouksen ehtojen muuttaminen

Tarjouksen ehtoja voi muuttaa milloin tahansa tarjousajan kuluessa lukuunottamatta viimeistä voimassaoloviikkoa. Muutokset sisältävä asiakirja tulee julkistaa samalla tavoin kuin itse tarjous. Valvontaviranomaisella on muutoksiin samanlainen ennakkotarkastusoikeus kuin itse tarjoukseenkin.[120] Tarjouksen voimassaoloaika pitenee samalla automaattisesti yhdellä viikolla ja tarjoukseen jo aiemmin vastanneille tulee varata mahdollisuus vastata uuteen tarjoukseen.[121]

Halutessaan jäsenmaat voivat lisäksi omaksua tarpeelliseksi katsomansa sääntelyn estääkseen jatkuvan tarjousehtojen muuttamisen aiheuttaman tarpeettoman häiriön arvopaperimarkkinoille ja kohdeyhtiön toiminnalle. Kohdeyhtiön toimintamahdollisuuksiahan on huomattavasti rajoitettu tarjouksen voimassaoloaikana.[122]

Jos tarjouksen tekemistä koskevan ennakkoilmoituksen julkistamisen ja tarjouksen voimassaoloajan päättymisen välisenä aikana tarjouksen tekijä tai tämän lähipiiriin kuuluva on hankkinut osakkeita tarjousta edullisemmilla ehdoilla, tulee näiden ehtojen olla voimassa myös tarjoukseen vastanneisiin nähden. Jäsenmaiden tulee omassa lainsäädännössään taata tämän säännöksen tehokkuus.[123]

6.5. Tarjouksen peruuttaminen[124]

Sen jälkeen kun tarjous on julkistettu, se voidaan peruuttaa tai julistaa mitättömäksi ainoastaan erityisten syiden nojalla. Tällaisia syitä ovat: a) kilpailevan tarjouksen ilmaantuminen markkinoille, b) yhtiökokouksen kieltäytyminen myöntämään vastikkeeksi aiottujen tarjouksen tekijän omien osakkeiden liikkeellelaskemiseen tarvittavia valtuuksia, c) vastikkeeksi tarjottujen muiden arvopapereiden suunnitellun pörssinoteerauksen estyminen, d) tarjouksen kohteena olevien osakkeiden hankkimiseen tarpeellisen oikeudellisen tai hallinnollisen luvan saannin estyminen, erityisesti, jos hankintaan vaaditaan fuusiovalvontaviranomaisten lupa, e) tarjouk-

---

[118] Amended proposal Art. 20 5-kohta. Tältä osin jäsenmaat voivat myös noudattaa omaa lainsäädäntöään, jos siinä ei ole sallittu tarjoukseen annetun vastauksen peruuttamista. Amended proposal Art. 20 7-kohta. Säännöksen perusteluissa kuitenkin korostetaan kilpailevien tarjousten hyödyllisyyttä kohdeyhtiön osakkeenomistajien kannalta, Amended proposal s. 11.

[119] Amended proposal Art. 20 6-kohta.

[120] *Dine*, Company Lawyer s. 86.

[121] Amended proposal Art. 15.

[122] Amended proposal Art. 15 ja sen perustelut s. 10. Englannissa on kiinnitetty huomiota jatkuvasti uudistettujen tarjousten mahdollistamaan »kiusanteko»mahdollisuuteen. Mikäänhän ei estä tekemästä jatkuvasti uusia tarjouksia. Ks. *Mace* s. 33.

[123] Amended proposal Art. 16.

[124] Ks. myös *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 203 ss.

sessa asetetun valvontaviranomaisen hyväksymän ehdon toteutumatta jääminen. Valvontaviranomainen voi erityisistä syistä sallia tarjouksen peruuttamisen, jos sen toteuttaminen tarjouksen osapuolista riippumattomattomasta syystä olisi käynyt mahdottomaksi.[125]

7. Kohdeyhtiön toimintaa rajoittavat säännökset [126]

Kohdeyhtiön puolustautumismahdollisuuksia rajoitetaan artiklassa 8. Tarjouksen voimassaoloaikana yhtiön hallitus ei saa toimeenpanna osakeantia[127] tai laskea liikkeeseen osakkeiden saantiin oikeuttavia arvopapereita, eikä ryhtyä yhtiön varoihin ja velkoihin nähden olennaisiin liiketoimiin ilman valvontaviranomaisen perusteltua lupaa eikä myöskään hankkia yhtiön omia osakkeita.[128] Säännöksellä on pyritty estämään tarjouksen torjuminen esim. tekemällä huonoja liiketoimia tai myymällä yhtiön merkittävin ja siten ostajaa kiinnostava omaisuus (engl. ns. »crown jewels») tai tekemällä johtoelinten jäsenten kanssa näille poikkeuksellisia etuja tarjoavia sopimuksia (engl. ns. »golden parachutes»). Hallitus saa kuitenkin kutsua yhtiökokouksen koolle päättämään mahdollisista puolustautumistoimista.[129] Yhtiökokous saa päättää mahdollisista puolustautumistoimenpiteistä vasta tarjouksen voimassaoloaikana, jolloin osakkeenomistajat ovat tietoisia tarjouksesta, ts. minkäänlaiset etukäteispäätökset eivät ole mahdollisia.[130]

Kohdeyhtiön hallituksen tulee lisäksi 14. artiklan mukaan esittää perusteltu mielipiteensä tarjouksesta. Tästä tiedotteesta tulee vähintään käydä ilmi onko kohdeyhtiön hallitus tehnyt jonkin sopimuksen tarjouksen tekijän kanssa ja kaikki hallituksen tiedossa olevat kohdeyhtiön osakkeiden äänivallan käyttämiseen liittyvät sopimukset sekä se, aikovatko hallituksen jäsenet itse omistamiensa osakkeiden osalta hyväksyä tarjouksen. Tiedote tulee julkistaa hyvissä ajoin ennen tarjousajan päättymistä samalla tavoin kuin varsinaisen ostotarjouskin. Tämän velvollisuuden laiminlyönti ei kuitenkaan vaikuta itse tarjouksen voimassaoloaikaan.[131]

---

[125] Amended proposal Art. 13.

[126] Laajemmin ks. *Peltzer* s. 208 ss. ja *Basaldua* s. 175 ss. teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer*. Ks. myös *Ebenroth—Schrupkowski* s. 383 s. ja *Wymeersch* s. 49 s.

[127] Tältä osin kattavien säännösten tarpeellisuutta osoittaa belgialaisen Société Générale de Belgique -yhtiön tapaus. Yhtiö torjui sitä uhanneen yritysvaltauksen suuntaamalla merkittävän määrän uusia osakkeita sen 99 %:sti omistamalle tytäryhtiölle. Emoyhtiö lainasi tytäryhtiölle osakemerkinnässä tarvittavat varat. Pian operaation jälkeen määräysvalta ko. tytäryhtiössä myytiin ystävällismieliselle taholle. Ks. *Holmes—de Bony* s. 38.

[128] Valvontaviranomaisen mahdollisuuksia antaa kohdeyhtiölle neuvoja ja määräyksiä tarkastelee *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 220 ss.

[129] Ks. *Peltzer* teoksessa *Assmann—Basaldua—Bozenhardt—Peltzer* s. 211 ss. Ehdotettu säännös muistuttaa pitkälti City Code'in vastaavia säännöksiä. Ks. johtajasopimusten osalta erityisesti City Code, Rule 25. Direktiiviehdotuksen vaikutuksesta kohdeyhtiön puolustautumismahdollisuuksiin ks. *Holmes—de Bony* s. 35 ss. ja erit. s. 38.

[130] Amended proposal Art. 8 perustelut s. 7.

[131] Amended proposal Art. 14.

Lähdeluettelo

Amended proposal for a thirteenth Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. COM(90) 416 final — SYN 186. Brussels, 10. September 1990. OJ C 240, 26. 9. 1990.

Assman, Heinz-Dieter—Basaldua, Nathalie—Bozenhardt, Friedrich—Peltzer, Martin: Übernahmeangebote. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Sonderheft 9. Berlin—New York 1990.

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990.

Barriers to takeovers in the European community, Volumes 1—3. A study by Coopers & Lybrand for the DTI. London: Her Majesty's Stationary Office 1989.

Berkovitch, Elazar—Khanna, Naveen: How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers. The Journal of Finance 1990 s. 137—156.

Bittner, Claudia: Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht. Die Verteidigung der Selbstregulierung durch den Panel on Takeovers and Mergers. Recht der Internationalen Wirtschaft 1992 s. 182—189.

Booz Allen -raportti. Report to the Commission of the European Communities, DGXV B-2 Direction Général — Institutions Financieres et Droit des Sociétés, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community, Executive Summary. January 1990.

Broms, Peter: EG:s förordning avseende kontroll av företagskoncentrationer. Institutet för Europeisk rätt vid Stockholms Universität, nr 6. Stockholm 1991.

Boyle, Tony: Barriers to Contested Takeovers in the European Community. The Company Lawyer 1991 s. 163—169.

Buijs, D.C.: The next step in European community harmonisation of company law: Regulation of public bids ? Leiden Journal of International Law, Vol. 2, No. 1, May 1989 s. 107—114.

Burgard, Ulrich: Die Offenlegung von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft. Die Aktiengesellschaft 1992 s. 41—55.

Burnside, Alec: Overcoming Barriers to European M & A. The Company Lawyer 1992 s. 19—25.

Christensen, Jan Schans: Contested Takeovers in Danish Law. A Comparative Analysis based on a Law and Economics Approach. Copenhagen 1991.

The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares. The Panel on Takeovers and Mergers, London. First loose leaf edition 1985. Third edition 25. 10. 1990, first release 28. 11. 1991.

Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council, COM (85) 310.

Depser, Ingrid: Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfarung. Recht der Internationalen Wirtschaft 1992 s. 351—361.

Dine, Janet: Company Law. London, Great Britain 1991; EEC: Proposed directive on takeovers. The Company Lawyer 1988 s. 56—58; The Proposal for a Thirteenth Directive on Takeovers. The Company Lawyer 1991 s. 83—89 ja The European Economic Interest Grouping (EEIG): Some Private International Law Issues. The Company Lawyer 1992 s. 10—15.

Downes, T. Anthony—Ellison, Julian: The Legal Control of Mergers in the EC. Exeter 1991.

Ebenroth, Carsten Thomas—Schrupkowski, Reiner: Die Abwehr von Unternehmensübernahmen in der Schweiz im Lichte europäischer Herausforderungen. Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft 1991 s. 319—466.

ETA, EY-säädössarja 6/1992. Rahoituspalvelut ja pääomien vapaa liikkuvuus ja *ETA, EY-säädössarja 12/1992.* Yhtiöoikeus. Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan talousalueen perustamiseen liittyvien sopimusten eräiden määräysten hyväksymisestä, HE 95/1992.

European Company and Financial Law: European Community Law-Text Collection / edited by *Klaus J. Hopt—Eddy Wymeersch.* Berlin—New York 1991. (European Company and Financial Law)

European Economic Interest Groupings. The EEC Regulation and its Application in the Member States of the European Community. Toim. *Dirk van Gerven ja Carel A. V. Aalders.* Kluwer 1990.

European Parliament: Legislative resolution embodying the opinion of the european parliament on the proposal from the commission to the counsil for a thirteenth directive on company law concerning takeover and other general bids. 1990.

Ffrench, H. Leigh: International Law of Take-overs and Mergers. The EEC, Northern Europe and Scandinavia. Connecticut USA 1986.

Forstmoser, Peter—Meier-Hayoz, Arthur—Mitarbeiter Peter Nobel: Einführung in das schweizerische Aktienrecht. Bern 1980.

Geßler, Jörg H.: Aktiengesetz mit dem »Dritten Buch des HGB» (§§ 238—335 HGB) u. a. Frankfurt 1990, Kommentator Verlag. (jatkuvatäydenteinen ajantasateos)

Gower, L.C.B.: Gower's Principles of Modern Company Law. With contributions from D.D. Prentice and B.G. Pettet. Fifth Edition. Sweet & Maxwell, London 1992.

Hahn, Dieter: Takeover rules in the European community: An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules. International Review of Law and Economics 1990 s. 131—148.

Hauschka, Christoph E.—Roth, Thomas: Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht. Die Aktiengesellschaft (AG) 1988 s. 181—196.

HE 95/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan talousalueen perustamiseen liittyvien sopimusten eräiden määräysten hyväksymisestä. ETA hallituksen esitys, ETA-sopimuksen sisältö ja vaikutukset.

Hennes, Markus: Festung Deutschland. Wie sich Banken, Versicherungen und Grosskonzerne erfolgreich gegen unerwünschte Eindringlinge abschotten. WirtschaftsWoche Nr. 51, 13. 12. 1991 s. 140—143.

Hertslet, Michael: Neuordnung der französischen Börsenrechts durch das Gesetz vom 2. August 1989. Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 284—291.

Von Herzen, Hannu: Sopimusneuvottelut. Helsinki 1983.

Hirn, Wolfgang: Hohe Temperatur. Zwei Studien drängen die EG zum Abbau von Takeover-Barrieren. WirtschaftsWoche Nr.1/2 5. 1. 1990 s. 104—108.

Holmes, Garrick—de Bony, Elizabeth: EC Commission Trains its Guns On Corporate Takeover Defenses. The Journal of European Mergers & Acquisitions 1990, Vol. 2/no. 5 s. 35—39.

Hommelhof, Peter—Kleindiek, Detlef: Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht. Die Aktiengesellschaft (AG) 1990 s. 106—111.

Immenga, Ulrich: Vertragliche Vinkulierung von Aktien? Die Aktiengesellschaft (AG) 1992 s. 79—83.

Immonen, Raimo: Fuusion verokohtelu. Jyväskylä 1992.

Johnston, Sir Alexander: The City Take-over Code. Oxford 1980.

De Jong, Henry W.: The Takeover Market in Europe: Control Structures and the Performance of Large Companies Compared. Review of Industrial Organisation. Netherlands 1991 s. 1—18.

Joutsamo, Kari: Euroopan yhteisö • Eurooppaoikeus. Helsinki 1991.

Juurela, Teuvo: Yhtiöoikeus ja EY. EY-juridiikka 8. Helsinki 1991.

KM 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikauppakomitean II osamietintö ja *KM 1991:48.* Yhdentyvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö.

Kreps, David M.: A course in microeconomic theory. Cambridge 1990.

Loritz, Karl-Georg—Wagner, Klaus-R.: Das »Zwangsübernahmeangebot» der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht. Zeitschrift für Wirtschafts-und Bankrecht. Wertpapier mitteilungen 1991 s. 709—722.

Lutter, Marcus: Europäisches Unternehmensrecht. 1991; Zur Treuepflicht des Großaktionärs. Juristenzeitung 1976 s. 225—233 ja Die Treupflicht des Aktionärs. Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 1989 s. 446—471.

Mace, Dan C.: The Takeover Directive. The Law Society´s Standing Committee on Company Law, Conference on Recent Developments in Company Law — 25. 11. 1991 — Speakers´ Papers s. 24—34.

Maeijer, J.M.M.—Geens, K. (editors): Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the Common Market. The Netherlands 1990.

Mayson, Stephen W.—French, Derek—Ryan, Christopher L.: Mayson, French & Ryan on Company Law. 1990—91 Edition. Exeter, Great Britain 1990.

Von Nick, Andreas: Die Regelung öffentlicher Übernahmeangebote. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1991 s. 859—882.

Nuolimaa, R.O.: Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta. LM 1989 s. 1—9.

Opinion of the Economic and Social Committee on the Commion´s Proposal for a Thirteenth Council Directive on company law concerning Takeover and Other General Bids. (Doc. COM(88) 823 final) (Rapporteur: Mr. Drago) European Communities, Economic and Social Committee 27. 9. 1989. CES(89) 298. OJ C 298, 27. 11. 1989 ja*Opinion of the Economic and Social Committee on the amended proposal* for a 13th Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. (Doc. COM(90) 416 final) (Rapporteur: Mr Tyrie) European Communities, Economic and Social Committee 28. 2. 1991. CES(91) 277. Series: ESC Opinions and reports.

Palmer's Company Law. Principle Editor Geoffrey Morse with Speacialist Editors Paul L. Davies, Ian Fletcher, John L. Powell, Richard Morris, David A. Bennet, Michael Bridge, Judith Freedman, Eva Lomnicka, Christopher Ryan, David Milman, Margarita Sweeney-Baird, John Usher, Keith Walmsley, David Williams, Stephen Bailey. Twenty-fifth Edition. Sweet & Maxwell, London — W. Green, Edinburgh 1992. Great Britain. Release 46: 16 — xii - 91 (Jatkuvatäydenteinen kuusiosainen ajantasateos).

Parkinson, Chris: Hostile Takeover Bids and Shareholder Wealth: Some UK Evidence. European Management Journal 1991 s. 454—459.

Pelzer, Martin: Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland. Möglichkeiten und Hindernisse. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1989 s. 69–79.

Pombo, Fernando: Chapter 11, Spain. Teoksessa International M&A Law. Euromoney Books and The International Financial Law Review. Bath, England 1991.

Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Presented to the Council by the Commission on 19 January 1989. COM(88) 823 final. OJ C 64, 14. 3. 1989 ja Bulletin of the European Communities, Supplement 3/89.

Pöyhönen, Juha: Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Vammala 1988.

Ramberg, Jan: Allmän avtalsrätt. Stockholm 1991.

Report drawn up on behalf of the Committee on Legal Affairs and Citizens´ Rights on the proposal from the Commission to the Counsil for a thirteenth directive on company law concerning takeover and other general bids (COM(88) 823 final — Doc. C 3-57/89). Rapporteur Nicole Fontaine. European Parliament, Session Documents 1989.

Report on Takeover and Other Bids. Commission Doc./XI/56/74-E. Brussels. (ns. Penningtonraportti)

Rissanen, Kirsti: Yritykset ja kansainvälinen yhteisö. Teoksessa Euroopan integraatio ja Suomen oikeus. Toim. Seppo Laakso. Jyväskylä 1991 ja Ongelmallinen viides yhtiödirektiivi. LM 1992 s. 168—172.

Rissanen, Kirsti - Korah, Valentine: EY:n ja Suomen kilpailuoikeus. Jyväskylä 1991.

Räihä, Henrik: Börslagstiftningen i EG. Festskrift utgiven i anledning av Juristklubben Codex' 50-års jubileum: Europeisk rätt i utveckling. Helsingfors 1990.

Schmidt, Karsten: Gesellschaftsrecht. München 1991.

Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta I. Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin. Defensor Legis 1991 s. 662—699; Julkisesta ostotarjouksesta II. Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä. Defensor Legis 1992 s. 251—279 ja Julkisesta ostotarjouksesta III. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä. Defensor Legis 1992 s. 643—674.

Snaith, Ian: The City Code in 1989: creativity and it´s limits. The Company Lawyer 1990 s. 98 s.

Takeover bids code. International Business Lawyer 1992 s. 313.

Takeovers/EC/UK: Continuing unease with Directive. Business Law Brief. January 1991 s. 10—11.

Taxell, Lars Erik: Avtal och rättskydd. Acta Academiae Aboensis, ser. A. Vol. 43. Åbo 1972.

The European financial common market. European documentation 1989. Luxembourg.

Toiviainen, Heikki: Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Jyväskylä 1992.

Tolley´s Company Law. Edited by Stephen Barc and Nicholas Bowen. Trowbridge, Wiltshire, Great Britain 1990. Issue 8, June 1992. (Jatkuvatäydenteinen ajantasateos).

Ughi, Giovanni: Positive incentives for investment. International Corporate Law, April 1992 s. 16—19.

Watter, Rolf: Unternehmensübernahmen. Kontrolwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände. Zürich 1990.

Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers. By Laurence Rabinowitz. Consulting Editor M.A.Weinberg, Taxation Editor J.O. Dick, Accountancy Editor R.R. Montgomerie, European Editors Jeremy Lever, Q.C. and Paul Lasok. Fifth Edition. Sweet & Maxwell, London 1989. Release 5: 9 - xii - 91 (Jatkuvatäydenteinen kaksiosainen ajantasateos).

Werlauff, Erik: Selskabsmasken — loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten. København 1991.

Woolridge, Frank: Company Law in the United Kingdom and the European Community. Its Harmonisation and Unification. London, Great Britain 1991.

Wymeersch, Eddy: Securities Regulation at the Level of the European Community. Helsinki 1989. (Wymeersch) ja The mandatory takeover bid. A critical view. (monistettu esitelmä) Nordic Seminar on European Financial Integration, Hanasaari, Helsinki 27.—28. 4. 1992. (Wymeersch, Mandatory bid)

[Artikkeli 5]

LUNASTUSVELVOLLISUUDEN TIUKENTAMISESTA

(Lakimies n:o 2 1993 s. 161–194)

Lakimies 2/1993 s. 161—194

Matti J. Sillanpää

Lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta

1. Johdanto

1.1. Arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännöksestä

Arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännöksen ollessa melko väljä[1] saattaa käytännössä esiintyä halua tavalla tai toisella tiukentaa säännöksiä ja siten turvata yhtiön osakkeenomistajan asema sellaisen tilanteen varalta, jossa joku hankkii määräysvaltaan riittävän määrän[2] osakkeita, muttei ole halukas eikä pelkästään lain perusteella velvollinen lunastamaan muiden osakkeita. Julkista ostotarjousta sääntelemään tarkoitetussa EY:n 13. yhtiöoikeudellisessa direktiiviehdotuksessa on myös omaksuttu melko väljä sääntely, mutta on samanaikaisesti todettu kunkin jäsenmaan voivan omassa lainsäädännössään ottaa käyttöön tiukemmat säännökset.[3] Eri maiden arvopaperimarkkinat eroavat niin paljon toisistaan, ettei jollekin maalle ehkä soveltuva tiukka sääntely sovellu kaikille. Samalla tavoin voidaan ajatella oman lainsäädäntömme muodostavan vähimmäissääntelyn, jota sitten eri yhtiöt voivat halutessaan tiukentaa joko lunastusrajan, lunastushinnan tai muun lunastusvelvollisuuteen liittyvän seikan osalta omassa yhtiöjärjestyksessään. Jollekin yhtiölle (tai oikeastaan sen omistajille) voi esimerkiksi jo 30 %:n omistus- tai äänivaltaosuuden jälkeen syntyvä lunastusvelvollisuus olla sopiva ja jollekin toiselle voi 50 %:n tai 2/3:n lunastusraja olla hyvä.[4] Arvopaperimarkkinalaissa valittu lu-

---

[1] Lunastusvelvollisuus syntyy arvopaperimarkkinalain (495/1992, jälj. lyh. AML) 6 luvun 2 §:n mukaan vasta jonkun osakkaan hankittua yli 2/3:n äänimäärän tuottavat osakkeet. Lunastusvelvollisuus on lisäksi haluttaessa melko helppo välttää käyttämällä apuna lähipiiriin kuuluvia henkilöitä. Myös lain lunastushintaa koskevat määräykset (kahden kuukauden keskimääräinen hinta) johtavat usein epätyydyttävään lopputulokseen.

Ks. AML 6:2:sta laajemmin *Sillanpää*, DL 1992 s. 662 ss.

[2] Joissakin yhtiöissä määräysvaltaan saattaa riittää melko pieni äänimäärä, esim. 20 tai 30 % koko äänimäärästä, jos vain harvat osakkeenomistajat käyvät yhtiökokouksessa tai jos muiden osakkaiden omistusosuudet ovat pieniä eikä näillä ole mitään yhteistä toimintalinjaa.

[3] Explanatory memorandum, kohta 12, *Supplement 3/1989* s. 6. Ks. yleisesti em. 13. direktiiviehdotuksesta *Sillanpää*, LM 1992 s. 1105 s. ja erityisesti lunastusvelvollisuudesta s. 1122 ss.

[4] Osakkeenomistajat saattavat ajatella, että mahdollisessa valtaustilanteessa osakkeen hinta määräysvallan kannalta ratkaisevasta osake-erästä voi muodostua korkeammaksi, jos lunastusta ei ole pakko suorittaa tähän korkeaan hintaan. Toinen osakkeenomistaja saattaa arvostaa korkean hinnan mahdollisuutta ja olla sen vuoksi valmis kantamaan siihen samalla sisältyvän riskin, että

nastushinnan määrittelytapa[5] muodostaa perustan, mutta hinta voidaan, kuten kansainvälinen vertailu osoittaa, määritellä monella muullakin tavalla. Yhtiöjärjestykseen voitaisiin ajatella otettavaksi määräys, jonka mukaan jnkun osakkeenomistajan hankkiessa lunastusmääräyksen mukaisen rajan ylittävän määrän osakkeita, tulisi hänen tällöin määräykseen otettujen ehtojen tarkemmin määräämällä tavalla tarjoutua lunastamaan muiden osakkeet.[6] Toisaalta myös lunastushinnan osalta voitaisiin ajatella vähemmistölle lakimääräistä paremmat edut turvaavaa määräystä, jonka mukaan lunastushinnan tulisi olla esimerkiksi korkein lunastusvelvollisen hankkimistaan osakkeista maksama hinta.

Erityisesti yhtiön suurosakkeenomistaja voi pelätä vaikutusvaltansa vähenevän ja sijoituksensa arvon laskevan, jos joku hankkii määräysvallan tuottavat osakkeet muilta osakkeenomistajilta.[7] Turvatakseen oman sijoituksensa arvon saattavat yhtiössä määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat pyrkiä tiukentamaan säännöksiä arvopaperimarkkinalaissa oleviin lunastusvelvollisuussäännöksiin nähden joko lunastusvelvollisuusrajaa alentamalla tai lunastushinnan määräytymistapaa muuttamalla taikka muulla tavoin. Vähemmistön suojana määräys, joka tarjoaisi jäljelle jääneille osakkeenomistajille mahdollisuuden luopua osakkeistaan kohtuullisin eh-

---

juuri hänen osakkeitaan ei tuollaisessa tilanteessa myydäkään korkeaan hintaan, vaan hän joutuu tyytymään ehkä paljonkin alhaisempaan hintaan toisen osakkeenomistajan puolestaan arvostaessa mahdollisuutta saada yritysvaltaustilanteessa osakkeistaan kohtalaisella varmuudella hyvä, vaikkakaan ei paras mahdollinen, hinta.

5 AML:n uudistusesityksessä ei ehdoteta lunastusrajaa koskevia säännöksiä muutettavaksi, vaan muutos julkisen ostotarjouksen ja lunastusvelvollisuuden osalta koskee eräitä niihin liittyviä yksityiskohtia, kuten lunastusmenettelyä ja lunastusvelvollisuuden syntymistä osakkeenomistajien toimiessa yksissä tuumin. Ks. *HE 318/1992* s. 37 s.

6 Ruotsissa eräs pörssinoteerattu osakeyhtiö (Sandvik Aktiebolag) on ottanut yhtiöjärjestykseensä (§ 7) tämäntyyppisen lunastusvelvollisuuslausekkeen. Sen mukaan osakkeenomistaja, jonka hankkimien osakkeiden äänimäärä ylittää 1/3:n tai 50 %:a yhtiön kokonaisäänimäärästä, on velvollinen toisen osakkeenomistajan pyynnöstä lunastamaan tämän osakkeet joko lunastuksen kohteena olevan osakesarjan keskimääräiseen pörssikurssiin tai korkeimpaan lunastusvelvollisen hankkimistaan osakkeista maksamaan hintaan osakelajista riippumatta. Lunastushinta on näistä kahdesta korkeampi tarkasteluajanjakson ollessa lunastusvelvollisuuden syntymistä edeltävät kuusi kuukautta. Lisäksi lausekkeessa on yksityiskohtaisesti määritelty lunastusmenettelyn kulku ym. ja vaikeutettu tämän yhtiöjärjestysmääräyksen muuttamista edellyttämällä 3/4 enemmistöä annetuista äänistä ja edustetuista osakkeista.

Sandvik Ab tiedusteli arvopaperimarkkinoihin liittyvistä kysymyksistä suosituksia antavalta elimeltä (Aktiemarknadsnämnden) onko em. yhtiöjärjestysmääräys hyvän pörssitavan mukainen vai ei. Lausunnossaan tämä totesi lunastusvelvollisuussäännösten olevan yleisiä ulkomailla ja lakimääräisen lunastusvelvollisuuden aikaansaamisen olevan parhaillaan pohdittavana. Määräystä ei pidetty hyvän pörssitavan vastaisena, mutta toisaalta lautakunta huomautti tällaisen määräyksen voivan vaikuttaa myös negatiivisesti yhtiöön ja sen osakkeenomistajiin, koska se voi heikentää osakkeiden likviditeettiä ja vaikuttaa osakkeen hinnanmuodostukseen vaikeuttaessaan määräysvallan hankkimista. Vaikutuksia on hyvin vaikeata arvioida ennakolta. Ks. *Aktiemarknadsnämndens uttalande 1992:6*, lausunto on julkaistu esim. Balans 8—9/1992 s. 59—64.

7 Tällainen suurosakkeenomistajille tyypillinen pelko perustuu siihen, että muut osakkeenomistajat myyvät osakkeensa »valtaajalle» korkeaan hintaan, vaikka ovat vakuuttaneet olevansa niitä myymättä. Osakkeen hinta yleensä laskee huomattavasti valtaajan saatua enemmistön ja näin jäljelle jäänyt suurosakkeenomistaja ei enää saa osakkeistaan mielestään riittävää vastiketta ja lisäksi yhtiön luonne saattaa olennaisesti muuttua.

doin, olisi tehokas lisä osakeyhtiölain muille vähemmistönsuojasäännöksille.[8] Vähemmistöosakkaan kannalta on yleensä samantekevää suorittaako lunastuksen yhtiö itse vai enemmistöosakkeenomistaja.

1.2. Lunastusvelvollisuussäännöksen tehokkuusongelmista

Lunastusvelvollisuussäännökseen, olipa kyseessä sitten arvopaperimarkkinalain mukainen tai sitä ankarampi säännös, liittyy aina, ellei äänivallan käyttöä jollakin säännöksellä tai määräyksellä estetä, se käytännön heikkous, että lunastusvelvollinen saa määräysvallan yhtiössä vaikka laiminlöisi lunastuksen. Lunastusvelvollisen pakottaminen oikeusteitse lunastustukseen on joka tapauksessa hidas menettely. Lunastukseen oikeutetun vihdoin saadessa täytäntöönpano–kelpoisen tuomion ei lunastusvelvollisella ehkä enää ole varoja lunastuksen suorittamiseen. Lisäksi kohdeyhtiön osakkeiden arvo saattaa laskea merkittävästi heti lunastusvelvollisen saavuttaessa määräysvallan tai suurehkojen osake-erien myynti voi tällaisessa tilanteessa olla vaikeaa. Määräysvaltaa kohdeyhtiössä käyttävä lunastusvelvollinen voi samaan aikaan suorittaa yhtiössä merkittäviä, kenties sen elinkelpoisuuden kannalta ratkaisevia, toimenpiteitä. Ne saattavat alentaa yhtiön arvoa tai jopa tuhota sen kokonaan. Kohdeyhtiön varallisuutta tai sille tärkeitä tuloatuottavia liiketoimintoja voidaan myös siirtää lunastusvelvollisen lähipiiriin kuuluville. Jotta lunastusvelvollisuus olisi myös käytännössä tehokas, sen tulisi taloudellisin keinoin »pakottaa» lunastusvelvollinen suorittamaan lunastus »vapaaehtoisesti.»

Jos määräysvallan tuottavat osakkeet hankkinut ei voisi käyttää osakkeisiin liittyvää äänivaltaa ennen lunastustarjouksen tekemistä ja lunastuksen toimeenpanoa,[8a] vältettäisiin edellä mainitut lunastuksen laiminlyöntiin liittyvät epäkohdat, koska silloin lunastusvelvollinen ei voisi ainakaan vahingoittaa kohdeyhtiötä ennen muiden osakkeenomistajien osakkeiden lunastusta. Toisaalta, jos lunastusvelvolliseksi tulleella osakkaalla on tavoitteena määräysvallan saaminen kohdeyhtiössä, on todennäköistä, että lunastus toimeenpannaan asianmukaisesti. Yleensähän yritysvaltauksen kiihkeimpinä hetkinä valtaajan rahoitusresurssit ovat kohtuullisen hyvät, mutta valtauksen pitkittyessä (ja mutkistuessa) myös rahoitus saattaa aiheuttaa ongelmia. Lunastusvelvollisen hankkimiin osakkeisiin liittyvän äänivallan käyttäminen voitaisiin estää ainakin yhtiöjärjestykseen otettavan lunastus- tai suos-

---

[8] Tätä korostavat tanskalaiset *Werlauff ja Nørgaard*, s. 82 s., »... hvor en minoritet er blevet sat uden for indflydelse og er uden del i de givtige poster. ... og derfor er det måske rigtigere fra begyndelsen at give den enkelte ret til udtræden, således at vedkommende har ikke blot pligt, men også ret til at blive indløst, ...»

[8a] Norjan arvopaperikauppalaissa (Verdipapirhandelloven 14. 6. 1985 nr. 61) on juuri tällainen säännös, kun sen 5 C §:n 2 kohdassa todetaan, että lunastusvelvollisuuden laiminlyönyt osakkeenomistaja voi käyttää ainoastaan osakkeeseen liittyviä varallisuuspitoisia oikeuksia (voitonjako ja merkintäoikeus), ellei enemmistö muista osakkeenomistajista myönnä lupaa muiden oikeuksien, mm. äänioikeuden käyttämiseen. Ks. *Christiansen – Bjørland* s. 113 ss. ja *Christiansen* s. 956 sekä *Ot prp nr 53 (1988—89)* s. 25.

tumuslausekkeen avulla taikka mahdollisesti ottamalla yhtiöjärjestykseen muita ehdollisia rajoituksia lunastusvelvollisen hallussa oleviin osakkeisiin liittyvän äänioikeuden käyttämiselle.

Eräs tapa lunastusvelvollisuuden tehostamiseen on osakassopimus.[9] Sopimuksen osapuolet voivat sitoutua tietyin edellytyksin ja tietyin ehdoin lunastamaan toisen sopijapuolen osakkeet. Osakassopimuksen osalta ongelma on toisaalta siinä, että se sitoo ainoastaan sopimuksen osapuolia toisiinsa nähden, muttei suhteessa yhtiöön.[10] Vaikka yhtiökin erikseen sitoutuisi noudattamaan osakassopimusta, jää ongelmaksi toisaalta se, ettei käytännössä esimerkiksi laajaomistuspohjaisessa pörssiyhtiössä ole mahdollista tehdä kaikkien osakkeenomistajien kanssa sopimusta. Osakkeilla käydään jatkuvasti kauppaa eikä sopimus kuitenkaan sitoisi uutta osakasta. Tällaisessa tilanteessa, jos merkittävä määrä osakkeita on sopimuksen ulkopuolella olevien pienosakkaiden hallussa, ulkopuoliselle sijoittajalle jää mahdollisuus hankkia osakkeita — vähitellen ehkä suurikin määrä. Jos lunastusvelvollisuus voitaisiin sisällyttää yhtiöjärjestykseen, niin silloin se periaatteessa koskisi kaikkia osakkeenomistajia samaan tapaan kuin esimerkiksi suostumus- tai lunastuslauseke. Tulkintaongelmana on kuitenkin se, voidaanko yhtiöjärjestysmääräyksellä rajoittaa näin merkittävästi osakkeenomistajan toimintavapautta[11] ja jos voidaan, niin miten määräyksen laiminlyövä osakkeenomistaja voidaan myös käytännössä tehokkaasti velvoittaa sitä noudattamaan.

Osakkeenomistajat saattavat pyrkiä välttämään lunastusvelvollisuutta myös siten, että omistus hajautetaan kahden tai useamman erillään olevan osakkeenomistajan haltuun, joista mikään ei yksin omista lunastusrajan ylittävää määrää osakkeita. Erilliset osakkeenomistajat saattavat kuitenkin olla keskenään joko osakassopimuksella tai muutoin sopineet kohdeyhtiön asioiden hoidosta tai yhdenmukaisesta käyttäytymisestä osakkeita hankittaessa tai luovutettaessa. Ellei tällaista yhteistoimintaa otettaisi huomioon lunastusvelvollisuussäännöstä sovellettaessa, ei säännöksellä olisi juurikaan käytännön merkitystä lunastusvelvollisen pyrkiessä välttämään lunastusvelvollisuuden syntymisen.[12] Useimmissa vastaavissa ulkomai-

---

9 Osakassopimuksista yleisesti ks. esim. *Kyläkallio* DL 1991 s. 137 ss., *Huttunen*, lausunto ja *Nuolimaa*, esitelmä sekä *Kansmark—Roos*. Laajoja tutkimuksia osakassopimuksista ovat esim. ruotsalainen *Carl Martin Roosin* väitöskirja, tanskalainen *Werlauffin ja Nørgaardin* teos sekä englantilainen *Stedmanin ja Jonesin* teos.

10 Jonkun osakassopimuksen osapuolen myydessä sopimuksen vastaisesti osakkeensa, on siirronsaajalla katsottu olevan oikeus käyttää osakkeisiin perustuvaa äänivaltaa ja saada osakkeet merkityksi osakasluetteloon. *HE 27/1977* s. 29 ja esim. *Huttunen* s. 22. Sopimuksen rikkonut osapuoli on ainoastaan velvollinen maksamaan sovitun sopimussakon tai muun vahingonkorvauksen, mutta osakekauppa siis jää päteväksi. Osakassopimuksen tehokkuutta voidaan tosin lisätä tallettamalla sopimuksen kohteena olevat osakkeet kolmannen haltuun tai muilla vakuusjärjestelyillä.

11 Toisaalta, kuten esim. *Olsson*, s. 174, toteaa, yhtiön osakkeenomistajalla ja myös tulevalla osakkeenomistajalla on mahdollisuus tutustua yhtiöjärjestykseen eikä tämä siten voi vedota tietämättömyyteensä sen määräyksistä. Näin ollen tämä on, kuten *Havansi*, Panttioikeus I s. 270, toteaa »velvollinen alistumaan hänen osakasasemaansa rasittavaan määräykseen, ...»

12 Lunastusvelvollisuudesta ja yhteistoiminnassa olemisen käsitteestä ks. *Sillanpää* DL 1992 s. 663 s.

sissa säännöksissä on kiinnitetty paljon huomiota tähän ns. »acting in concert» -tilanteeseen ja on katsottu jo löyhänkin yhteistoiminnan luovan lunastusvelvollisuuden, jos yhteistoiminnassa olevat yhdessä omistavat lunastusrajan ylittävän määrän osakkeita.[13] Mahdollisessa väärinkäytöstapauksessa väitetyn yhteistoiminnan näyttämiseen liittyvät suuret ongelmat on esimerkiksi Ranskassa tiedostettu ja säännöksiin on otettu määräys käännetystä todistustaakasta kolmessa tapauksessa, jolloin epäselvässä tilanteessa kysymyksessä katsotaan olevan lunastusvelvollisuuden luova yhteistoiminta, ellei yhteistoiminnasta epäilty muuta näytä. Tällainen tapaus on ensinnäkin, jos yhteistoiminnasta epäillään yhtiön pääjohtajaa, toimitusjohtaja tai hallitusta, toiseksi, jos epäilyn kohteena on yhtiön osakkuusyhtiö ja kolmanneksi, jos yhdensuuntaisesti ovat toimineet saman henkilön tai samojen henkilöiden omistamat yhtiöt.[14]

Erityisen ongelmalliseksi yhteistoiminnan osoittaminen muodostuu, jos määräysvaltaa tavoitteleva on sopinut esimerkiksi pankin tai pankkiiriliikkeen kanssa, että tämä ostaa osakkeita ja pitää ne tietyn ajan sitoutuen samalla myymään ne aikanaan jollekin kolmannelle tämän hyväksymälle tai määräämälle taholle.[15]

2. Osakkeen lunastuksesta

2.1. Erilaisista lunastustilanteista osakeyhtiölaissa

Osakeyhtiölaissa osakkeiden lunastustilanteet voidaan ryhmitellä sen mukaan onko yhtiöllä lunastusoikeus vai lunastusvelvollisuus, onko lunastajana osakkeet liikkeeseen laskenut yhtiö itse vai tämän emoyhtiö ja tilanteisiin, joissa lunastusoikeus tai -velvollisuus on toisella osakkeenomistajalla lunastuslausekkeen tai osakas-

---

[13] Englannin *City Code on Takeovers and Mergers* sisältää muiden maiden säännösten esikuvana jo pitkään olleen määritelmän asiasta, kohta Definitions, ks. esim. *Weinberg and Blank* s. 7029 (7-006), *Palmer´s Company Law* s. 4524 ss. (D-006). EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiiviehdotuksen mukaan lunastusvelvollisen omistamien osakkeiden lisäksi otetaan huomioon ne osakkeet, jotka ovat jonkun toisen hänen puolestaan toimivan tai hänen kanssaan yhteistoiminnassa olevan henkilön hallussa, art. 4 2a(a) »securities in which they have the life interest.»

[14] Ks. *Hertslet*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 288 s. Merkillepantavaa on näin ollen se, että ratkaisevaksi on asetettu tosiasiallinen tilanne eikä esim. muodollinen konsernisuhde. Saman omistajan hallitsemien yhtiöiden on katsottu tarkoittavan myös valtionyhtiöitä, jolloin lunastusvelvollisuusrajan osalta kaikkien valtionyhtiöiden ja valtion yhteiset osakeomistukset on laskettava yhteen.

Käännettyä todistustaakkasäännöstä on arvosteltu liian ankaraksi ja se on käytännössä aiheuttanut vaikeita ongelmia, ks. *Marquardt*, International Financial Law Review January 1990 s. 37.

[15] Osakkeita voidaan myös hankkia esim. asiakkaiden osakesalkkuihin ja aikanaan myydä samalle ostajalle kuin em. lunastusvelvollisuutta välttelevä yhteistyökumppanikin myy. Tällainen Ranskassa »reclassement» tai »portage» -sopimukseksi kutsuttu menettely on siellä luettu yhteistoiminnassa olemisen käsitteen piiriin kuuluvaksi, mutta sen ilmitulo on käytännössä sattumanvaraista. Ks. *Epstein—Deparis-Maze*, International Financial Law Review November 1991 s. 33 ja *Hertslet*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 288

sopimuksen nojalla.[16] Arvopaperimarkkinalaki puolestaan velvoittaa yli kaksi kolmasosaa äänimäärästä omistavan osakkeenomistajan[17] tekemään vähemmistön osakkeita koskevan lunastustarjouksen.

Lähtökohtaisesti osakeyhtiötä on kielletty hankkimasta omia osakkeitaan, koska osakepääoman koskemattomuus kuuluu osakeyhtiöoikeuden keskeisimpiin periaatteisiin. Omien osakkeiden omistamista ei kuitenkaan ole kielletty.[18] Omien osakkeiden hankkimisella ei varsinaisesti tarkoiteta tapauksia, joissa ne mitätöidään tai lunastetaan osakepääoman alentamisen yhteydessä, koska ne tällöin lakkaavat olemasta.[19] Hankkimiskielto ei myöskään koske vastikkeettomia saantoja eikä osakeyhtiölain 7 luvun 1 §:n 2 momentissa mainittuja poikkeustilanteita. Lisäksi osakeyhtiö voi osakeyhtiölain 7 luvun 2 §:n mukaisesti tarjouksesta vapaalla omalla pääomalla lunastaa omia osakkeitaan, jos yhtiöjärjestyksessä on tätä tarkoittava määräys.[20] Vähemmistölle voidaan turvata mahdollisuus luopua osakkeistaan myös siten, että yhtiö lunastaa tällaiset osakkeet itse vapaalla omalla pääomalla.[21] Tällainen määräys ei kuitenkaan ole kaikissa tilanteissa toimiva. Jos yhtiöllä ei ole vapaata omaa pääomaa, lunastus ei ole mahdollinen.

Yhtiöjärjestyksessä on määrättävä lunastushinta tai sen määräytymisperusteet, jos yhtiölle annetaan lunastuslausekkeessa (OYL 3:3) toissijainen lunastusoikeus, samoinkuin oikeutettaessa tai velvoitettaessa yhtiö osakepääomaa alentamalla (OYL 6:4) lunastamaan omia osakkeitaan. Lunastuslausekkeessa voidaan lunastushinta määrätä monella tavoin, yleisin lienee kuitenkin myyjän ja ostajan sopima hinta.[22] Periaatteessa lunastushinta on vapaasti määrättävissä ja se on mahdollista määritellä käypää arvoa korkeammaksi tai alhaisemmaksi,[23] ainoastaan osakeyh-

---

16 Lunastuslausekkeita käsittelevistä erityisteoksista voidaan mainita esim. Suomesta *Nuolimaa*, Ruotsista *Sandström* ja Norjasta *Austenå* ja *Andenæs*, Sameier sekä Tanskasta *Werlauff—Nørgaard*.

17 Lunastusvelvollisuuden perustavaa osuutta laskettaessa luetaan lunastusvelvollisen osuuteen tämän konserniin kuuluvan yhtiön tai eläkesäätiön tai -kassan omistamat osakkeet ja osakkeet, jotka lunastusvelvollinen omistaa yhdessä toisen kanssa. Tästä laajemmin, ks. *Sillanpää*, DL 1992 s. 662 ss.

18 *Kyläkallio* s. 297.

19 *KM 1969: A 20* s. 103.

20 Osakeyhtiölakitoimikunnan mietinnössä ehdotetaan laajennettavaksi yhtiön mahdollisuutta omien osakkeidensa ostamiseen, *KM 1992:32* s. 218 ss.

21 Ks. *Kyläkallio*, Jurisprudentia Turkuensis s. 225 ss. Vanhaan osakeyhtiölakiin sisältyi säännös (VOYL 27 §), jonka mukaan eräitä merkittäviä yhtiöjärjestysmuutoksia vastustaneella osakkeenomistajalla oli oikeus vaatia yhtiötä lunastamaan osakkeensa. Ks. *Caselius—Heikonen—Huttunen I* s. 129 s. Samantapainen säännös sisältyi esim. Norjan vanhaan osakeyhtiölakiin (§ 20,3). Lunastushinta tuli tällöin määrätä ottaen huomioon yhtiön taloudellinen tila ja siihen kohdistuvat tulevaisuuden odotukset. Osakkeen pörssinoteerausta ei pidetty tällöin ratkaisevana. Ks. *Marthinussen* s. 70 s.

22 *Nuolimaan* tutkimuksessa ilmeni 64 erilaista hinnanmäärittelytapaa, *Nuolimaa* s. 250—252. Ks. myös *Koski—af Schultén I* s. 107 ja *Havansi* DL 1970 s. 165.

23 Alhaisella lunastushinnalla pyritään estämään osakkeiden luovuttaminen ulkopuoliselle, koska vanha osakkeenomistaja saa lunastaa ne halvemmalla kuin mitä luovutuksensaaja on niistä maksanut. Toisaalta korkealla lunastushinnalla pyritään turvaamaan yhtiön osakkuudesta luopuvalle osakkeenomistajalle hyvä lunastushinta. Näin *Sandström* s. 263.

tiölain sovittelusäännöksen ollessa rajoittavana tekijänä.[24] Hintaa voidaan sovitella ylös- tai alaspäin.[25] Lunastusoikeutta ja lunastushinnan määrää koskevat riidat käsitellään tuomioistuimessa elleivät osapuolet sovi tai yhtiöjärjestyksessä määrätä niiden käsittelystä välimiesmenettelyssä.[26] Osakepääoman alentamisella, joko osakkeiden nimellisarvoa alentamalla tai niiden lukumäärää vähentämällä, voidaan osakkaiden yhtiöön sijoittama pääomapanos palauttaa joko kokonaan tai osittain, jos yhtiöjärjestykseen sisältyy tätä koskeva määräys. Tällä tavoin voidaan järjestää jollekin osakkeenomistajalle tai osakkeenomistajaryhmittymälle mahdollisuus luopua osakkuudesta. Yhtiölle voidaan asettaa velvollisuus lunastaa osakkeenomistajan vaatimuksesta tietty määrä osakkeita tai tietyn lajiset osakkeet tai yhtiö on mahdollista oikeuttaa lunastamaan ne. Näin voidaan esimerkiksi saneeraustilanteessa saada tarvittava määrä pääomaa, kun toisaalta taataan sijoittajille mahdollisuus luopua osakkeistaan yhtiön taloudellisen tilanteen kohennuttua ja toisaalta vanhojen osakkaiden kannalta taataan määräysvallan palautuminen kokonaan heille.[27]

Lunastushinta on sopimuksenvarainen, jos osakkeita lunastetaan tarjouksesta vapaalla omalla pääomalla (OYL 7:2).[28] Kohtuullista lunastushintaa on käytettävä velvoitettaessa yhtiö selvitystilaan asettamisen sijasta lunastamaan kantajan osakkeet (OYL 13:3). Käypä hinta on lunastushintana emoyhtiön ollessa velvollinen tai oikeutettu lunastamaan jäljellä olevan vähemmistön osakkeet (OYL 14:8), samoinkuin lunastettaessa sulautumista vastustaneiden osakkeet (OYL 14:3).

2.2. *Vähemmistön osakkeiden lunastuksesta osakeyhtiölaissa*

Emoyhtiölle,[29] joka itse tai muiden tytäryhtiöiden välityksellä omistaa yli 90 % tytäryhtiön kaikista osakkeista ja koko äänimäärästä, on varattu mahdollisuus lu-

---

[24] OYL 3:3.2 »jos yhtiöjärjestyksen mukaisen lunastushinnan soveltaminen tuottaisi jollekulle kohtuutonta etua, voidaan määräystä sovitella.» Lunastukseen liittyvä mahdollinen sovittelutarve on ratkaistava tapauskohtaisesti ottaen huomioon »osapuolille koituvat taloudelliset seuraukset ja muut subjektiiviset tekijät sekä lunastuslausekkeen tarkoitus, yhtiöjärjestyksen ikä ja muut objektiiviseen seikastoon kuuluvat asianhaarat.» *HE 27/1977* s. 30, *Koski—af Schultén I* s. 117. Esim. jos lunastushinnaksi on määrätty osakkeen nimellisarvo, vaikka sen todellinen arvo on moninkertainen, voi sovittelu tulla kyseeseen, ks. *Kedner—Roos I* s. 69. Ks. sovittelusta myös *Nuolimaa* s. 252 ja s. 254, *Sandström* s. 210 ja *Pöyhönen*, JFT 1991 s. 215 ss. Viimeaikaisesta oikeuskäytännöstä ks. esim. KKO 1992:88.

[25] *KM 1969:A 20* s. 82, *Koski—af Schultén I* s. 117, *Nuolimaa* s. 286, *Muukkonen*, DL 1987 s. 385 s.

[26] Hallituksen esityksessä ehdotettiin osakkaiden välisten lunastusriitojen saattamista suoraan välimiesten ratkaistaviksi samaan tapaan kuin OYL 14:8 :n tapauksessa, mutta eduskuntakäsittelyssä päädyttiin yleisiin kansalaisten oikeusturvanäkökohtiin vedoten (lähinnä välimiesmenettelyn kalleus) tuomioistuinmenettelyyn, *HE 27/1977* s. 30 s. ja *LaVM 4/1978* s. 3.

[27] Osakepääoman alentamisesta osakkeita lunastamalla (osakkeiden kuolettamisesta) ks. *Kyläkallio* s. 245 ja *Koski—af Schultén I* s. 269–271.

[28] Lunastushinnan tulee perustua yleisesti hyväksyttyihin osakkeen arvon määritystapoihin, tuotto- ja substanssiarvolaskelmiin, tai ainakin olla tarvittaessa perusteltavissa näiden avulla. Muutoin saatetaan loukata osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta tai OYL:n yleislauseketta. Lunastuspäätöksen tehnyt hallitus on vastuussa menettelystä.

[29] Ks. OYL 14:8 :n säännöksestä *KM 1969: A 20* s. 186—187 (OYL:n pykälät oli komitean mietinnössä numeroitu juoksevasti, vasta HE:ssä otettiin käyttöön luvuittain etenevä numerointi,

nastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Tämän lunastusmahdollisuuden vastapainona on osakkeenomistajan oikeus vaatia emoyhtiötä lunastamaan hänen osakkeensa. Säännöksen taustana on ajatus, jonka mukaan pienosakkaita tulee erityisesti suojata tällaisessa tilanteessa emoyhtiötä vastaan. Heille on haluttu varata mahdollisuus irrottaa yhtiöön sijoittamansa pääoma kohtuullisin ehdoin, koska heillä ei enää tässä vaiheessa ole edes yhdessä toimiessaan käytettävissään 10 %:n vähemmistölle kuuluvia vähemmistönsuojaoikeuksia. Toki heitä tällöin suojaavat osakeyhtiölain yleislauseke ja keskeiset osakeyhtiöoikeudelliset periaatteet, kuten yhdenvertaisuusperiaate. Osakeyhtiölakikomitean mietinnössä säännöstä perusteltiin[30] lisäksi seuraavasti: »Ehdotetulla lunastamissäännöksellä on tavallaan vastine Englannin 'Take over bids' -järjestelmässä ja Saksan Liittotasavallan oikeuden 'Eingliederung'[31]-menettelyssä.» Vertaus Englannin järjestelmään ei ole kovin osuva, koska englantilaiset itsesääntelynormit (City Code) koskevat lähinnä julkista ostotarjousta ja muita yritysvaltaustilanteita.[32]

Jo ennen 90 %:n enemmistön saavuttamista vähemmistön asemaa voidaan pyrkiä heikentämään muunmuassa suunnattuja osakeanteja järjestämällä. Määräysvaltaa käyttävähän voi myöhemmin ostaa suunnatussa osakeannissa jollekin muulle annetut osakkeet itselleen. Vaikka osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta voidaan poiketa vain yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn sitä vaatiessa,[33] saatetaan niiden avulla välillisesti pyrkiä pienentämään vähemmistön, joka muodostuu joko yhdestä tai ehkä useammasta yhtenäisesti toimivasta osakkaasta,[34] omistusosuutta siten, että se alenisi alle 10 %:n, jolloin se menettäisi vähemmistönsuojaoikeudet.[35] Sinänsä se, että joku suunnatun annin seurauksena menettää mää-

---

OYL 14:8:ää vastaa komiteanmietinnön 139 §). Ruotsin vastaavan säännöksen SABL 14:9:n osalta ks. *SOU 1971:15* s. 350, *Prop. 1975:103* s. 530—534 sekä esim. *Nial* s. 178—179, *Rodhe* s. 262—265, *Kedner—Roos II* s. 340—347, *Flodhammar* s. 27—44, *Widhagen*, Festskrift till *Calissendorff* s. 309 ss. ja *Hjerner*, Festskrift till *Welamson* s. 281 ss.

30 KM 1969: A 20 s. 187.

31 Eingliederung tarkoittaa Saksan osakeyhtiölain mukaan tilannetta, jossa emoyhtiö omistaa vähintään 95 % toisen yhtiön osakkeista. Tämän jälkeen emoyhtiö vastaa tytäryhtiön velvoitteista ja sillä on oikeus lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet, tosin pääsääntöisesti vaihtamalla ne omiin osakkeisiinsa. Ks. AktG § 319—327 ja esim. *Schmidt* s. 771 s.

32 City Code'ista ks. *Sillanpää*, DL 1991 s. 684 ss. Laajemmin ks. esim. *Gower* s. 707 ss., *Palmer's Company Law*, Part D tai *Weinberg and Blank*, Part II ja III.

33 Ks. laajemmin Koski, Yhtiöoikeus s. 10:16 ss.

34 Useiden osakkeenomistajien kanssa yhdessä muodostuvaa kollektiivista määräysvaltaa korostetaan myös OYL:n suunnattua antia koskevien säännösten muuttamiseen liittyvässä hallituksen esityksessä, *HE 11/1992* s. 18.

35 Suunnattu osakeanti saattaa olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, jos vähemmistö sen seurauksena menettää 10 %:n asemansa. Tähän on kiinnittänyt huomiota Nuolimaa, joka toteaa »Entisen suhteellisen omistuksen säilyttäminen on osakkeenomistajalle tärkeää useasta syystä.» Edelleen hän korostaa »että mainittu vähemmistö voi muodostua usean henkilön omistamista osakkeista.» *Nuolimaa*, Artikla R.Y:n 10-vuotisjuhlajulkaisu s. 186 s. Ks. lisäksi *Dotevall* s. 283, joka viittaa erääseen hovioikeusratkaisuun (Svea hovrätt, Ö 1849/88), jossa katsottiin, ettei suunnattu osakeanti muodostanut »otillbörlig avvikelse från likställighetsprincipen», vaikka erään osakkeenomistajan omistusosuus aleni kymmentä prosenttia pienemmäksi. Asiaa pohtii myös *Nial* s. 87 s. ja s. 146 s.

rävähemmistöaseman ei tee annista kiellettyä, mutta määräysvaltasuhteisiin vaikuttaminen ei saa olla annin syynä.[36]

Emoyhtiön omistus- ja ääniosuuden noustua yli 90 %:n voi yksikin osakkeenomistaja milloin tahansa[37] muista mahdollisista vähemmistöosakkeenomistajista ja omistamastaan osakemäärästä riippumatta esittää lunastusvaatimuksen. Osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n säännös turvaa näin jokaiselle osakkeenomistajalle erikseen oikeuden vaatia emoyhtiötä lunastamaan osakkeet.

2.3. Lunastushinnasta vähemmistön osakkeita lunastettaessa

Osapuolet, osakkeenomistaja ja emoyhtiö, voivat vapaasti sopia lunastushinnasta keskenään. Jos he eivät pääse asiasta sopimukseen, siirtyy hinnan määrittely lunastusta vaativan osapuolen hakemuksesta keskuskauppakamarin määräämien välimiesten ratkaistavaksi.[38] Välimiesten valinta on uskottu asianosaisten sijasta keskuskauppakamarille, koska siten on katsottu saatavan tehtäviin paremmin puolueettomat ja tarpeellisen asiantuntemuksen omaavat henkilöt. Säännöksessä edellytetään nimenomaisesti, että välimiehillä tulee olla »tarvittava asiantuntemus», millä tarkoitetaan »ensi sijassa perehtyneisyyttä yritysten ja niiden osakkeiden arvon arvioimiseen.»[39]

Lunastushinta on osakeyhtiölain mukaan osakkeen käypä hinta.[40] Hintaa määrättäessä ei oteta huomioon osakkeiden asemaa vähemmistöosakkeina, vaan hinta määritellään ikäänkuin kyseessä olisi koko yrityksen myynti.[41] Käypä hinta määritetään yleensä yhtiön substanssi- ja tuottoarvon perusteella ottaen myös jossain määrin huomioon osakkeen pörssikurssi tai mahdollisesti aiemmin toteutettu julkinen osto- tai lunastustarjous. Lähtökohtana on yhtiön taseesta ilmenevän omai-

---

[36] *HE 11/1992* s. 14 ss.

[37] »Lunastuksen saanti ei edellytä mitään emoyhtiön taholta tapahtunutta tytäryhtiön tai sen vähemmistöosakkeenomistajien loukkaamista,» *Koski, Konserni* s. 298.

[38] OYL 16:5 :n mukaan keskuskauppakamari määrää tarpeellisen määrän välimiehiä. On mahdollista asettaa vain yksi välimies kuten käytännössä on usein menetelty, ks. *HE 27/1977* s. 116. Keskuskauppakamari määrää lisäksi useampijäsenisen välimiesoikeuden puheenjohtajan.

[39] *HE 27/1977* s. 116. Välimiesten valintatavalla on perustelujen mukaan pyritty mm. siihen, että näin aikaa myöten syntyisi yhtenäinen ratkaisukäytäntö, joka ehkä myöhemmin voitaisiin sisällyttää lakiin. Tavoite yhtenäisestä ratkaisukäytännöstä on jossain määrin toteutunut, ks. *Mönnonen* s. 74—77, jossa on tarkasteltu lunastusriidoissa annettuja välimiesoikeuden ratkaisuja. Eräästä tytäryhtiöosakkeiden pakkolunastukseen liittyvästä välitystuomiosta ks. *Muukkonen*, Juhlajulkaisu *Allan Huttunen* s. 124 ss. ja tuohon tapaukseen liittyneistä lainvalintaongelmista *Huttunen*, Juhlajulkaisu Pertti *Juhani Muukkonen* s. 41 ss.

[40] Ks. *Koski, Yhtiöoikeus* s. 13:20, *Koski—af Schultén II* s. 342 ss., *Kyläkallio* s. 129 ss. ja *Nuolimaa* s. 250 ss.

Käyvän hinnan määrittelystä erityisesti julkisesti noteerattujen osakkeiden osalta ks. esim. Penttilä s. 115 ss. ja ruotsalaisen täkäläistä laajemman oikeuskäytännön osalta *Flodhammar* s. 93 ss., *Dahlgren—Moberg*, erit. s. 45 ss., *Flodhammar* s. 21 ss. ja *Göran Ramberg* s. 43 ss. sekä erilaisten arvonmääritysmenetelmien osalta *Larsson* s. 51 ss.

[41] *Koski—af Schultén II* s. 345 ja *Nuolimaa* s. 271 sekä *Hjerner*, Festskrift till *Welamson* s. 281.

suuden todellinen velkojen vähentämisen jälkeinen arvo, jota toimintaan kohdistuvat tuotto-odotukset voivat nostaa.[42] Pörssikurssi tai julkinen tarjous on vähemmistöosakkeiden lunastuksen osalta ainoastaan suuntaa antava, erityisesti pörssikurssi voi monista tekijöistä johtuen olla epänormaalin korkea tai alhainen.

Ruotsin vastaavassa säännöksessä on huomioitu se melko yleinen tilanne, että osakeyhtiölain mukaista lunastusta edeltää julkinen ostotarjous tai lunastustarjous.[43] Tällöin saattaisi osakkeensa julkisen tarjouksen perusteella luovuttaneista tuntua epäoikeudenmukaiselta, jos osakkeensa vasta »pakkolunastuksen»[44] yhteydessä luovuttavat saisivat niistä paremman hinnan. Tämän vuoksi Ruotsin osakeyhtiölain 14 luvun 9 §:ssä on säädetty, että pakkolunastuksen yhteydessä maksettavan hinnan tulee vastata julkisessa tarjouksessa maksettua vastiketta ellei tästä ole jonkin erityisen syyn vuoksi tarpeen poiketa.[45]

Jos arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuussäännöstä halutaan tiukentaa, kyseeseen tulee juuri osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n säännöstä muistuttava yhtiöjärjestysmääräys, jossa osakkeenomistajalle olisi annettu oikeus vaatia määräysvaltaa käyttävää toista osakkeenomistajaa lunastamaan hänen osakkeensa yhtiöjärjestyksessä tarkemmin määrätyillä ehdoilla.

---

[42] Ks. *Hjerner*, Festskrift till *Welamson* s. 300 ss. Hän korostaa erityisesti sitä, että pörssikurssi kuvastaa ainoastaan osakkeen hetkellistä arvoa, joka perustuu lähinnä ostajien ja myyjien enemmän tai vähemmän perusteltuihin odotuksiin yhtiön tai osakkeen kehityksestä. Pidemmällä tähtäimellä sen sijaan ratkaisevia ovat fundamentaaliset, yhtiön substanssiin ja tuotto-odotuksiin perustuvat tekijät.

Käypään arvoon vaikuttavia eri tekijöitä toisaalta yhtiön arvon ja toisaalta osakkeen arvon määrityksen kannalta on eritellyt esim. *Bergman*, Balans s. 20 ss. ja erit. kuvio s. 23.

[43] Ruotsin lakiin säännös otettiin *Rodhen* kiinnitettyä huomiota asiaan, ks. *Rodhe*, Ekonomisk Revy s. 535 ja *Rodhe*, Tidskrift för Sveriges Advokatsamfund 1977 s. 249 ss. Ks. myös *Prop. 1975:103* s. 532.

Olsson esitti Suomen osakeyhtiölain säätämisen yhteydessä tämänkaltaisen säännöksen ottamista lakiin Ruotsin esikuvan mukaisesti. Hänen mukaansa kohtuulliseen ratkaisuun on vaikeata päästä ilman tuollaista säännöstä ja lisäksi sen puuttuminen saattaa edistää spekulointia. *Tiivistelmä OYL lausunnoista* s. 117.

[44] Mm. lainvalmistelukunta käytti tämän säännöksen osalta termiä »pakkolunastus», *Yhdistelmä OYL lausunnoista* s. 137. Samassa yhteydessä lainvalmistelukunta kiinnitti huomiota siihen, onko emoyhtiön lunastusoikeus hallitusmuodon 6 §:n omistusoikeutta turvaavan säännöksen vastainen. Asiaan ei kuitenkaan kiinnitetty sen jälkeen huomiota. Saksassa on pohdittu samaa asiaa päinvastaisesta näkökulmasta, ts. sitä onko ostajalle asetettava lunastusvelvollisuus omistusoikeuden turvaksi säädetyn perustuslain säännöksen vastainen, kun ostajalla ei kenties ole lunastukseen tarvittavia varoja ja sen vuoksi hänen on luovuttava jo olemassa olevasta omistuksestaan, *Loritz—Wagner*, Zeitschrift für Wirtschafts-und Bankrecht. Wertpapier Mitteilungen 1991, ss. 709—722.

[45] Ks. *Kedner—Roos II* s. 340 ss., erit. s. 346. Erityisenä syynä, joka oikeuttaa poikkeamaan julkisen ostotarjouksen mukaisesta hinnasta, on esim. se, että tarjouksesta on kulunut jo pitkä aika tai että tarjouksen yhteydessä käytettävissä olleet tiedot ovat olleet puutteellisia tai että sen jälkeen on ilmaantunut uusia tärkeitä yhtiön arvoon vaikuttavia seikkoja. Ks. myös *Prop. 1975:103* s. 534. Erityisesti puutteellisen informaation vaikutuksesta ks. *Widhagen*, Festskrift till *Calissendorff* s. 317 s.

3. Lunastusvelvollisuusmääräys yhtiöjärjestyksessä

3.1. Yhtiöjärjestyksestä

Yhtiöjärjestys[46] on säännöstö, joka luo yhteisöllisiä oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiön ja sen kanssa tekemisissä olevien osapuolten, kuten yhtiön toimielimen, toimielimen jäsenen ja osakkeenomistajan, välille ja myös näiden keskinäisessä suhteessa.[47] Lain pakottavien säännösten mukainen yhtiöjärjestys on osakeyhtiön rekisteröinnin edellytys. Osakeyhtiölaissa on luetelty joukko asioita, joiden tulee ilmetä yhtiöjärjestyksestä.[48] Yhtiöjärjestykseen voidaan pakollisten määräysten lisäksi ottaa monia muita määräyksiä.[49] Osa näistä on laissa mainittuja, mutta vain yhtiöjärjestysmääräyksin käyttöön otettavia lisäjärjestelyjä.[50] Osa on tapauksia, joissa yhtiöjärjestysmääräyksin voidaan poiketa sellaisista laissa olevista säännöksistä, jotka eivät ole pakottavia.[51] Lisäksi yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa »muunlaisia määräyksiä, edellyttäen, etteivät nämä määräykset ole lain vastaisia.»[52] Vaikka osa yhtiöjärjestykseen otettavista määräyksistä on laissa kirjoitettu muotoon, joka nimenomaisesti sallii yhtiöjärjestykseen otettavan tiukemman määräyksen, niin tästä ei voida päätellä niiden olevan ainoat tapaukset, joissa lain säännöksistä voitaisiin poiketa.[53]

---

[46] Yhtiöjärjestystä on käsitelty jonkin verran useimmissa yhtiöoikeuden teoksissa. Laajemmin yhtiöjärjestystä käsittelevistä teoksista voidaan mainita esim. ruotsalaiset *Bergendal*, joka on tosin jo 1920-luvulta, ja käsikirjatyyppinen *Birke* sekä tanskalainen *Werlauff—Nørgaard*.

[47] Yhtiöjärjestyksestä »instituutiona» ks. *Havansi, Panttioikeus I* s. 267 s.

[48] OYL 2:3,1. Ks. laajemmin näistä pakollisista määräyksistä esim. *HE 27/1977* s. 21 s., *Huttunen* s. 18—21, *Kyläkallio* s. 85–91, *Koski—af Schultén I* s. 40–47 tai *Koski, Yhtiöoikeus* s. 6:19—23. Ks. myös *Relas-Vuorio* s. 1—12.

[49] *Kyläkallio*, s. 92—98, on esittänyt 59-kohtaisen esimerkkiluettelon tällaisista seikoista. Hän kuitenkin toteaa, että määräyksiä voidaan keksiä rajattomasti, *Kyläkallio* s. 98.

[50] Esim. eri osakelajit, osakkeiden luovutusrajoitukset, välimiesmenettelulauseke ym. Laajemmin ks. esim. *Koski, Yhtiöoikeus* s. 6:23.

[51] Esim. yhtiökokouksen puheenjohtajan valintatapa ja päätöksenteko yhtiökokouksessa ym. Ks. laajemmin esim. *Koski, Yhtiöoikeus* s. 6:23.

[52] *HE 27/1977* s. 21. Osakeyhtiölakikomitean mietinnössä *(KM 1969: A 20,* s. 68) todetaan »Yhtiöjärjestykseen voidaan sen (= pakollisten ja vaihtoehtoisten) lisäksi ottaa myös muunlaisia määräyksiä, vaikka sitä ei laissa mainita; ehdotushan rakentuu, kuten edellä (s. 66) on todettu, normatiiviperiaatteelle.» Ks. myös *Koski, Yhtiöoikeus* s. 6:23 s. ja Ruotsin osalta *SOU 1971:15* s. 132 ja *Prop. 1975:103* s. 297 s. ja s. 369. Yhtiöjärjestyksellistä säännöstyskompetenssia käsittelee laajasti *Havansi, Panttioikeus I*, s. 266—273.

Toisella kannalla on esim. Saksan AktG § 23 (5), jonka mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan poiketa lain säännöksistä vain nimenomaan sallituissa tilanteissa toisin kuin Suomessa, Ruotsissa ja esim. Sveitsissä, ks. *Huttunen* s. 20. Saksan osalta laajemmin ks. *Henn* s. 65 ss. Yhtiösopimuksen (lähinnä GmbH) sisältövapaudesta yleisemmin ks. *Zöllner* s. 85 ss., jonka mielestä tavanomaisista määräyksistä poikkeaminen ei ole hyvä asia, koska se helposti lisää ennakoimattomia riskitekijöitä ja yleistä epävarmuutta, *Zöllner* s. 96 ss. ja s. 125.

[53] Tanskan osakeyhtiölaissa luetellaan muiden Pohjoismaiden laeista poiketen muutamia esimerkkitapauksia määräyksistä, joita yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa. *SOU 1971:15* s. 455 ja esim. *Thomsen* s. 85—87. Ruotsin osakeyhtiölakikomitean mietinnössä todetaan, ettei uuteen osakeyhtiölakiin oteta esimerkkiluetteloa tilanteista, joissa yhtiöjärjestysmääräyksin voidaan

Poikkeuksen sallittavuutta pohdittaessa on tarkasteltava tilannetta kyseessä olevan säännöksen tarkoituksen[54] ja osakeyhtiölain perusteiden kannalta.[55] Esimerkiksi osakeyhtiölain 13 luvun 3 §:n 2 momentin säännöstä tuomioistuimen mahdollisuudesta määrätä yhtiö selvitystilaan asettamisen sijasta lunastamaan vähemmistön osakkeet ei voida yhtiöjärjestyksen määräyksin poistaa eikä myöskään osakkeenomistajan oikeutta vaatia osakkeidensa lunastusta.[56] Yleisesti on todettu, että osakeyhtiölain vähemmistönsuojasäännöksiä voidaan yhtiöjärjestysmääräyksin laajentaa, ts. parantaa niiden vähemmistölle tarjoamaa suojaa, mutta niitä ei voida supistaa.[57] Ruotsissa on katsottu, että kaikki vähemmistöoikeudet on mahdollista yhtiöjärjestysmääräyksin suoda jopa yhden osakkeen omistajalle.[58] Vähemmistöoikeuksien käyttämiseen vaadittavaa osakemäärää on myös mahdollista pienentää normaalissa järjestyksessä toteutettavalla yhtiöjärjestyksen muutoksella.[59] Jotta tällaiset vähemmistönsuojan laajennukset olisivat tehokkaita tulee yhtiöjärjestykseen ottaa myös niiden muuttamista rajoittavia erityissäännöksiä, sillä muutoin enemmistö, joka aikoo loukata vähemmistön oikeuksia, ensi töikseen määräysvallan saatuaan poistaisi vähemmistöä normaalia paremmin suojaavat säännökset yhtiöjärjestyksestä.

---

poiketa lain dispositiivisista määräyksistä, koska tälläinen luettelo helposti johtaisi vääriin johtopäätöksiin. Tanskan lakiehdotuksen sisältämän luettelon todettiin johtuvan vanhassa laissa olevista säännöksistä ja olevan toisaalta havainnollisemman kuin muiden Pohjoismaiden ehdotusten, *Betænkning nr. 540 1969* s. 59 s. Esimerkkiluettelosta huolimatta Tanskassakin on katsottu olevan mahdollista ottaa yhtiöjärjestykseen myös muunlaisia määräyksiä kunhan ne eivät ole lainvastaisia, *Thomsen* s. 80, samoin Norjassa, ks. *Marthinussen—Aarbakke* s. 31 ja *Aarbakke*, Festskrift til *Sjur Brækhus* s. 612.

[54] *Huttunen* s. 20 »Ratkaisu on tehtävä on lähinnä säännöksen sanamuodon, merkityssisällön ja tarkoituksen nojalla.» Ks. myös *Caselius—Heikonen—Huttunen I* s. 43.

[55] *Huttunen* s. 21 »määräys ei saa olla lain eikä ennen kaikkea OYL:n perusteiden vastainen.» Kantansa tueksi hän viittaa Suomen ja Ruotsin OYL:ien hallituksen esityksiin.

[56] Näin on Norjan vastaavan säännöksen osalta todennut *Andenæs* s. 282.

[57] Vähemmistönsuojasta ks. *Caselius—Heikonen—Huttunen I* s. 13, jossa todetaan, että yhtiöjärjestyksen avulla voidaan ennakolta asettaa esteitä enemmistön vallan väärinkäytölle. Myös käytännön yhtiöoikeusjuristit ovat hyväksyneet periaatteen, ks. esim. *Ylänkö*, joka käsitellessään erilaisia määräenemmistö- tai määrävähemmistövaatimuksia toteaa »yhtiöjärjestys voi sisältää tiukempia määrävähemmistövaatimuksia ...»

[58] *Nial*, s. 61, toteaa »... vissa minoritätsrättigheter kan utökas men ej minskas genom bestämmelse i författningen.» Ruotsin osakeyhtiölakikomitean mietinnössä todettiin Suomen ja Norjan osakeyhtiölakiesitysten lähtökohtana olevan yleisen periaatteen, jonka mukaan yhtiöjärjestysmääräyksin voidaan laissa mainittua pienemmälle vähemmistölle suoda vähemmistöoikeuksia, *SOU 1971:15* s. 218. Ruotsin osakeyhtiölain osalta tulkinta oli aiemmin tiukempi. Vanhan osakeyhtiölain aikana katsottiin, ettei vähemmistönsuojaa voitu yhtiöjärjestyksessäkään antaa laissa mainittua pienemmälle vähemmistölle ellei laissa ollut nimenomaan mainittu tällaista poikkeusmahdollisuutta, *SOU 1971:15* s. 218 ja *Nial* s. 179. Vasta hallituksen esityksen perusteluissa tästä poikettiin toteamalla »det bör stå bolagen fritt att låta minoritetsrättigheter tillkomma minoritet som är mindre än den i lagen angivna.» *Prop. 1975:103* s. 254 ja s. 397. Kannan muutos on hyväksytty myös kirjallisuudessa ks. *Kedner—Roos I* s. 241. Samoin *Nial* s. 179, joka tosin arvostelee kannanmuutoksen järkevyyttä »... vars vishet kan diskuteras, ...»

[59] *Nial* s. 179.

3.2. Lunastusvelvollisuus vähemmistönsuojasäännöksenä

Osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n mukaan emoyhtiöllä on oikeus ja velvollisuus lunastaa vähemmistöosakkeenomistajan osakkeet, jos se yksin tai tytäryhtiöineen omistaa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa toisen tytäryhtiön osakkeista ja nämä osakkeet tuottavat yli yhdeksän kymmenesosaa tytäryhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä.[60] Tämä lunastusvelvollisuus on vakiintuneesti luettu yhdeksi osaksi osakkeenomistajien vähemmistönsuojaa,[61] kuten arvopaperimarkkinalain lunastusvelvollisuuskin.[62] Niitä on yhdessä kutsuttu sijoittajansuojaksi — luonnollisesti muiden vastaavien säännösten ohella.[63] Ulkomailla lunastusvelvollisuus on periaatteessa katsottu yhtiöoikeudellisen vähemmistönsuojan osaksi, koska se tosiasiassa merkitsee sitä — olipa säännökset sitten sisällytetty osakeyhtiölakiin, johonkin arvopaperimarkkinoita sääntelevään lakiin tai itsesääntelynormistoon.

Kirjallisuudessa on keskusteltu mahdollisuudesta yhtiöjärjestysmääräyksin poistaa kokonaan osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n säännöksen merkitys. Tämän lakisääteisen lunastusvelvollisuuden kokonaan poistava määräys ei voine kuitenkaan olla pätevä, ei ainakaan uutta sen olemassaolosta tietämätöntä osakkeenomistajaa kohtaan.[64]

3.3. Lunastusvelvollisuussäännöksen tiukentamisesta

Kuten edellä todettiin, voidaan vähemmistönsuojasäännöksiä periaatteessa parantaa, mutta ei huonontaa. Näin ollen mainitun säännön voitaisiin ajatella vähemmistöosakkeenomistajan osakkeiden lunastussäännöksen osalta merkitsevän sitä,

---

[60] Emoyhtiön lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta ks. esim. *Kyläkallio* s. 126–135 ja Ruotsin osalta *Prop. 1975:103* s. 530—534, *Nial* s. 287, *Rodhe* s. 262 s., *Kedner—Roos II* s. 340—350 ja laajemmin *Flodhammar*.

[61] Vähemmistösuojasta ks. esim. *Koski, Yhtiöoikeus* s. 9:4, *Koski, Konserni* s. 279—299, Ruotsin osalta *Prop. 1975:103* s. 245—255, *Rodhe* s. 19 s. ja s. 239–265 ja Norjan osalta esim. *Aarbakke*, Festskrift til *Sjur Brækhus* s. 603—614.

[62] Arvopaperikauppakomitean II osamietinnössä käsitellään sekä OYL:n että AML:n lunastustilanteita saman alaotsikon alla osana osakkeenomistajan vähemmistönsuojaa koskevaa jaksoa. *KM 1989:36* s. IX, s. 109—143.

[63] *KM 1989:36* »Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla.» Englannissa on vakiintunut termi »investor protection», ks. *Page—Ferguson*.

Myös Saksassa on jo 1970-luvulla esitetty osakeyhtiöoikeuden ja pörssioikeuden käsittelemistä soveltuvin osin yhdessä, jolloin muodostuisi arvopaperimarkkinaoikeuden käsite. Tällä tavoin voitaisiin sekä osakeyhtiö- että arvopaperimarkkinaoikeudellisia periaatteita yhdenmukaistaa ja selkeyttää. Ks. *Hopt*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1976 s. 201—235 ja 1977 s. 389—441, erit. s. 398—404.

[64] *Andenæs* katsoo, tosin epäröiden, lunastusvelvollisuuden poissulkevan määräyksen pätevästi yhtiön perustajaosakkaita kohtaan. Samoin asiasta on häneen mukaansa mahdollista sopia osakassopimuksessa. *Andenæs* s. 284. Säännöksen dispositiivisuutta pohtii myös *Flodhammar*, s. 33 alav. 35, jonka mukaan lunastusvelvollisuuden kokonaan poissulkeva yhtiöjärjestyksen määräys ei voi olla pätevä. Hänen mukaansa ei kuitenkaan ole estettä sille, että yksittäinen osakkeenomistaja sitoutuu olemaan vetoamatta siihen.

että emoyhtiön tai muun määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan lunastusvelvollisuuden rajaa voitaisiin yhtiöjärjestysmääräyksellä alentaa esimerkiksi 50 %:iin tai 1/3 :aan, mutta sille ei voitaisi tällaisen omistuksen perusteella antaa oikeutta pakkolunastaa vähemmistön osakkeita. Lunastusvelvollisuusrajan alentaminen merkitsee vähemmistönsuojan laajentamista. Toisaalta voitaisiin myös ajatella meneteltävän päinvastoin, jolloin lunastusoikeuden rajaa voitaisiin nostaa esimerkiksi 95 %:iin, mutta lunastusvelvollisuus syntyisi kuitenkin yli 90 %:n omistuksen perusteella. Myös tällainen määräys parantaisi vähemmistön asemaa, mutta se saattaisi olla säännöksen perusteiden vastainen, koska laissa on nimenomaan haluttu antaa emoyhtiölle mahdollisuus jäljelle jääneiden vähemmistöosakkeiden lunastamiseen ja rajaksi on tällöin valittu 90 %.

Vähemmistönsuojan näkökulmasta lunastusvelvollisuuden rajaa alentava yhtiöjärjestysmääräys näyttää sallitulta ja koska yhtiöjärjestykseen voidaan, kuten edellä todettiin, ottaa millaisia määräyksiä tahansa kunhan ne eivät ole osakeyhtiölain yleisten tai jonkin sen yksittäisen säännöksen perusteiden vastaisia, niin tällä perusteella voidaan puoltaa myös lunastusvelvollisuusmääräyksen ottamista siihen.[65]

Toisaalta voidaan kuitenkin kysyä, onko tällainen määräys osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen. Osakeyhtiössä lähtökohtana on tietyn pääomapanoksen sijoittaminen yhtiöön. Tämän pääomapanoksen, osakkeen hinnan, maksamisen lisäksi osakkeenomistajalla ei periaatteessa ole muita velvollisuuksia — eihän hän ole vastuussa yhtiön velvoitteistakaan. Osakkaalle on kuitenkin katsottu voitavan yhtiöjärjestyksen määräyksillä asettaa velvoitteita yhtiötä kohtaan.[66] Tyypillinen esimerkki tällaisesta velvollisuudesta on yhtiövastikkeen maksuvelvollisuus asunto- tai kiinteistöosakeyhtiössä. Velvoitteita voi olla muitakin. Lunastusvelvollisuus eroaa edellä olevasta tilanteesta siinä, että se ei ole yhtiön ja osakkeenomistajan vaan kahden osakkeenomistajan keskinäinen asia, johon ehkä on liitetty yhtiö jollakin lisämääräyksellä.

Osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n ja arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:n säännöksillä on velvoitettu osakkeenomistaja tietyin edellytyksin lunastamaan toisen osakkeenomistajan osakkeet. Lain säännöksellä näin voidaan kiistatta tehdä, mutta aivan yhtä selvää ei ole voidaanko näin voimakkaasti osakkeenomistajan asemaan vaikuttavia määräyksiä antaa myös yhtiöjärjestyksessä. Hallinnoimisvelvollisuuksia osakkeenomistajalle ei voida asettaa edes yhtiöjärjestyksen määräyk-

---

[65] Osakeyhtiölain esitöissä ei ole pohdittu mahdollisuutta yhtiöjärjestysmääräyksin poiketa perussäännöstä, *KM 1969: A 20* s. 58 ja s. 186 s., *HE 27/1977* s. 107—109, *Schultén—Finne—Koski—Malinen* s. 255—256, *Yhdistelmä OYL lausunnoista* s. 137, *Tiivistelmä OYL lausunnoista* s. 117.

Lunastusvelvollisuuden osalta *Kyläkallio*, s. 126, toteaa »Toisilla osakkailla ei erästä emoyhtiötä koskevaa poikkeusta lukuunottamatta ole velvollisuutta lunastaa toisen henkilön omistamia osakkeita.» Hän ei kuitenkaan ota kantaa siihen voitaisiinko asia järjestää yhtiöjärjestysmääräyksin.

[66] *Kyläkallio* s. 117 s.

sin,[67] mutta lunastusvelvollisuus ei ole tällainen. Yhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeen vapaa luovutettavuus,[68] josta on tosin katsottu voitavan poiketa lain säännöksellä tai yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Sinänsä lunastusvelvollisuus ei rajoita osakkeen luovutettavuutta, sillä osakkeenomistaja voi luovuttaa osakkeensa kenelle hyvänsä.[69] Toisaalta lunastusvelvollisuus voi käytännössä rajoittaa mahdollisten ostajien lukumäärää, koska osakkeenomistaja, jonka omistusosuus lähentelee määräyksen tarkoittamaa rajaa, ei ehkä voi ostaa hänelle tarjottuja osakkeita. Osto saattaisi laukaista lunastusvelvollisuuden, eikä ostajalla ehkä ole halua tai taloudellisia mahdollisuuksia lunastaa kaikkien muiden omistuksessa olevia osakkeita. Myös arvopaperimarkkinalaki ja arvopaperipörssin säännöt edellyttävät pörssi- tai OTC-listalla noteerattavilta osakkeilta vapaata luovutettavuutta.[70] Arvopaperimarkkinalakiin tai arvopaperipörssin sääntöihin perustuvaa lunastusvelvollisuutta ei ole katsottu luovutusrajoitukseksi toisin kuin varsinaisia lunastus- tai suostumuslausekkeita, jotka kiistatta haittaavat tai jopa kokonaan estävät osakkeen luovutuksen.

3.4. Vertailua Tanskan ja Norjan osakeyhtiölakien säännöksiin

Tanskan osakeyhtiölain osalta on katsottu olevan mahdollista sisällyttää yhtiöjärjestykseen lunastusvelvollisuusmääräys.[71] Sikäläisessä oikeuskirjallisuudessa on käsitelty lunastusvelvollisuutta nimenomaan vähemmistöosakkeenomistajien suojan kannalta. Yhtiöjärjestysmääräyksin on todettu olevan mahdollista tarjota vähemmistölle yhtiöjärjestykseen tarkemmin kirjattavin edellytyksin mahdollisuus luopua omistuksestaan.[72] Jos yhtiöjärjestykseen on otettu lunastusvelvollisuusmääräys, tulee siihen lain mukaan ottaa myös määräykset lunastuksen ehdoista ja

---

[67] *Kyläkallio* s. 118, joka on pehmentänyt kannanottoaan toteamalla »ei voitane asettaa.».

[68] Kuten *Kyläkallio*, s. 123, toteaa »osakkeiden vapaa luovutettavuus ja oikeus niitä vapaasti hankkia on ollut eräs keskeisimmistä osakeyhtiöihin liittyvistä oikeusperiaatteista.»

[69] Osakeyhtiölaki sallii ainoastaan kolmenlaisten luovutusrajoitusten käyttämisen: lunastus-, suostumus- ja ulkomaalaislausekkeen. Jotta luovutuksensaaja olisi niiden olemassaolosta tietoinen, tulee niistä olla maininta myös osakekirjassa. Maininnan puuttuminen ei kuitenkaan välttämättä estä lunastus- tai suostumuslausekkeeseen vetoamista. Ks. lunastus- ja suostumuslausekkeesta *Nuolimaa* s. 85—339 ja ulkomaalaislausekkeesta *Sillanpää* s. 124—167. Rajoituslain kumoamisen yhteydessä säädettävä laki ulkomaalaisen yritysostojen valvonnasta mitätöi ulkomaalaislausekkeet, *HE 120/1992* s. 31.

[70] AML 3:10,4 ja *Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö* 2:2 5 k. Luovutusrajoituksena ei näiden kummankaan mukaan pidetä ulkomaalaislauseketta.

[71] Lov om aktieselskaber 4 § Stk. 2 »I vedtægterne skal optages bestemmelser, som måtte være truffet om: 1) pligt for aktionærer til at lade selskabet eller andre indløse deres aktier helt eller delvis». *Werlaufin ja Nørgaardin*, s. 81, tulkinnan mukaan em. säännös merkitsee mahdollisuutta ottaa yhtiöjärjestykseen määräys lunastusvelvollisuudesta ja lunastusoikeudesta »Skal der påhvile selskabsdeltagerne pligt at lade selskabet eller andre indløse deres aktier helt eller delvist, og selskabet eller andre har pligt til at foretage en indløsning, skal dette fremgå af vedtægterne.» Ks. myös *Gomard* s. 109 s., *Hørlyck* s. 50 ja *Thomsen* s. 79—87.

[72] *Werlauff—Nørgaard* s. 82 s.

siitä, kenellä on oikeus vaatia lunastusta.[73] Tällainen määräys voidaan ottaa yhtiöjärjestykseen yhtiön perustamisen yhteydessä tai se voidaan liittää myöhemmin käyttöön otettaviin uusiin osakelajeihin.[74] Myös Tanskan osakeyhtiölakiin sisältyy muiden Pohjoismaiden tapaan yli 90 % osakkeista ja äänistä omistavan emoyhtiön lunastusvelvollisuutta koskevat säännökset.[75] Tanskalaisten säännösten osalta on muistettava, että Pohjoismaiden osakeyhtiölait eroavat jossain määrin toisistaan. Suomen ja Ruotsin lakien lähtökohtana on lunastusoikeuden käyttäminen vasta sen jälkeen, kun osake on siirtynyt kolmannelle henkilölle. Norjan laki sallii etuosto- ja lunastuslausekkeen tyyppiset luovutusrajoitukset[76] ja Tanskan lain salliessa lähestulkoon kaikenlaiset rajoitukset. Ruotsin laki puolestaan ei salli suostumuslauseketta.[77] Näistä eroista ei kuitenkaan voitane päätellä, ettei tanskalaista aineistoa muutoin voitaisi käyttää apuna tulkinnassa.

Myös Norjassa on pidetty mahdollisena yhtiöjärjestykseen otettavaa lunastusmääräystä, joka velvoittaa toisen osakkeenomistajan tietyssä tilanteessa lunastamaan toisen osakkeenomistajan osakkeet. Kyseiset osakkeenomistajat eivät ole missään oikeussuhteessa keskenään, vaan kumpikin ainoastaan omistaa saman osakeyhtiön osakkeita. Koska kumpikin heistä on oikeussuhteessa yhtiöön, on yhtiöjärjestysmääräyksen välityksellä katsottu voitavan asettaa kummallekin velvoitteita myös heidän keskinäisessä suhteessaan.[78]

4. Lunastusvelvollisuusmääräyksen tehokkuudesta

4.1. Yleistä

Suurimmat käytännön ongelmat liittyvät määräyksen tehokkuuteen. Lähtökohtaisesti lunastusvelvollisuusmääräys otettaisiin yhtiöjärjestykseen juuri sellaisten osakkaiden varalta, jotka pyrkivät itselleen etua saadakseen loukkaamaan vähemmistön etua tai sellaisen enemmistön etua, joka ei käytä määräysvaltaa. Tällainen osakas tulisi näin ollen tekemään kaikkensa välttyäkseen lunastusvelvollisuudelta tai ainakin siirtämään sen alkamista niin pitkälle tulevaisuuteen kuin mahdollista.

---

[73] Lov om aktieselskaber § 20 a. Ks. *Thomsen* s. 147—151.

[74] *Hørlyck* s. 50 ja *Gomard* s. 110 alav. 13.

[75] Säännöksiä ei ole Suomen, Ruotsin ja Norjan osakeyhtiölakien tapaan sijoitettu fuusiota käsittelevään lukuun, vaan osaketta, osakekirjaa ja osakeluetteloa koskevaan 4. lukuun.

[76] Laajemmin etuosto- ja lunastusoikeudesta ks. *Austenå*, Stensilserie s. 275 ss. tai *Austenå* s. 218 ss.

[77] Alunperin Ruotsin osakeyhtiölakiin esitettiin otettavaksi Suomen nykyistä säännöstä muistuttava suostumuslauseke. Perustelujen lähtökohtana oli yhtiön hallitukselle vapaan suostumuksenanto- tai epäämismahdollisuuden tarjoava suostumuslauseke. *SOU 1971:15* s. 161 s. Tästä luovuttiin, koska katsottiin suostumuslausekkeen tarjoavan enemmistölle liian suuret mahdollisuudet määräysvallan väärinkäyttöön, *Prop. 1975:103* s. 229. Ks. myös *Nuolimaa* s. 56.

[78] *Aarbakke*, Festskrift till *Sjur Brækhus* s. 611 s., joka vertaa asiaa etuosto- tai lunastuslausekkeeseen, joiden yhtiöjärjestykseen ottaminen perustuu laissa olevaan tämän sallivaan säännökseen. Kuitenkin hän katsoo, ettei tämä estä muiden määräysten ottamista (»bør neppe gi grunnlag for en antitetisk slutning»).

Jos lunastuksen alkua siirretään kovin pitkälle tulevaisuuteen, saattaa kohdeyhtiön arvo joko yleisen taloudellisen tilanteen tai määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan toimenpiteiden seurauksena laskea huomattavastikin.[79] Saattaa jopa käydä niin, ettei lunastusvelvollinen enää pysty oman heikon taloudellisen tilanteensa vuoksi suorittamaan lunastusta, vaikka olisi siirtänyt suuren osan kohdeyhtiön varallisuudesta itselleen.

4.2. Tiukennetun lunastusvelvollisuusmääräyksen sisällöstä

Ensimmäinen edellytys määräyksen tehokkuudelle on siihen liitettävä riittävän laaja yhteistyössä lunastusvelvollisen kanssa toimivien määritelmä.[80] Muutoin määräys on aivan liian helposti kierrettävissä. Toinen edellytys on, että lunastustarjouksen tulee sisältää ainakin käteismaksuvaihtoehto, vaikka vastikkeeksi tarjottaisiinkin jotakin muuta omaisuutta.[81] Muutoin lunastustarjous voitaisiin »vesittää» tarjoamalla vastikkeeksi jotakin muuta omaisuutta, esim. tarjouksentekijäyhtiön liikkeellelaskemia osakkeita tai joukkovelkakirjoja, jotka tarjoushetkellä näyttävät pörssikurssin tai muun selvityksen perusteella näennäisen arvokkailta, mutta joiden muuttaminen rahaksi, ainakaan suuremmissa määrissä, ei joko onnistu lainkaan tai ei onnistu ilman kurssin huomattavaa laskua. Sinänsä lunastusvelvollisen liikkeeseen laskemien osakkeiden tarjoaminen vastikkeeksi lienee monissa tapauksissa kaikkien osapuolten kannalta järkevä vaihtoehto.[82]

---

[79] Tällöin voitaisiin tosin ajatella lunastushinnan määräämistä lunastusvelvollisuuden syntymishetkellä vallinneiden olosuhteiden perusteella. Mutta jos määräys kirjoitetaan samaan muotoon kuin OYL 14:8 :n säännös, niin tällöin osakkeenomistaja voi itse (ellei emoyhtiö aloita menettelyä) ratkaista lunastusvaatimuksen esittämisen ajankohdan, jonka mukaan lunastusarvo pääsääntöisesti määrätään, ja näin tavallaan spekuloida arvon kehittymisellä. Yhtiön arvohan voi uuden pääosakkaan toimenpiteiden ansiosta nousta tai laskea. OYL 14:8 :ää vastaavan ruotsalaisen säännöksen tarkoittamaa arvostusajankohtaa selvittävät *Widhagen*, Festskrift till *Calissendorff* s. 318—322 ja *Hjerner*, Festskrift till *Welamson* s. 286.

[80] OYL 14:8:n säännökseen ei missään Pohjoismaassa sisälly yhteistyössä toimivan määritelmää, vaan lähtökohtana on ollut lunastusvelvollisuuden syntyminen vasta osakeyhtiön tai selkeän konsernin ollessa riittävän suurena osakkaana, *Flodhammar* s. 31—53.

OYL 16:8 2 k:ssa säännelty välikätenä toimimista koskeva rangaistussäännös ei sovellu tähän tilanteeseen, koska siinä kielletään välikätenä toimiminen ainoastaan äänioikeuden rajoittamista koskevan säännöksen tai määräyksen yhteydessä, josta tässä ei ole kysymys. Välikätenä oleminen voidaan pitkälti rinnastaa yhteistyössä toisen kanssa toimimiseen, joten välikäsi- tai bulvaanikysymyksiä koskevaa kirjallisuutta voidaan käyttää apuna tulkinnassa, ks. esim. *Caselius—Heikonen—Huttunen I* s. 169 s., *Sillanpää* s. 34 s. ja *Nuolimaa*, Välikäsisuhteesta sekä *Grönfors* s. 276—350, *SOU 1983:46* ja *Johansson* s. 217 ss.

[81] OYL 14:8 :n lunastusvelvollisuussäännöksen lähtökohtana on käteismaksu, samoin kuin muiden Pohjoismaiden vastaavissa säännöksissä. Vrt. esim. Saksan vastaavantapainen »Eingliederung»-menettely, jossa lähtökohtaisesti tarjotaan vastikkeeksi emoyhtiön osakkeita.

[82] Lunastusvelvollisen ei tarvitse käyttää likvidejä varojaan toimenpiteeseen. Lunastettavien osakkeiden omistajien kannalta vastikkeeksi tarjottavat osakkeet, kunhan ne ovat julkisesti noteerattuja, voivat monissa tapauksissa olla käteistä rahaa parempi vaihtoehto, koska he näin pysyvät tavallaan saman yrityskokonaisuuden osakkaina.

Kolmas ja ehkä tärkein edellytys on määräyksen tehokkuus sellaisissa käytännön tilanteissa, jolloin lunastusvelvollinen ei lähtökohtaisesti ole halukas suorittamaan lunastusta. Velvoitekanteen käyttäminen lunastusvelvollisen pakottamiseksi muiden osakkeenomistajien osakkeiden lunastamiseen on huono keino. Ensinnäkin se edellyttää, että lunastusta haluavat nostavat kanteen asiasta. Ongelmaksi muodostuu tällöin se, että lunastukseen velvoittava tuomio tulee vain kantajan hyväksi. Se ei ole laajaomistuspohjaisessa yhtiössä riittävän suojan sijoittajille turvaava menettelytapa. Tosin ns. ryhmäkannemahdollisuuden[83] käyttöönotto poistaa lähivuosina tämän ongelman. Toinen ja suurempi heikkous liittyy oikeudenkäyntimenettelyn hitauteen. Vaikka yhtiöjärjestykseen liitettäisiin välityslauseke,[84] mikä sinänsä on tällaisissa tapauksissa suositeltavaa, niin lunastukseen velvoittavan päätöksen saaminen kestää joka tapauksessa vähintään useita kuukausia, jona aikana voi kohdeyhtiössä tapahtua merkittäviä muutoksia.

Näin ollen tehokkuus tulisi saavuttaa jollakin sellaisella määräyksellä, joka käytännössä — lähinnä määräysvallan käyttämiseen liittyvien vaikutusten avulla — pakottaa sitä noudattamaan. Tehokkain tapa haluttuun lopputulokseen pääsemiseksi olisi ehkä lunastusvelvollisen hankkimiin osakkeisiin liittyvän äänivallan käytön estäminen joko kokonaan tai ainakin riittävässä määrin siihen asti kunnes lunastusvelvollisuus on täytetty. Tätä täydentäisi hyvin suoranainen lunastusvelvollisuusmääräys, jonka perusteella vähemmistöosakkeenomistaja voisi vaatia uutta enemmistöosakkeenomistajaa lunastamaan hänen osakkeensa.[85]

Yhtiöjärjestysperusteiseen lunastusvelvollisuusmääräykseen liittyisi lisäksi käytännön tulkintaongelmia. Eräs tällainen olisi emoyhtiön omistusosuuden aleneminen lunastusvelvollisuuden syntymisen jälkeen lunastusvelvollisuudelle asetetun rajan alapuolelle. Olisiko lunastusvelvollisuus silti olemassa vai ei? Osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:n tarkoittamassa tilanteessa lunastusvelvollisuuden on tällöin katsottu kerran synnyttyään säilyvän vaikka omistusosuus alenisi 90 %:iin tai sen alle.[86] Lunastusvelvollinen saattaa pyrkiä alentamaan omistusosuuttaan joko luopumalla kertakaikkiaan osasta osakkeita tai kätkemällä omistustaan näennäisesti ulkopuolisten, mutta ehkä tosiasiassa yhteistyössä toimivien osakkeenomistajien haltuun. Yhtiöjärjestyksessä tulisi tämä vähemmistön kannalta hyvin epätyy-

---

[83] Ns. ryhmäkanteesta yleisesti ks. *Wihuri*.

[84] Välimiesmenettelyn käyttämisestä yhtiöoikeudellisissa riidoissa ks. *Roos* s. 379—384, *Koski—af Schultén I* s. 118 ja *Kyläkallio* s. 470 s.

[85] Äänivallan käytön estävä määräys korostaisi yhtiön hallituksen valtaa, koska se joutuisi käytännössä ratkaisemaan lunastus- tai suostumuslausekkeen käyttöön liittyvät kysymykset taikka ratkaisemaan milloin useat osakkeenomistajat esim. toimivat sillä tavoin yhteistyössä, että jollekin heistä sen vuoksi syntyy lunastusvelvollisuus. Hallituksen menetellessä syystä tai toisesta yhtiöjärjestyksen vastaisesti em. asiassa, saattaisi käytännössä käydä niin, että uusi osakas saisi määräysvallan vaikka on laiminlyönyt lunastuksen, jolloin jäljelle jääneiden osakkaiden asema voisi muodostua huonoksi.

[86] *Prop. 1975:103* s. 531 »Däremot bör moderbolaget inte kunna stoppa minoritetsaktieägarnas inlösningsaktion genom att under förfarandet avhända sig aktier i dotterbolag. Detta torde vara klart utan någon särskild bestämmelse härom.»

dyttävä tilanne, jossa lunastusvelvollisuus välillä on ja välillä ei ole, ratkaista määräyksellä, mikä noudattaisi osakeyhtiölain osalta omaksuttua tulkintalinjaa.

4.3. Lunastus- tai suostumuslausekkeesta lunastusvelvollisuuden laiminlyönnin torjujana

Yksi mahdollisuus riittävän tehokkuuden saavuttamiseksi yhtiöjärjestykseen otetulle lunastusvelvollisuusmääräykselle olisi lunastus- tai suostumuslausekkeen ottaminen yhtiöjärjestykseen. Vanhat osakkeenomistajat tai toissijaisesti yhtiö oikeutettaisiin lunastamaan uudelle osakkaalle siirtyneet osakkeet ellei tämä tarjoudu lunastamaan kaikkia vanhojen osakkaiden omistuksessa olevia osakkeita tai määrättäisiin, että osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaaditaan yhtiön suostumus, jos osakkeenomistajan äänivalta osakkeiden hankinnan jälkeen ylittää yhtiöjärjestyksessä määrätyn lunastusrajan ja suostumus olisi annettava ainoastaan, jos kyseinen osakkeenomistaja sitoutuu tekemään kaikkia osakkeita koskevan lunastustarjouksen. Suostumuslauseke estäisi äänivallan käytön, joten määräysvallan hankkinut osakas ei voisi väärinkäyttää enemmistövaltaansa. Toisaalta lunastustarjousta ei olisi välttämätöntä tehdä, jos omistus on esimerkiksi tarkoitettu ainoastaan lyhytaikaiseksi sijoitukseksi eikä osakkeenomistajan tarkoituksena ole käyttää määräysvaltaa kohdeyhtiössä. Muiden osakkeenomistajien näkökulmasta tarkasteltuna tämäntyyppinen lauseke puolestaan turvaisi heidän asemansa ja tarjoaisi mahdollisuuden omistuksesta luopumiseen, jos yhtiön luonne olennaisesti muuttuu.

Lunastus- ja suostumuslauseke voivat aiheuttaa yhtiön todellisen omistuksen ja määräysvallan käytön kannalta vääristyneen tilan. Kumpikin lauseke saattaa estää huomattavan osakemäärän osalta äänivallan käyttämisen, jolloin jokin kenties pieni osakasryhmä tai yhtiön johto voi käyttää huomattavasti omistusosuuttaan suurempaa valtaa yhtiössä.[87] Lausekkeista johtuvan välitilan aikana, joka alkaa osakkeen luovuttamisesta rekisteröidyltä omistajalta ja päättyy uuden rekisteröintiin oikeutetun omistajan ilmoittaessa saantonsa osakeluetteloon merkittäväksi, kukaan ei voi käyttää niihin liittyvää äänivaltaa. Välitilan aikana osakkeet saattavat vaihtaa monta kertaa omistajaa ja joissakin yhtiöissä huomattava osakemäärä voi olla tuolla tavoin passivoituja.

---

[87] Lunastuksen alaisten osakkeiden tuottamaa äänivaltaa ei voi käyttää ennen kuin on selvinnyt käyttääkö joku lunastusoikeutta vai ei tai antaako yhtiön hallitus suostumuksen osakkeiden hankintaan vai ei. Tästä kysymyksestä syntynyt riita saattaa pitkäksi ajaksi passivoida lunastuksen tai suostumuksen kohteena olevat osakkeet, koska prosessin aikana osakkeilla ei voida käyttää äänioikeutta. Ks. esim. *Sandström*, Festskrift till *Knut Rodhe* s. 399 s. Tähän kiinnittää huomiota myös *Johansson*, s. 217, joka huomauttaa lunastuslausekkeen — samoin kuin äänioikeuseroavaisuuksien — saattavan siirtää yhtiön määräysvallan jollekin taholle, joka ei ole sijoittanut yhtiöön määräysvaltaa vastaavaa pääomapanosta, mikä ei olisi osakeyhtiön perusluonteen mukaista. Johanssonin mukaan oleellinen ero äänioikeuseroavaisuuksien ja lunastuslausekkeen välillä on siinä, että äänioikeuserot on suunniteltu etukäteen ja ne on tarkoitettu vaikuttamaan määräysvaltasuhteisiin pitkän ajan kuluessa, kun taas lunastuslauseke em. passivoivan vaikutuksensa vuoksi toimii satunnaisesti.

Lunastuslauseke[88] on vanhojen osakkeenomistajien ja yhtiön kannalta huono vaihtoehto, koska vanhoilla osakkailla ei ehkä ole varoja tai halua lunastukseen ja yhtiön osalta lunastus paitsi, että se edellyttää vapaata omaa pääomaa, saattaa lisäksi heikentää yhtiön taloudellista tilaa.[89] Lunastus tarjoaisi myös ns. nurkanvaltaajalle oivan tilaisuuden sijoituksensa rahaksi muuttamiseen, mikä ei voine olla tavoitteena.

Yhtiöjärjestykseen otettava suostumuslauseke voidaan muotoilla melko vapaasti,[90] tosin se voi koskea vain luovutustoimin tapahtuvia vapaaehtoisia luovutuksia.[91] Tanskalaisessa kirjallisuudessa on suositeltu suostumuslauseketta täydennettäväksi määräyksellä, jonka mukaan yhtiöllä olisi velvollisuus lunastaa sellaiset osakkeet, joiden hankkimiseen ei anneta suostumusta. Tämä turvaisi vanhoille osakkeenomistajille mahdollisuuden luopua omistuksestaan tyydyttävällä hinnal-

---

[88] On mahdollista laatia monentyyppisiä lunastuslausekkeita. Eräs kaikkien osakkeenomistajien edut osakkuudesta luopumistilanteessa hyvin turvaava malli, joka tosin sopii vain muutamien omistajien hallitsemaan osakeyhtiöön on *Roosin*, s. 387, kehittelemä lauseke, jota *Werlauff ja Nørgaard*, s. 101 kutsuvat hiirenloukkulausekkeeksi (»musefældeklausulen»). Sen mukaan osakkeenomistaja A:n, joka haluaa luopua osakkeistaan, tulee tehdä tehdä tarjous toisen (tai toisten) osakkeenomistajan B:n osakkeiden ostamisesta. Tämän jälkeen B voi joko hyväksyä sen, jolloin A ostettuaan B:n osakkeet voi myydä koko yhtiön ja siten muuttaa sijoituksensa rahaksi tai B voi tarjoutua ostamaan A:n osakkeet samoilla ehdoilla. Tällaisessa tilanteessa A joutuu asettumaan sekä myyjän että ostajan asemaan miettiessään tarjouksen ehtoja, koska ne pitää muotoilla toisaalta siten, että hän on omat osakkeet myydessään tyytyväinen saamaansa vastikkeeseen ja että hän toisaalta on myös tyytyväinen, jos onnistuu ostamaan toisen osakkeet. Nämä osto- ja myyntivaihtoehdot tasapainottavat toinen toistaan ja siten on mahdollista saavuttaa melko luotettavasti koko yhtiön todelliseen arvoon perustuva osakekohtainen hinta.

Edellä kuvattu osakassopimus tunnetaan myös englantilaisessa kirjallisuudessa, jossa sitä kutsutaan venäläiseksi ruletiksi (»Russian Roulette agreement»). *Stedman ja Jones* huomauttavat, että lauseke sopii vain taloudellisesti riittävän vahvojen osakkaiden väliseen sopimukseen, koska muutoin vahvempi osapuoli voi tehdä omalta kannaltaan edullisen tarjouksen tietoisena siitä, ettei heikompi osapuoli kuitenkaan pysty lunastamaan hänen osakkeitaan. *Stedman—Jones* s. 236 s.

[89] Yhtiölle itselleen voidaan lunastuslausekkeessa antaa vain toissijainen lunastusoikeus. Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös oikeuttaa yhtiö tarjouksesta vapaalla omalla pääomalla lunastamaan omia osakkeitaan. Omien osakkeiden lunastuksesta ks. *Koski, Yhtiöoikeus* s. 7:19, *Kyläkallio* s. 299, *Kyläkallio* DL 1981 s. 330 ja yleisesti osakeyhtiön oman pääoman suojaamisesta esim. *Lindskog*, SvJT 1992 s. 81—107 ja *Posselius—Grosskopf—Gometz—Huldén* s. 51 ss.

Yhtiö voi hankkia omia osakkeitaan vain, jos sillä on tilinpäätöksessä vahvistettua vapaata omaa pääomaa tarvittava määrä, välitilinpäätös tms. muu laskelma ei ole riittävä selvitys asiasta, *Koski, Yhtiöoikeus* s. 7:20 ja KKO 1984 II 58; toisin *Koivisto*, Tilintarkastus 1991 s. 140 s. Välitilinpäätöksen merkitystä kuvaa hyvin sen ruotsinkielinen vastine »kontrollbalansräkning,» ks. esim. *Oppenheimer*, Balans 2/1992 s. 12—17, ts. sen perusteella voidaan ratkaista onko yhtiö esim. tilikauden kuluessa asetettava selvitystilaan vai ei, mutta sen avulla ei voi luoda vapaata omaa pääomaa taseeseen.

[90] Suostumuslausekkeen sisällöstä ks. *HE 27/1977* s. 31, *Koski—af Schultén I* s. 121, *Nuolimaa* s. 294 ss., *SOU 1971:15* s. 161 s., *Prop. 1975:103* s. 229 ja *Skåre—Knudsen* s. 78 ss.

[91] Se ei ts. koske perhe- ja perintöoikeudellisia saantoja eikä osakkeen hankkimista pakkohuutokaupasta tai konkurssipesästä. OYL 3:4, *Koski—af Schultén I* s. 121 s. Nämä soveltamisalan rajoitukset eivät kuitenkaan olennaisesti heikentäisi sen merkitystä laajaomistuspohjaisessa yhtiössä, jossa määräysvaltaan oikeuttavat osakkeet normaalisti hankitaan vapaaehtoisilla osakekaupoilla.

la, mutta jäljelle jäävien osakkaiden määräysvalta ei kuitenkaan olisi uhattuna.[92] Lunastaminen edellyttää luonnollisesti riittävän vapaan oman pääoman olemassaoloa.

Suostumuslauseke on määräysvaltaa käyttävien vanhojen osakkeenomistajien näkökulmasta lunastuslauseketta tehokkaampi, koska se ei edellytä sen paremmin vanhojen osakkeenomistajien kuin yhtiönkään lunastavan uudelle omistajalle luovutettua tai luovutettavaa osaketta. Nämä eivät siis joudu sijoittamaan varojaan, kenties vastoin tahtoaan, osakkeiden ostamiseen. Toisaalta osakkeet voivat näin jäädä pitkäksi ajaksi sellaisen henkilön omistukseen, jota ei merkitä niiden omistajana osakeluetteloon ja joka ei voi käyttää niihin liittyviä osakasoikeuksia.[93] Osakkeet saattavat olla laajan vaihdannan kohteena, mutta äänivallan ne tuottavat ainoastaan yhtiöjärjestyksen tarkoittaman henkilön omistuksessa. Suostumuslausekkeen rasittamia osakkeita jo ostaneen henkilön asema on usein heikko, koska hänen saattaa olla vaikeata löytää yhtiön hyväksymää ostajaa osakkeilleen.[94] Toisaalta on muistettava, että yhtiöjärjestys ja siinä oleva suostumuslauseke on ollut tai sen olisi pitänyt olla henkilön tiedossa jo ennen osakkeiden hankintaa. Suostumuslausekkeen osalta ongelmana on lisäksi sen kiertomahdollisuus pakkohuutokauppa- tai konkurssimenettelyn avulla.[95]

Suostumuslausekkeen käyttäminen heikentää myös vanhojen osakkeenomistajien asemaa, koska sen vuoksi osakkeen ostamisesta kiinnostuneita henkilöitä on vähemmän kuin muutoin. Näin ollen vanhojen osakkeenomistajien voi olla vaikeata luopua omistuksestaan tai se ei ainakaan onnistu niin hyvällä hinnalla kuin muutoin voisi olla mahdollista. Erityisesti sellaisissa yhtiöissä, joissa on paljon osakkeenomistajia, ei ole suositeltavaa käyttää suostumuslauseketta, koska siitä saattaa aiheutua olemassaoleville osakkeenomistajille huomattavaa haittaa ja hyöty koituu

---

92 *Werlauff—Nørgaard*, s. 84, toteavat yhtiön lunastusvelvollisuudella täydennetystä suostumuslausekkeesta »Gennem sådanne vedtægtsbestemmelser understreges det, at den enkelte selskabsdeltager skal kunne omsætte den i aktierne bundne *kapital*, men at han eller hun ikke nødvendigvis kan overdrage sine forvaltninsmæssige *beføjelser* til andre.»

93 Osakkeeseen liittyviä varallisuusoikeuksia tällainen osakkeenomistaja tosin voi rajoitetusti käyttää, jos osakkeeseen liittyy osinkolippu, koska osingon nostamisen edellytyksenä ei ole osakasluettelomerkintä. Jos osakkeet on liitetty arvo-osuusjärjestelmään voidaan osingon nostokin estää. Samoin tällainen osakkeenomistaja voi mahdollisen osakepääoman korotuksen yhteydessä myydä osakeantilipun, jos sellaista käytetään taikka merkitä mahdollisesti liikkeellelaskettavia toisen lajisia osakkeita, joihin ei liity luovutusrajoituksia.

94 Tähän kiinnittävät huomiota myös *Werlauff ja Nørgaard* s. 84.

95 Kiertämismahdollisuus on selvästi olemassa sellaisten osakkeiden osalta, jotka on merkitty luovuttajan nimiin osakasluetteloon. Ongelmalliseksi suostumuslausekkeen osalta on muodostunut lausekkeen soveltuminen sellaisiin konkurssivelallisen omistuksessa oleviin osakkeisiin, joita ei ole merkitty hänen nimiinsä osakasluetteloon. Huttusen mukaan lähinnä velkojansuoja edellyttää, ettei lauseketta sovelleta tällaisiinkaan tapauksiin, *Huttunen*, Juhlajulkaisu Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 30 vuotta s. 117—133. Kysymyksestä on toistaiseksi olemassa kaksi lainvoimaa vailla olevaa alioikeuden ratkaisua, joissa kysymys on ratkaistu eri tavalla, ks. Kajaanin RO 8. 10. 1991 N:o 392 S 90/258 ja Piikkiön KO 15. 10. 1992 S 91/391. Ks. pakkotäytäntöönpanosta suostumuslausekkeen yhteydessä lisäksi *Havansi, Panttioikeus I* s. 355 s., *Nuolimaa* s. 303—339, *Olsson* s. 193 s. ja *Sandström*, erit. s. 221—225.

vain määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille, joilla ei ole tarvetta luopua omistuksestaan tai jos on, niin he voivat muita osakkaita helpommin keskenään etsiä uuden »sopivan» omistajan osakkeille tai antaa suostumuksen taikka jopa poistaa suostumuslausekkeen yhtiöjärjestyksestä.

Myös pelkkä suostumuslauseke ilman täydentäviä määräyksiä lunastusvelvollisuudesta voisi olla hyvä suoja merkittäville vanhoille osakkeenomistajille, koska nämä käytännössä valitsevat hallituksen, joka puolestaan päättää suostumuksen antamisesta. Tällöin hallitus voisi asettaa yhtiössä määräysvaltaa tavoittelevan osakkeenomistajan hankkimia osakkeita koskevan suostumuksen antamisen ehdoksi kaikkia muita osakkeenomistajia koskevan lunastustarjouksen tekemisen. Selkeintä olisi yhtiöjärjestyksessä kytkeä suostumuslauseke ja lunastusvelvollisuus yhteen sekä määrätä siihen liittyvistä muista yksityiskohdista, kuten lunastushinnasta.[96]

Sekä lunastus- että suostumuslauseke ovat käyttökelvottomia julkisesti noteerattujen yhtiöiden osalta, koska arvopaperimarkkinalaki ja arvopaperipörssin säännöt edellyttävät noteerattavilta osakkeilta vapaata luovutettavuutta.[97] Hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi on nimenomaan todettu, ettei osakkeeseen saa liittyä »lunastus- tai suostumusmenettelyä luovutuksen yhteydessä.»[98] Toisaalta voitaisiin ajatella, ettei osakkeen vapaata luovutettavuutta rajoita eikä myöskään lunastus- tai suostumusmenettelyä luovutuksen yhteydessä merkitse lauseke, jossa määrättäisiin suostumus tarpeelliseksi ainoastaan lunastusrajan ylittäviin osakehankintoihin. Tätä pienemmät osake-erät voitaisiin normaalisti rekisteröidä osakeluetteloon luovutuksen saajan nimiin, jolloin tämä saisi osakasoikeudet. Tällöin lauseke ei rajoittaisi osakkeen luovutettavuutta muuta kuin tietyissä tapauksissa. Kun toisaalta arvopaperimarkkinalaissa on lunastusta koskeva säännös ja laissa sekä sen perusteluissa on katsottu lunastuksensaantimahdollisuuden olevan osa sijoittajan suojaa, voitaisiin puoltaa näkemystä, ettei määräysvallan tuottavien osakkeiden hankintaan liittyvä suostumuslauseke muodostaisi laissa tarkoitettua luovutusrajoitusta.

5. Lunastusvelvollisuuden tehostamisesta äänivallan rajoituksella

5.1. Yhtiöjärjestyksen äänestysrajoituksista

Toinen mahdollisuus riittävän tehokkuuden saavuttamiseen olisi lunastusvelvol-

---

[96] Tarjouksen tulisi luonnollisesti kohdella kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti ja olla hintatasoltaan yhtiön arvoa vastaava ja useimpia osakkeenomistajia tyydyttävä.

[97] AML 3:10,4 »pörssilistalle otettavan suomalaisen yhtiön osakkeen tulee olla vapaasti luovutettavissa» ja *Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännön* 2:2, 5 k. »arvopaperi on voitava luovuttaa vapaasti.» Kumpaakin säännöstä on täydennetty määräyksellä, jonka mukaan luovutusrajoituksena ei pidetä rajoituslakiin perustuvaa osakkeen luovuttamisen ulkomaalaiselle kieltävää lauseketta.

[98] *HE 157/1988* s. 35.

lisuuden ja äänivallan kytkeminen toisiinsa. Toisin sanoen pyrittäisiin yhtiöjärjestyksessä luomaan järjestelmä, jossa osakeomistuksen määrää ei sinänsä rajoiteta, mutta jos osakas haluaa käyttää omistuksensa mukaisia hallinnoimisoikeuksia, niin niiden käyttäminen olisi mahdollista vasta sen jälkeen kun vähemmistöosakkeenomistajille on tehty tyydyttävä lunastustarjous.

Osakeyhtiölaissa on sinänsä sallittu äänivallan rajoittaminen monella tapaa tai moniääniosakkeiden käyttäminen.[99] Yhtiöjärjestyksessä voidaan esimerkiksi määrätä, ettei kukaan saa yhtiökokouksessa äänestää yli viidesosalla kokouksessa edustettujen osakkeiden tuottamasta äänimäärästä taikka määrätä kullekin osakkaalle jollakin muulla tavoin määräytyvä enimmäisäänimäärä.[100] Jotta tuollainen äänioikeuden rajoitus olisi tehokas, tulisi siihen liittää riittävän laaja yhteistoiminnassa toisen osakkeenomistajan kanssa toiminnan määritelmä.[101] Muutoinhan rajoitus voidaan kiertää hajoittamalla omistus monien eri henkilöiden haltuun.

Osakkeen äänimäärä ei kuitenkaan saa olla riippuvainen siitä, kuka sen kulloinkin sattuu omistamaan,[102] lukuunottamatta luonnollisesti mahdollisesta ääniasteikosta johtuvia eroavaisuuksia.[103] Osakkeenomistajan äänimäärä ei pääsäännön mukaan saa olla riippuvainen siitä käyttääkö hän edustajaa vai osallistuuko hän itse yhtiökokoukseen,[104] mutta yhtiöjärjestysmääräyksin on katsottu olevan mahdollista määrätä osakkeenomistajan ja tämän edustajan sekä edustajan muiden päämiesten osakkeiden tuottamat äänet laskettaviksi yhteen äänioikeusrajoituksen tarkoit-

---

[99] *HE 27/1977* s. 60, *Kyläkallio* s. 430 s., *Koski—af Schultén I* s. 398 s., *Huttunen* s. 165—174. Toinen osakelaji saa tuottaa enintään 20 kertaisen äänimäärän toiseen nähden (tosin vanhan OYL:n aikaisissa yhtiöissä voi olla tätä suurempia äänieroja, OYLVpL 13 §). Yhtiöjärjestys voi sisältää myös määräyksen ääniasteikosta, joka voi olla degressiivinen tai progressiivinen taikka voidaan määrätä, että jokaisella osakkaalla on osakkeiden lukumäärästä riippumatta vain yksi ääni.

[100] Ruotsin osakeyhtiölaissa (SABL 9:3,1) on lähtökohtana osakkeenomistajan äänivallan rajoittaminen enintään viidenteen osaan yhtiökokouksessa edustettuina olevien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Yhtiöjärjestysmääräyksin tästä voidaan poiketa kumpaankin suuntaan. Nykyisin ovat enintään 10 kertaiset äänierot sallittuja. Kuten Suomessa voi myös Ruotsissa olla vanhan lain aikaisissa yhtiöissä edelleen tätä suurempia eroja. Laajemmin ks. esim. *SOU 1971:15* s. 226—228, *Prop. 1975:103* s. 390 s., *Kedner—Roos I* s. 233—237 ja *Rodhe* s. 128—133.

[101] *Smith* s. 191–194.

[102] *Rodhe*, s. 130, »olika röstvärde beroende på vem som äger dem.» *Huttunen* puolestaan on selventänyt periaatetta todetessaan etteivät »minkäänlaiset osakkaan henkilöön liittyvät edellytykset — esim. se että osake kuuluu emoyhtiölle tai eläkesäätiölle tahi valtiolle — voi lisätä tai vähentää ääniä.» *Huttunen* s. 170.

[103] Yhtiöjärjestyksen ääniasteikko voi aikaansaada sen, että sama osake tuottaa suurosakkaan omistuksessa enemmän ääniä kuin pienosakkaan omistuksessa tai päinvastoin. Tällöin äänimäärä on sidottu osakkeenomistajan henkilöön, kuten *Skåre ja Knudsen* toteavat s. 207. He pitävät myös mahdollisena määräystä, jonka mukaan tietyt ominaisuudet omaava henkilö voisi äänestää vain rajoitetulla äänimäärällä.

[104] Tällaiset samoin käyttäytyvät omistajat voivat esiintyä esim. saman asiamiehen välityksellä, koska on katsottu kahta tai useampaa osakkeenomistajaa edustavan asiamiehen voivan mahdollisen äänioikeusrajoituksen estämättä äänestää kunkin osakkeenomistajan osakkeilla erikseen, *Kyläkallio* s. 431.

tamassa mielessä.[105] Osakeyhtiölaissa on osakkeenomistajalle taattu ehdoton oikeus käyttää asiamiestä,[106] mutta ellei äänioikeuden rajoitusmääräystä olisi mahdollista täydentää asiamiehen ja tämän kaikkien päämiesten äänet yhteenlukevalla määräyksellä, ei voitaisi estää yhteistoiminnassa keskenään olevia kiertämästä äänestysrajoituksia.[107] Eräs muoto yhteistoimintaa on organisoitu valtakirjojen kerääminen[108] muilta, yleensä pienosakkailta, jonkun tietyn päämäärän, esimerkiksi määräysvallan saavuttamiseksi.[109] Tosin tällöin osakkeen äänimäärä voi olla riippuvainen toisen osakkeenomistajan äänimäärästä, mutta ilman tuollaista täydentävää määräystä äänioikeutta rajoittava määräys voisi käytännössä olla lähes merkityksetön.[110] Osoitukseksi yhteistoiminnasta ei riitä esimerkiksi saman asiamiehen käyttäminen yhtiökokouksessa, vaan lisäksi henkilöiden tulisi kuulua esimerkiksi samaan konserniin, olla saman luonnollisen henkilön omistamia yhtiöitä, olla saman perheen jäseniä tai olla osakassopimuksessa sitoutuneet samansuuntaiseen käyttäytymiseen taikka olla jollakin muulla osoitettavissa olevalla tavalla läheisessä yhteistoiminnassa samoin kuin yleisesti julkista ostotarjousta tai liputusvelvollisuutta[111] koskevissa säännöksissä tarkoitetaan.

---

[105] *Koski* täydentää em. pääsääntöä toteamalla *jollei* »äänioikeusmääräyksestä tai *yhtiöjärjestyksestä* muualtakaan nimenomaisesti *muuta ilmene*», *Koski—af Schultén I* s. 399, samoin *Koski, Yhtiöoikeus* s. 9:25 (kurs. tässä). *Kosken* kantaa voi perustella OYL 9:3,2 :n sanamuodolla. Samoin *Huttunen*, tosin asiaa laajemmalti perustelematta, s. 170 ja s. 174. Toisin *Kyläkallio*, s. 431, joka tosin hieman epäröiden toteaa »osakkaan äänimäärää ei *saatane* yhtiöjärjestyksen määräyksin panna riippumaan toisen osakkaan äänimäärästä siten, että määrättäisiin edustajan päämiesten ja mahdollisesti myös edustajan omat osakkeet laskettaviksi yhteen, ... » ja jatkaa »Osakkaan äänimäärä ei *saane* olla riippuvainen siitä, käyttääkö hän edustajaa tai avustajaa vai ei tai joutuuko käyttämään laillista edustajaa» (kurs. tässä).

[106] OYL 9:2, *HE 27/1977* s. 59 s. Ruotsin osakeyhtiölain vastaavasta säännöksestä ks. esim. *Johansson* s. 234.

[107] Asiamiehen käyttämisoikeus merkitsee osakkeenomistajan oikeutta pysyä selvillä yhtiökokouksessa käsiteltävistä asioista ja mahdollisesti puheoikeutta käyttämällä pyrkiä vaikuttamaan muiden osakkeenomistajien äänestyskäyttäytymiseen. Äänioikeutta rajoittavat säännöksillä ei pyritä etämäänkään tuota mahdollisuutta, vaan niillä pyritään lähinnä vaikuttamaan määräysvallan käyttämiseen yhtiössä.

[108] Valtakirjojen keräämistä apuna käyttäen suoritetut yritysvaltaukset ovat melko yleisiä ulkomailla, ks. siihen liittyvistä menettelytavoista esim. *Herzel—Shepro* s. 143—146.

[109] OYL 9:2, *HE 27/1977* s. 59. Esim. *Smith* huomauttaa, että olisi mahdotonta kerätä valtakirjoja, jos yhtiöjärjestykseen sisältyisi äänestysrajoitus ja määräys edustajan ja päämiesten äänten yhteenlaskemisesta. Tällainen määräys tosiasiassa estäisi osakkeenomistajaa käyttämästä oikeuttaan yhtiökokouksessa asiamiehen välityksellä. *Smith* kuitenkin hyväksyy rajoituksen s. 193 s. Hyväksyvällä kannalla ovat myös *Skåre—Knudsen* s. 207 ja *Marthinussen—Aarbakke* s. 287 s. Myös *Andenæs* hyväksyy rajoituksen, s. 163, todeten kuitenkin, että mainittu rajoitusmääräys sopii huonosti yhteen asiamiehen käyttämisoikeuden kanssa.

[110] Esim. Norjassa on joissakin yhtiöissä äänestysrajoitusmääräyksiä täydennetty yhteistoiminnassa olemista koskevilla määräyksillä. *Smith*, s. 192, käyttää esimerkkinä tällaisesta määräyksesta Kværner Industrier A/S:n yhtiöjärjestyksessä olevaa määräystä »Selskaper som hører til samme konsern eller gruppe, betraktes som én aksjonær.» Määräys »kuuluu samaan konserniin tai *ryhmään*» antaa näin ollen sen soveltamisen osalta melko vapaat kädet yhtiön hallitukselle ja yhtiökokoukselle.

[111] Esim. Norjassa osakeyhtiölain 3 luvun 9 §:ään, joka vastaa OYL 3:13:ää, on otettu muiden Pohjoismaiden laeista poiketen myös liputusvelvollisuutta koskevat säännökset, joiden mukaan yli 10 %:a pörssinoteeratun yhtiön osakkeista tai äänistä hankkineen tulee ilmoittaa siitä, samoin

Äänestysrajoitusten osalta on myös pohdittu sitä, muodostavatko ne jo sellaisenaan tai mahdollisesti yhteistoiminnassa toisen osakkaan kanssa olemisen määritelmällä täydennettynä lainsäädäntöön tai arvopaperipörssin sääntöihin julkisesti noteerattujen osakkeiden osalta yleisesti sisältyvän osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatteen rajoituksen.[112] Ruotsissa äänestysrajoitukset on hyväksytty ja lakiin on jopa otettu pääsäännöksi, ettei kukaan osakkeenomistaja saa äänestää yli viidesosalla yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista. Sääntelyn tavoitteena on ollut lisätä pienosakkaiden merkitystä ja vaikutusvaltaa.[113] Lunastusvelvollisuutta ei kuitenkaan voida, vaikka se syntyisi alhaisella omistusosuuden tasolla, katsoa osakkeen vapaan luovutettavuuden esteeksi, koska se on lähinnä tarkoitettu suojaamaan sijoittajia — osakkeenomistajia — eikä se sinänsä estä ketään hankkimasta yhtiön osake-enemmistöä tai määräysvaltaa. Lunastusvelvollisuus on lisäksi hyvin yleisesti hyväksytty osaksi arvopaperimarkkinoiden sääntelyä.[114]

Äänestysrajoitukset on katsottu olevan mahdollista liittää varsin monenlaisiin edellytyksiin, kuten jo edellä sanottu osoittaa. Äänestysrajoitus tai moniäänten saaminen voidaan tehdä yhtiöjärjestyksessä tietyistä edellytyksistä riippuvaksi.[115]

Jos yhtiöjärjestykseen otettaisiin määräys, jonka mukaan osakas voisi hankittuaan lunastusvelvollisuusrajan ylittävän määrän osakkeita äänestää yhtiökokouksessa esimerkiksi yli viidettäosaa edustavalla äänimäärällä vasta sen jälkeen, kun on tarjoutunut lunastamaan kaikkien muiden omistamat osakkeet, tällainen määräys pakottaisi määräysvaltaa havittelevan osakkaan tekemään lunastustarjouksen.

---

kuin sen jälkeen jokaisesta yli viiden prosentin lisäyksestä tähän. Osakkeenomistajan omien osakkeiden lisäksi otetaan huomioon hänen avio- tai avopuolisonsa, alaikäisten lastensa, hänen määräysvallassaan olevan yhtiön omistamat osakkeet ja osakkeet, jotka joku hänen kanssaan tekemänsä sopimuksen perusteella tai muutoin yhteistoiminnassa (»eller for øvrig opptrer i forståelse med») oleva omistaa. Ks. *Marthinussen—Aarbakke* s. 114—119, *Skåre—Knudsen* s. 87—90 ja *Smith* s. 191—194. Säännös muistuttaa Suomessa AML:iin otettua vastaavaa normia.

[112] Ks. *Smith* s. 192 s., jossa selostetaan Oslon arvopaperipörssin päätöstä, jonka Norjan handelsdepartementet on hyväksynyt (Kværner/Elkem — saken, 10. 4. 1987). Päätös koski Kværner Industrier A/S:n yhtiöjärjestyksen määräystä, jonka mukaan kukaan osakkeenomistaja ei saa omasta eikä toisen puolesta äänestää yli 10 %:lla osakepääomasta. Äänestysrajoitusta oli täydennetty edellä alav. 110 mainitulla yhteistoiminnassa olevia tarkoittavalla määräyksellä. Yhtiön ylimääräisessä yhtiökokouksessa vuonna 1986 kolmesta erillisestä osakeyhtiöstä muodostunut ryhmä olisi ilman tätä määräystä saavuttanut yli 50 %:n enemmistön äänistä. Yhtiön hallitus suositti ja yhtiökokous päätti lukea nämä kolme yhtiöjärjestyksen tarkoittamaksi ryhmäksi ja soveltaa niihin yhdessä äänestysrajoitusta. Oslon pörssi päätti 16.1.1987 määräajaksi kieltää Kværnerin osakkeiden noteerauksen, koska yhtiö kieltäytyi tunnustamasta näitä kolmea osakasta itsenäisiksi. Pörssin mukaan äänestysrajoitukset voivat haitata osakkeen vapaata luovutettavuutta. Laajemmin tapauksesta ks. *Andenæs—Bjørland* s. 84 ss.

[113] Monien pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin on otettu viidesosaa alhaisempi äänestysrajoitus. Ks. *SOU 1986:23* s. 46 ja Ruotsin osalta myös *Smith* s. 194.

[114] Eriasteisia lunastussäännöksiä on useimpien kehittyneet arvopaperimarkkinat omaavien maiden lainsäädännössä tai itsesääntelynormeissa.

[115] *Huttunen* s. 169 s. ja s. 172, jossa hän toteaa »ainakin siinä määrin kuin moniäänet ovat liitettävissä — muihin kuin henkilöä koskeviin — tiettyihin edellytyksiin esim. voiton saamiseen määrättynä aikana, voidaan äänikaton tai -asteikon osalta menetellä samoin.» Myös ruotsalaisessa hallituksen esityksessä osakeyhtiölaiksi todetaan »Man kan också låta aktier av visst slag få lägre eller högre röstvärde *under vissa förutsättningar*» (kurs. tässä) *Prop. 1975:103* (Del B) s. 313. Samoin *Rodhe* s. 130.

Enimmäisäänimäärää koskevan määräyksen tulee osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen[116] vuoksi koskea kaikkia, siis myös vanhoja, osakkeenomistajia. Tällainen määräys ei liene myöskään sillä tavoin osakkeen vapaata luovutettavuutta[117] rajoittava kuin arvopaperimarkkinalaki tai arvopaperipörssin säännöt tarkoittavat, joten se soveltuisi myös julkisesti noteeratuille yhtiöille.[118] Määräys koettaisiin ilmeisesti myös sijoittajien keskuudessa myönteiseksi, koska se turvaisi tehokkaasti vähemmistöosakkeenomistajan aseman, olipa tämän omistusosuus suuri tai pieni. Näin määräysvallan tuottavan osan moniääniosakkeista hankkinut osakas ei voisi käyttää osakkeidensa tuottamaa valtaa ainakaan muiden osakkeenomistajien vahingoksi ennen kuin on tarjoutunut ostamaan kaikki osakkeet.

5.2. Äänestysrajoituksen kytkemisestä lunastustarjoukseen

Jos äänivallan käyttö esimerkiksi tietyn rajan ylittävältä osalta olisi kytketty lunastustarjouksen tekemiseen, niin tällöin osakkeet, toisin kuin lunastus- tai suostumuslauseketta käytettäessä, voitaisiin merkitä välittömästi osakasluetteloon.[119] Samalla yhtiön olisi helppo seurata omistusrakennettaan ja vasta jonkun osakkaan omistus- tai ääniosuuden ylitettyä tietyn lunastusvelvollisuudelle asetetun rajan estettäisiin äänivallan käyttäminen. Tällöin yhtiön hallituksen tulisi aktiivisesti seurata omistuksen kehittymisestä ja jonkun osakkaan ylitettyä lunastukselle asetetun rajan ilmoittaa tästä kaikille osakkaille.

Lunastusvelvollisuusmääräys voitaisiin muotoilla myös siten, ettei lakimääräistä (AML 6:2, ts. 2/3) ankarampaa lunastusvelvollisuutta olisi lainkaan, mutta osakkeenomistaja voisi vasta lunastustarjouksen tehtyään käyttää täysimääräistä äänivaltaa. Jos taas tavoitteena ei olisi määräysvallan käyttäminen, niin äänivallan menettämisellä ei näiden yhtiöjärjestyksessä määrätyn rajan ylittävien osakkeiden osalta olisi merkitystä, koska jäljelle jäävät vähemmistöosakasta suojaavat osakkeiden lukumäärään perustuvat oikeussuojakeinot. Osakasta ei tarvitsisi vasten tahtoaan velvoittaa lunastamaan muiden osakkeita.

---

[116] Äänestysrajoitus- tai moniääniosakkeiden ei sinänsä ole katsottu olevan vastoin yhdenvertaisuusperiaatetta, vaikka osakeyhtiö on periaatteessa pääomayhtiö, jossa sijoitetun pääoman määrä lähtökohtaisesti ratkaisee vaikutusvallan määrän. Äänestysrajoituksen on huomautettu luovan yhtiön johdolle ja hallitukselle turvatun aseman, mutta joissakin tilanteissa se toisaalta voi osakkeiden ollessa sopivasti hajautettuina antaa jollekin osakkaalle paljon vaikutusvaltaa, *SOU 1986:23* s. 84 s.

[117] Norjassa on esitetty voimakkaiden äänioikeusrajoitusten olevan osakkeen vapaan luovutettavuuden esteenä. Ks. edellä alav. 110 ja 112.

[118] Esim. Ruotsin BankABL:iin ehdotetaan otettavaksi säännös, jonka mukaan tietyn määrän pankin osakkeita hankkinut henkilö ei saa käyttää niiden tuottamaa äänivaltaa, jos osakkeet on hankittu ilman pankkitarkastusviraston etukäteislupaa tai jos osakkeenomistaja käyttää valtaansa tavalla, joka voi vahingoittaa pankin tervettä kehitystä. Ks. *Departementsserien 1991:39* s. 39—42.

[119] Arvo-osuusjärjestelmäkään ei aiheuttaisi tällöin ongelmia. Ks. lunastus- ja suostumuslausekkeen arvo-osuusjärjestelmässä aiheuttamista mahdollisista ongelmista *Sillanpää*, DL 1992 s. 656 s.

Ongelmaksi tosin muodostuisi ainakin lunastushinnan määrittäminen myöhemmässä vaiheessa, kun ko. osakkeet myydään sellaiselle henkilölle, joka haluaisi käyttää äänivaltaa ja olisi sen vuoksi valmis tekemään lunastustarjouksen. Lunastushintaa koskeva määräys voisi olla esimerkiksi korkeampi jomman kumman lunastusvelvollisen osakkeesta maksama hinta. Hinnan selvittäminen saattaisi muodostua mahdottomaksi ja toisaalta se voisi olla myös kohtuuttoman edullinen lunastustarjouksen kohteena olevien osakkeenomistajien kannalta. Tällaisen vasta myöhemmin toteutuvan lunastustilanteen varalta määrätty lunastushinta voisi olla esim. yhtiön KHT-tilintarkastajan määrittelemä yhtiön substanssiarvoon, tuottoarvoon ja pörssikurssiin perustuva käypä arvo samalla tavoin laskettuna kuin emoyhtiön lunastaessa 90 %:sti omistamansa tytäryhtiön osakkeita.

Äänivallan käytön rajoittamiseen perustuva lunastusvelvollisuus voi aikaansaada riitoja aivan yhtä hyvin kuin muukin yhtiöjärjestyksen määräys. Lunastusvelvollinen voisi asiaa koskevan oikeuskäytännön puuttuessa väittää yhtiöjärjestyksen tuollaista määräystä pätemättömäksi tai mitättömäksi ja samalla hän voisi moittia sellaisten yhtiökokousten päätöksiä, joissa äänioikeuden rajoituksia on häneen sovellettu. Määräysvaltaa hän ei kuitenkaan voisi yhtiössä saavuttaa ennen ko. riitoja koskevia oikeuden lopullisia päätöksiä. Näin ollen voitaneen pitää todennäköisenä, että määräysvaltaa vakavasti havitteleva osakas tällöin tekisi lunastustarjouksen eikä ryhtyisi lopputuloksen osalta epävarmaan oikeudenkäyntiin. Lunastushinnasta, olipa se määritelty miten tahansa, voi myös syntyä riitoja, joissa vastaajana olisi lunastusvelvollinen. Tällaisessa riidassa olisi osakkeenomistajien kannalta kyse lähinnä marginaalisesta lunastushinnan osasta.

6. Äänivallan rajoituksista Yhdysvalloissa ja Ranskassa

Äänivallan rajoittamisen avulla tapahtuva lunastukseen pakottaminen muistuttaisi amerikkalaista yritysvaltausten torjumiseksi luotua osavaltiotason lainsäädäntöä. Monissa osavaltioissa on säädetty lakeja — ns. »control share acquisition statute,» joiden mukaan määräysvallan tuottavat osakkeet, tavallisesti 20 %, 33 % tai 50 % äänivallasta, hankkinut osakas ei saa käyttää lainkaan osakkeidensa tuottamaa äänivaltaa ellei yhtiökokous erikseen muiden osakkeenomistajien äänin enemmistöpäätöksellä sitä myönnä. Jos äänivalta myönnetään, tulee itse yhtiön lunastaa päätöstä vastustaneiden osakkeet. Joissakin osavaltioissa äänivalta on saavutettavissa tekemällä muiden omistuksessa olevia osakkeita koskeva lunastustarjous.[120] Äänivallan kokonaan epäävä yhtiöjärjestyksen määräys ei ole Suomessa mahdollinen, mut-

[120] *Herzel—Shepro* s. 59—68, *Herzel—Harris* s. 189 ja *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 301. Yllä kuvatun kaltainen lainsäädäntö on voimassa yli 40 osavaltiossa, merkittävistä osavaltioista vain California ja Texas eivät ole omaksuneet niitä, ks. lähemmin *Herzel—Shepro* s. 442 s.

ta äänivallan rajoittaminen johonkin pieneen määräosaan lienee mahdollista, kuten edellä todettiin.

Toinen yritysvaltausten torjuntaan ja vanhojen osakkeenomistajien aseman suojaamiseen tarkoitettu säännös, jota käytetään joissakin Yhdysvaltain osavaltioissa, on ns. »business combination statute».[121] Se rajoittaa merkittävän (10—20 %) määrän osakkeita ilman kohdeyhtiön hallituksen suostumusta hankkineen osakkaan mahdollisuutta suorittaa merkittäviä yritysjärjestelyjä kohdeyhtiön kanssa. Säännöksissä on yleensä kielletyt toimenpiteet määritelty hyvin laajasti.[122] Rajoituksista voidaan vapautua tekemällä muiden osakkeenomistajien osakkeita koskeva lunastustarjous.

Ranskalaisten säännösten mukaan puolestaan julkisen ostotarjouksen tekemisen laiminlyönnin seurauksena on äänivallan käytön rajoittaminen kohdeyhtiössä. Tarjousvelvollinen ei kuitenkaan menetä koko äänivaltaansa kohdeyhtiössä, vaan ainoastaan tarjousvelvollisuuden luovan rajan ylittävän osakemäärän tuottaman äänimäärän. Oman ongelman muodostaa Ranskassa se, milloin on kyseessä tarjousvelvollisuuden laiminlyönti. Tarjousvelvollinenhan saattaa tehdä tarjouksen hyvin alhaisella hinnalla. Tarjoushinnan muodostuminen on jätetty käytännön ratkaistavaksi, sillä säännöksissä vain todetaan, että hinnan tulee olla sikäläisen valvontaelimen CBV:n hyväksymä.[123]

7. Eri lunastustilanteiden keskinäisestä suhteesta

Jos yhtiöjärjestykseen sisältyy arvopaperimarkkinalain lunastussäännöstä alhaisemman lunastusrajan sisältävä määräys, joudutaan lunastus toimittamaan kaikkiaan kolmen normiston mukaisesti. Ensin yhtiöjärjestyksessä olevan määräyksen edellyttämällä tavalla, sitten arvopaperimarkkinalain lunastussäännöksen mukaisesti ja lopuksi 90 %:n äänivaltaosuuden saavuttamisen jälkeen osakeyhtiölain säännösten mukaan. Nämä lunastustilanteet voivat käytännössä toteutua ajallisesti hyvin lähellä toisiaan, jolloin erityisesti lunastushinnan tulisi olla sama tai lähes sama niissä kaikissa.[124]

---

[121] Ks. säännösten tulkinnasta *Steinberg* s. 725 ss., *Hamilton* s. 1145 ss. ja *Ratner—Hazen* s. 810—836.

[122] »Mergers and other business combinations», *U.S. Regulation of the International Securities Markets* s. 301 ja *Herzel—Shepro* s. 55—58.

[123] *Hertslet*, Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 290. Ranskan säännöksistä ja CBV:stä (Conseil des Bourses de Valeurs) yleisesti ks. *Sillanpää*, DL 1991 s. 691 s.

[124] AML:n ja OYL:n lunastussäännösten eroavaisuuden ja mahdollisuuden lunastustilanteiden samanaikaisesta toteutumisesta on ottanut esille mm. Suomen Asianajajaliiton hallitus arvopaperimarkkinatoimikunnan mietinnöstä antamassaan lausunnossa. Liitto pitää epätyydyttävänä tilannetta, jossa samat osakkeet voivat olla kahden erilaisen lunastusmenettelyn kohteena. DL 1992 s. 557. Ongelmaa ei kuitenkaan nähdäkseni synny, koska kumpaankin säännökseen sisältyy joustomahdollisuus. AML 6:2,1:n mukaan lunastushintana pidettävä käypä hinta on kahden kuu-

Maksuajankohtien eron ja sen huomioon ottamisen joko nimenomaisen koron tai korkotekijästä johtuvan hintaeron muodossa[125] kaikki osapuolet hyväksyvät, mutta muutoin erilaisten hintojen käyttäminen olisi vastoin osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta. Tämän vuoksi yhtiöjärjestykseen otettavan lunastusvelvollisuuslausekkeen hintaa koskevan määräyksen tulisi mahdollisuuksien mukaan vastata tasoltaan osakeyhtiölain lunastussäännöksen tarkoittamaa käypää hintaa. Jos toisaalta lunastus on aloitettu osakkeen noteerausta korkeampaan hintaan, tulee myös arvopaperimarkkinalain lunastussäännöksen toissijainen määräys »jollei olosuhteista muuta johdu» sovellettavaksi ja edellyttää tähän korkeampaan hintaan perustuvaa tarjousta. Osakeyhtiölain vähemmistöosakkeiden lunastustilanteessa edellyttämää käypää hintaa määritettäessä on yleensä noudatettava aiemmin lunastustarjouksessa käytettyä hintaa, koska muutoin helposti loukattaisiin osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta.

Lähdeluettelo

Aarbakke, Magnus: Mislighold i aksjeselskap. Festskrift till Sjur Brækhus 19. juni 1988. LOV, DOM OG BOK. Toim. Thor Falkanger. Oslo 1988 s. 603—614.

Andenæs, Mads Henry: Aksjeselskapsrett. Oslo 1981. (Andenæs)

Andenæs, Mads Henry: Sameier og selskaper. Sameier Ansvarlige selskaper Kommandittselskaper Partrederier. Drammen 1977. (Andenæs, Sameier)

Andenæs, Mads T.—Bjørland, Jan: Børsregler. Lover, forskrifter, uttalelser og vedtak, rundskriv og de relevante EF-direktivene på børs- og verdipapirrettens område. Oslo 1990.

Austenå, Torgeir: Løsningsrettigheter. Særlig om kontraktmessige forkjøps-, tilbuds- og kjøperettigheter til fast eiendom I—II. Institut for privatrett. Universitetet i Oslo. Stensilserie Nr. 6. Oslo 1974. (Austenå, Stensilserie)

Austenå, Torgeir: Løsningsrettigheter. Forkjøps-, tilbuds- og kjøperett til fast eiendom. Drammen 1976. (Austenå)

Bergendal, Ragnar: Aktiebolagets författning och dess yttre rättsförhållanden enligt svensk rätt. Lund 1922.

Bergman, Erik: Tvångsinlösen av aktier: Domarna visar på många oklarheter vid värderingen. Balans 5/1992 s. 20—24.

Betænkning nr. 540 1969. Betænkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning. Afgivet af det af handelsministeriet den 6. november 1964 nedsatte udvalg. København.

Birke, Gunne: Bolagsordning i aktiebolag. Stockholm 1988.

Caselius, Ilmari—Heikonen, A. R.—Huttunen, Allan: Osakeyhtiö. Edellinen osa. (I) Porvoo 1974.

kauden aikana julkisessa kaupankäynnissä osakkeesta maksettujen hintojen keskiarvo, jollei olosuhteista muuta johdu ja OYL 14:8:n mukaan lunastus tapahtuu »käypään hintaan» tai kuten hallituksen esityksessä todetaan käypään todelliseen» arvo, HE 27/1977 s. 108.

[125] Kuten *Hjerner*, Festskrift till *Welamson* s. 287, toteaa »räntetillägg — inte en ränta, utan en ökning av lösenbeloppet.» Samaa korkotekijän lunastushinnassa huomioon ottavaa periaatetta on noudatettu myös meillä.

Christiansen, Per: On the public regulation of the securities market in Norway, with special reference to takeover bids. Österreichische Bank Archiv 1989 s. 946—958.

Christiansen, Per—Bjørland, Jan: Verdipapirhandelloven med kommentarer. Oslo 1990.

Dahlgren, Elisabeth—Moberg, Krister: Tvångsinlösen av aktier. Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr 15. Lund 1976.

Dotevall, Rolf: Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Malmö 1989.

Ds 1991:39. Lämlighetsprövning av ägare i banker. Finansdepartementet. Departementsserien 1991:39. Stockholm 1991.

Epstein, Jacques—Deparis-Maze, Sylvie: French takeovers: control and concert. International Financial Law Review November 1991, s. 30—33.

Flodhammar, Gunnar: Företagsvärdering och tvångsinlösen. Teoksessa Värdering av företag. Utgiven av Institutionen för handelsrätt Lunds universität. Handelsrättslig skriftserie Nr 4. Lund 1991 s. 21—42.

Flodhammar, Gunnar: Företagsvärdering vid tvånsinlösen. Lund 1980. (Flodhammar)

Gomard, Bernhard: Aktieselskaber og anpartsselskaber. Skrifter fra det retsvidenskabelige institut ved københavns universitet 47. København 1986.

Gower, L. C. B.: Gower's Principles of Modern Company Law. With contributions from D.D. Prentice and B.G. Pettet. London 1992.

Grönfors, Kurt: Ställningsfullmakt och bulvanskap. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [XXIX]. Stockholm 1961.

Hamilton, Robert W.: Corporation Finance. Cases and Materials. St. Paul, Minn. 1989.

Havansi, Erkki: Lunastuslausekkeista osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä I ja II. Defensor Legis 1970 s. 134—170 ja s. 316—337.

Havansi, Erkki: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Vammala 1979. (Havansi, Panttioikeus I)

HE 27/1977. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. 1977 vp. n:o 27.

HE 120/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle ulkomaalaisten yritysostoja ja kiinteistönhankintaa koskevaksi lainsäädännöksi. 1992 vp — HE 120.

HE 157/1988. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. 1988 vp. — HE n:o 157.

HE 11/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta. 1992 vp. — HE 11.

HE 318/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. 1992 vp. — HE 318.

Helsingin Arvopaperipörssin toimintaa koskevat säännöt 1992. Osa 1: Osuuskunnan säännöt. Ohjesääntö. Suositus pörssiyhtiön tilinpäätösinformaatioksi. Arvopaperien osto- ja myyntitoimeksiannon ehdot. Arvo-osuuden osto- ja myyntitoimeksiannon ehdot. Pörssieettisen lautakunnan säännöt. Arvopapereiden painatusta koskevat säännöt. Helsinki 1992.

Henn, Günter: Handbuch des Aktienrechts. Heidelberg 1991.

Hertslet, Michael: Neuordnung der französischen Börsenrechts durch das Gesetz vom 2. August 1989. Recht der Internationalen Wirtschaft 1991 s. 284—291.

Herzel, Leo—Harris, Daniel: State anti-takeover Laws. The Company Lawyer, Vol. 9, No 8, 1988, s. 189—191.

Herzel, Leo—Shepro, Richard W.: Bidders and Targets. Mergers and Acquisitions in the U.S. Basil Blackwell 1990.

Hjerner, Lars: Några frågor i samband med tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. Festskrift till Lars Welamson, Malmö 1988, s. 281—313.

Hopt, Klaus J.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? — Teil 1: Der international erreichte Stand des Kapitalmarktrechts — Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1976 s. 201—235.

Hopt, Klaus J.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? — Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen Vergleigh — Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1977 s. 389—441.

Hørlyck, Erik: Aktie- og anpartsselskaber. En introduktion. København 1985.

Huttunen, Allan: Onko keskinäisellä vakuutusyhtiöllä osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:ssä tarkoitettu oikeus lunastaa tytäryhtiönään olevan vakuutusosakeyhtiön vähemmistöosakkeet? Juhlajulkaisu Pertti Juhani Muukkonen 1927—6/8—1987. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja A. Juhlajulkaisut N:o 1 (toim. Risto Nuolimaa, Juha Tolonen ja Kauko Wikström). Turku 1987 s. 41—46.

Huttunen, Allan: Lausunto siitä, vaikuttaako yhtiökokouksen pätevyyteen se, että päätös on vähäosakkaisen osakeyhtiön kahden pääosakkaan ... välisen ... sellaisen osakassopimuksen vastainen, joka on tarkoitettu toisen pääosakkaan suojaksi vähemmistönä ja jonka yhtiö on hyväksynyt itseään sitovaksi ... 23. 3. 1987 (67 s.). (Huttunen, lausunto)

Huttunen, Allan: Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Vaasa 1984. (Huttunen)

Huttunen, Allan: Suostumuslauseke ei koske pakkohuutokaupasta tai konkurssipesästä hankittua osaketta. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 30 vuotta. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A. Juhlajulkaisut N:o 4. Turku 1991 s. 117—133.

Johansson, Svante: Bolagstämma. Stockholm 1990.

Kedner, Gösta—Roos, Carl Martin: Aktiebolagslagen. Del I, kap 1—10 jämte Bokföringslagens bestämmelser om årsbokslut med kommentar. Lund 1991. (Kedner— Roos I)

Kedner, Gösta—Roos, Carl Martin: Aktiebolagslagen. Del II, kap 11—19 jämte Bokföringslagens bestämmelser om årsbokslut med kommentar. Lund 1991. (Kedner—Roos II)

KM 1969: A 20. Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi. Osakeyhtiölakikomitean mietintö ja pohjoismaiset rinnakkaisehdotukset. Helsinki 1969.

KM 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikauppakomitean II osamietintö.

KM 1992:32. Osakeyhtiölakitoimikunnan mietintö.

Koivisto, Risto: Miten määritetään omien osakkeiden lunastukseen käytettävissä oleva vapaan oman pääoman määrä. Tilintarkastus 1991 s. 139—143.

Koski, Pauli: Konserni. Vammala 1977. (Koski, Konserni)

Koski, Pauli—af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölaki selityksin I luvut 1—9. Jyväskylä 1990. (Koski—af Schultén I)

Koski, Pauli—af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölaki selityksin II luvut 10—16. Jyväskylä 1991. (Koski—af Schultén II)

Koski, Pauli—Sillanpää, Matti J.: Yhtiöoikeus. WSOY Tietopalvelut, Helsinki 1988 — ajantasalähetys nro 19, 17. 11. 1992 (Jatkuvatäydenteinen ajantasateos). (Koski, Yhtiöoikeus)

Kyläkallio, Juhani: Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Espoo 1987. (Kyläkallio)

Kyläkallio, Juhani: Voidaanko osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen ottaa määräys, jonka mukaan yhtiö on oikeutettu lunastamaan toiselle siirtynyt osake? Defensor Legis 1981 s. 320—331.

Kyläkallio, Juhani: Yhtiölle osakepääomaa alentamatta lunastetut osakkeet ja yhtiö. Jurisprudentia Turkuensis. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 1961—1986. (toim. Martti Kairinen). Turku 1986 s. 225—231.

Larsson, Gilbert: Kort om företagsvärdering ur ett ekonomiskt perspektiv. Teoksessa Värdering av företag. Utgiven av Institutionen för handelsrätt Lunds universität. Handelsrättslig skriftserie Nr 4. Lund 1991 s. 51—59.

LaVM 4/1978. Lakivaliokunnan mietintö 1978 vp. n:o 4 hallituksen esityksen johdosta uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Lindskog, Stefan: Om aktiebolags anspråk på grund av olovlig kapitalanvändning; särskilt om s. k. bristtäckningsansvar. Svensk Juristtidning 1992 s. 81—107.

Loritz, Karl-Georg—Wagner, Klaus-R.: Das »Zwangsübernahmeangebot» der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht. Zeitschrift für Wirtschafts-und Bankrecht. Wertpapier mitteilungen 1991, s. 709—722.

Marquardt, Alexander: Tender offers in France: the new rules. International Financial Law Review January 1990, s. 35—38.

Marthinussen, Hans Fredrik—Aarbakke, Magnus: Aksjeloven med kommentarer. Aschehoug — Oslo 1986.

Marthinussen, Hans Fredrik: Aksjeloven. (Lov om aksjeselskaper av 6. juli 1957) med kommentar av Hans Fredrik Marthinussen. Oslo 1960.

Monnonen, Elina: Yrityksen arvonmääritys ja yhtiöoikeudelliset arvonmääritystilanteet. Kauppaoikeuden tutkielma Turun kauppakorkeakoulussa 1991.

Muukkonen, P. J.: Osakkeen »ylihinnan» sovittelusta OYL:n 3:3.2 :n mukaan. Defensor Legis 1987 s. 379—389.

Muukkonen, P. J.: OYL 14:8:n ja VYL 16:6:n keskinäisestä suhteesta vähemmistöosakkeita lunastettaessa. Juhlajulkaisu Allan Huttunen 1928—5/11—1988. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja A. Juhlajulkaisut N:o 2 (toim. Martti Kairinen, Leena Kartio ja Ari Saarnilehto). Turku 1988 s. 121—126.

Muutoksia arvopaperimarkkinalakiin. Lausuntonaan Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietinnöstä (komiteanmietintö 1991:48) Suomen Asianajajaliiton hallitus on esittänyt seuraavaa. Defensor Legis 1992 s. 555—557.

Nial, Håkan: Svensk associationsrätt i huvuddrag. Omarbetad i samverkan med Svante Johansson. Institutet för rättsvetenskaplig forskning [LXXX]. Lund 1991.

Nuolimaa, R. O.: Lunastuslauseke ja suostumuslauseke. Osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus. Mikkeli 1984. (Nuolimaa)

Nuolimaa, R. O.: Välikäsisuhteesta. Julkaisematon siviilioikeudellinen laudaturkirjoitus, 2. 2. 1972. (Nuolimaa, Välikäsisuhteesta)

Nuolimaa, Risto: Näkökohtia toissijaisesta merkintäetuoikeudesta. Artikla R.Y:n 10-vuotisjuhlajulkaisu. Kitee 1989 s. 185—198.

Nuolimaa, R. O.: Yritysvaltaus ja sen torjunta. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen seminaari »Yritysvaltaus ja sen torjunta» 1. 2. 1989. (Nuolimaa, esitelmä)

Olsson, Curt: Aktieförvärvares rätt i förhållande till bolaget. Helsingfors 1949.

Oppenheimer, Bertil: Alla parter berörs av kontrollbalansräkningen. Balans 2/1992 s. 12—17.

Ot prp nr 53 (1988—89). Om lov om endringer i lov av 14 juni 1985 nr 61 om verdipapirhandel — tilbudsplikt ved større aksjekøp.

Page, Alan—Ferguson, Robert: Investor protection & the law. Great Britain 1992.

Palmer's Company Law. Principal Editor Geoffrey Morse. Editors Paul L. Davies, Ian Fletcher, John L. Powell, Richard Morris, David A. Bennet, Michael Bridge, Judith Freedman, Eva Lomnicka, Christopher Ryan, David Milman, Margarita Sweeney-Baird, John Usher, Keith Walmsley, David Williams, Stephen Bailey. Twenty-fifth Edition. London — Edinburgh 1992. Release 47: 23—iii—92 (Jatkuvatäydenteinen kuusiosainen ajantasateos).

Penttilä, Seppo: Osakkeen arvo verotuksessa. Tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen. Jyväskylä 1991.

Posselius, Elisabet—Grosskopf, Göran—Gometz, Ulf—Huldén, Lennart: Skyddet för aktiebolagets egna kapital. Stockholm 1990.

Pöyhönen, Juha: Kan man jämka beräkningsgrunderna för lösen i ett aktiebolags bolagsordning? Tidsskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1991 s. 215—241.

Prop. 1975:103. Regeringens proposition nr 103 år 1975. Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.; beslutad den 10 april 1975. Del A, Del B.

Proposal for a 13th Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids. Presented to the Council by the Commission on 19 January 1989. COM (88) 823 final. OJ C 64, 14. 3. 1989 ja Bulletin of the European Communities, Supplement 3/89.

Ramberg, Göran: Något om värdering av »måttligt stora företag». Teoksessa Värdering av företag. Utgiven av Institutionen för handelsrätt Lunds universität. Handelsrättslig skriftserie Nr 4. Lund 1991 s. 43—49.

Ratner, David L.—Hazen, Thomas Lee: Securities Regulation. Cases and Materials. St. Paul, Minnesota 1991.

Relas-Vuorio, Tuovi: Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksestä. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen seminaari »Yritysmuodon valinta ja yrityksen perustaminen» 10.—11. 10. 1989, Hyvinkää.

Rodhe, Knut: Aktiebolagsrätt. Enligt 1975 års aktiebolagslag av Knut Rodhe. Lund 1990. (Rodhe)

Rodhe, Knut: Tvångsinlösen av minoritetsaktier. Förbättringar möjliga. Ekonomisk Revy 1973 s. 533—537.

Rodhe, Knut: Tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. Tidskrift för Sveriges Advokatsamfund 1977 s. 249—255.

Roos, Carl Martin: Avtal och rösträtt. En aktiebolagsrättslig studie. Uppsala 1969.

Sandström, Jan: Aktiebok och rösträtt. Festskrift till Knut Rodhe. Studier i krediträtt och associationsrätt. Stockholm 1976, s. 385—404.

Sandström, Jan: Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie. Lund 1976. (Sandström)

Schultén af, C.G.—Finne, Sten—Koski, Pauli—Malinen, Eino: Ehdotus uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. Oikeusministeriön lainsäädäntöosaston julkaisu 9/1974. Helsinki 1974.

Sillanpää, Matti J.: EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta. Lakimies 1992 s. 1105—1134.

Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta I. Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamiin sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin. Defensor Legis 1991 s. 662—699 ja Julkisesta ostotarjouksesta III. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä tiedonantovelvollisuutta, ehdollista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista säännöksistä. Defensor Legis 1992 s. 643—674.

Sillanpää, Matti J.: Vapaat osakkeet. Ulkomaalaisen omistusoikeutta rajoittavaan lakiin liittyvistä erityiskysymyksistä. Yritysjuridiikka 11. Helsinki 1988.

Skåre, Jan—Knudsen, Gudmund: Lov om aksjeselskaper. Lov 4 juni 1976 nr. 59 med kommentarer av Jan Skåre og Gudmund Knudsen. Kolbotn 1987.

Smith, Lucy: Kampen på aksjemarkedet. En rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak. Universitetsförlaget AS, Bergen 1988.

SOU 1971:15. Förslag till aktiebolagslag m.m. Betänkande avgivet av aktiebolagsutredningen. Statens offentliga utredningar 1971:15 Justitiedepartementet. Stockholm 1971.

SOU 1983:46. Bulvanlag. Delbetänkande av Kommissionen mot ekonomisk brottslighet. Statens offentliga utredningar 1983:46. Justitiedepartementet. Stockholm 1983.

SOU 1986:23. Aktiers röstvärde. Betänkande av röstvärdekommittén. Statens offentliga utredningar 1986:23. Justitiedepartementet. Stockholm 1986.

Stedman, Graham—Jones, Janet: Shareholders' Agreements. London 1990.

Steinberg, Marc I.: Securities Regulation. New York 1991.

Thomsen, Niels: Aktieselskabsloven med ændringer senest af 16. maj 1990 kommenteret af Niels Thomsen. København 1990.

Tiivistelmä osakeyhtiölainsäädännön uudistamista koskevasta hallituksen esityksestä (HE 27/ 1977 vp.) annetuista lausunnoista. Lakivaliokunta, Sihteeri 28. 2. 1978, moniste. (Tiivistelmä OYL lausunnoista)

U.S. Regulation of the International Securities Markets. A Guide for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries. Volume 1 ja 2. Kirj. Edward F. Greene—Alan L. Belle— George M. Cohen—Manley O. Hudson, Jr.—Edward J. Rosen. Englewood Cliffs, New Jersey 1991 (jatkuvatäydenteinen ajantasateos).

Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers. By Laurence Rabinowitz. Consulting Editor M.A.Weinberg, Taxation Editor J. O. Dick, Accountancy Editor R. R. Montgomerie, European Editors Jeremy Lever, Q. C. and Paul Lasok. Fifth Edition. London 1989. Release 6: 8—vi—92 (Jatkuvatäydenteinen kaksiosainen ajantasateos).

Werlauff, Erik—Nørgaard, Jørgen: Vedtægt og aktionæraftale. Viborg 1987.

Widhagen, Gunnar: Om tvångsinlösen av aktier — några reflektioner. Teoksessa Festskrift till Gotthard Galissendorff, toim. Leif Thorsson—Sven Unger. Göteborg 1990, s. 309—327.

Wihuri, Antti-Juhani: Ryhmäkanne. Perusselvitys käyttömahdollisuuksista Suomen oikeusjärjestelmässä. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1992. Helsinki 1992.

Yhdistelmä osakeyhtiölakikomitean mietinnöstä annetuista lausunnoista. Lainvalmistelukunta. Helsinki 1971 (moniste). (Yhdistelmä OYL lausunnoista)

Ylänkö, Olavi: Yhtiön rakennemuutokset ja määrävähemmistö. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen seminaari »Vähemmistönsuoja ja velkojainsuoja osakeyhtiössä.» 4.—5. 2. 1988 Hämeenlinna.

Zöllner, Wolfgang: Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen. Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz herausgegeben von Marcus Lutter—Peter Ulmer—Wolfgang Zöllner. Köln 1992 s. 85—125.

ÜBERNAHMEANGEBOTE

Eine Kapitalmarktrechtliche Untersuchung

ZUSAMMENFASSUNG

1. Einleitung

1.1. Zum Thema

Die vorliegende Untersuchung setzt sich mit dem häufig in Verbindung mit den Besitzregelungen vorkommenden, als Übernahmeangebot bezeichneten Verfahren und den damit zusammenhängenden vornehmlich kapitalmarktrechtlichen Fragen auseinander. Ein ordnungsgemäß funktionierender und hochentwickelter Kapitalmarkt ist volkswirtschaftlich notwendig, damit sich Aktiengesellschaften für ihren Erfolg notwendige, durch das Eigenkapital bedingte Finanzierung beschaffen können. Ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Wertpapiermarktes wiederum setzt voraus, daß sich An- und Verkäufer von Aktien und anderen Wertpapieren auf ordnungsgemäßes Funktionieren, Neutralität und Gerechtigkeit des Marktes verlassen können. Ein Einflußfaktor hierbei sind die Richtlinien für mögliche Übernahmeangebote und das damit eng verbundene, in den Richtlinien einiger Staaten vorgesehene obligatorische öffentliche Übernahmeangebot, d.h. die Einlösungspflicht. Mit dem Thema verbindet sich nicht selten die Problematik eines umstrittenen Übernahmeangebots (engl. hostile takeover) und der Abwehr desselben. Übernahmeangebote und Übernahmeschlachten sind üblich in Staaten mit einem hochentwickelten Kapitalmarkt und haben sich in den letzten Jahren auch in Finnland verallgemeinert.

Typische Fälle für Übernahmeangebote sind bei umstrittenen Angeboten das Angebot des Bieters und das konkurrierende Angebot des die alten Besitzer bzw. das Management unterstützenden Investors für die Aktien der Zielgesellschaft oder auch die Aussetzung der öffentlichen Notierung der Aktien der Zielgesellschaft. Ein öffentliches Übernahmeangebot unterscheidet sich vom normalen Aktienankauf insoweit, als bei einem öffentlichen Übernahmeangebot der Käufer alle Verkäufer gleich zu behandeln hat. Ein öffentliches Übernahmeangebot verlangt eine besondere rechtliche Regelung auch deswegen, weil der Bieter des Angebots und dessen Ziel dabei normalerweise nicht miteinander verhandeln können. Außerdem sind die Parteien nicht selten sowohl in bezug auf das Wissen als auch auf die wirtschaftlichen Ressourcen ungleich gestellt. Ein befriedigendes Endergebnis wird

normalerweise dadurch erstrebt, daß der Bieter eines öffentlichen Übernahmeangebots dazu verpflichtet wird, bestimmte Verfahrensregeln einzuhalten. Darüber hinaus ist nach dem finnischen Wertpapiermarktgezetz ein Aktionär, dessen Stimmrechte zwei Drittel übersteigen, verpflichtet, die restlichen Aktien einzulösen. Ohne maßgebende Richtlinien würde der Investor von anomalen und unvorhersehbaren Risiken betroffen.

1.2. Methodisches

In der vorliegenden Untersuchung wurden hauptsächlich herkömmliche positivrechtliche rechtswissenschaftliche Methoden eingesetzt. Ziel der Untersuchung war es also, das einschlägige Rechtsmaterial zu systematisieren und eingehend zu analysieren. Da das Thema in Finnland wenig erforscht ist, mußte weitgehend ausländische Literatur verwertet werden, wobei insbesondere englisches, amerikanisches und deutsches Recht richtungsweisend waren. Als weiteres methodisches Merkmal sei die außergewöhnlich starke Berücksichtigung der mit diesen Rechtserscheinungen zusammenhängenden wirtschaftlichen Faktoren und ihrer Einflüsse beim Argumentieren hervorgehoben. Bestimmte Situationen, etwa Unabdingbarkeit der Gesetzgebung, Bedeutung der Gleichbehandlung, Wahlmöglichkeiten des Gesetzgebers sowie Beurteilung und Interpretation der Vorschriften, sind so geartet, daß bei ihrer Behandlung Überlegungen der ökonomischen Analyse des Rechts ("Law and Economics") bzw. Berücksichtigung der wirtschaftlichen Tatsachen überhaupt nützlich sein können.

Die ökonomische Analyse des Rechts bemüht sich um die "bestmögliche" Lösung eines einzelnen Rechtsentscheidungsproblems mit Hilfe wirtschaftlicher Argumente. Nach der Schule "Law and Economics" besteht eine (Aktien)Gesellschaft aus einem Vetragsnetzwerk mit folgenden Parteien: Aktionäre, Kreditgeber, Unternehmensleitung, Beschäftigte, Lieferanten und umgebende Gesellschaft. Solcher Vertragsbeziehungen, die von Wirtschaftswissenschaftlern mit dem Begriff "Kosten der Arbeitsteilung" (agency costs, principal–agent -problem) umschrieben werden, gibt es sehr viele. Der vielleicht markanteste Unterschied zwischen der herkömmlichen rechtswissenschaftlichen gesellschaftsrechtlichen Betrachtungsweise und einer gesellschaftsrechtlichen Untersuchung nach den Prinzipien der ökonomischen Analyse des Rechts besteht darin, daß das Augenmerk in der herkömmlichen Rechtswissenschaft auf die Gesellschaft samt ihren Rechtsbeziehungen – die in erster Linie im Lichte der geltenden Rechtsvorschriften erforscht werden – gerichtet wird, während bei der ökonomischen Analyse des Rechts davon ausgehen kann, daß die Maximierung des Ertrags aus der Investition für den Aktionär mehr in den Vordergrund rückt. Dabei wird erörtert, wie die gesellschaftsrechtlichen Normen zum Erreichen dieses Ziels sein sollten oder wie

die vorhandenen Normen auszulegen wären. Ein wirtschaftswissenschaftlich orientiertes Gesellschaftsrecht interessiert sich vornehmlich für Lage und Erwartungen des Aktionärs, auch wenn es gleichzeitig zugibt, daß das Rechtssystem zweckdienlich und gerecht die Aktivitäten der Gesellschaft zu regeln hat und alle Parteien, die mit der Gesellschaft zu tun haben – wie Beschäftigte, Lieferanten, Kunden und die umgebende Gesellschaft – schützen soll. Das Gesellschaftsrecht soll laut dieser Betrachtungsweise für die verschiedenen Parteien solche Rechtsvorschriften herstellen, die diese auch sonst miteinander vereinbart hätten, wenn sie über vollständige Informationen verfügt und keine Transaktionskosten gehabt hätten.

2. Aufbau der Untersuchung

Die Untersuchung besteht aus einem den Hintergrund der Thematik darlegenden Abschnitt und fünf Aufsätzen, die während der Jahre 1991 bis 1993 in rechtswissenschaftlichen Zeitschriften veröffentlicht wurden. Der erste Abschnitt des Werkes setzt sich zuerst mit dem Forschungsthema, dem Übernahmeangebot, dessen rechtlicher Regelung und der einschlägigen Literatur auseinander. Ein wesentlicher Bestandteil der Hintergrundbeschreibung ist der Wertpapiermarkt mit seinen Funktionsprinzipien. Der Wertpapiermarkt ist ein Teil des Kapital- und Finanzmarktes; zur besseren Einsicht in dessen Funktionsprinzipien setzt sich ein Passus kurz mit Struktur und Aufgaben des Marktes auseinander. Ein öffentliches Übernahmeangebot beeinflußt häufig stark die Kursentwicklung des Wertpapiers; aus diesem Grunde wird die Verzerrung des Wertpapiermarktes behandelt: wann handelt es sich um eine normale, annehmbare Preiserhöhung bzw. Preissenkung und wann um eine anomale, unannehmbare Preisänderung? Außerdem werden die Gründe für Verwendung von öffentlichen Übernahmeangeboten und die Formen der praktischen Durchführung erörtert. Dabei wird auch anhand ausländischer Beispiele dargestellt, wann die Pflicht zur Verwendung eines öffentlichen Übernahmeangebots entsteht. Auch die Änderung des Wertpapiergesetzes von Begin dieses Jahres wird einer kritischen Betrachtung unterzogen.

Die drei ersten Aufsätze "*Julkisesta ostotarjouksesta I–III*" (Übernahmeangebote I–III) bilden die grundlegende Darstellung des vorliegenden Rechtsproblems. Die beiden letzteren Aufsätze behandeln die mit dem Forschungsthema verbundenen Sonderfragen: der eine den in Vorbereitung befindlichen Vorschlag für eine EG-Richtlinie und der andere die Möglichkeit, die Einlösungspflicht durch interne Satzungsbestimmungen einer einzelnen Gesellschaft zu verschärfen.

Der *erste* Aufsatz setzt sich mit dem Begriff und der wirtschaftlichen Bedeutung eines öffentlichen Übernahmeangebots auseinander, wobei die entsprechenden Bestimmungen von Schweden, Norwegen, Großbritannien, den USA, Frankreich,

Deutschland und den Europäischen Gemeinschaften rechtsvergleichend behandelt werden. Der *zweite* Aufsatz klärt die Entstehungsgeschichte des finnischen Wertpapiergesetzes und insbesondere der Regeln desselben für öffentliche Übernahmeangebote sowie den Anwendungsbereich der genannten Regelung. Im Anschluß daran wird auch der damit eng verbundene Grundsatz der Gleichbehandlung erörtert. Der *dritte* Aufsatz wiederum behandelt die für die Zuverlässigkeit und ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Wertpapiermarktes sehr zentrale Informationspflicht. Recht oft bemüht sich der Bieter darum, sein Übernahmeangebot irgendwie einzuschränken, etwa dadurch, daß Aktien nur dann angekauft werden, wenn davon eine genügend große Menge erhältlich ist, oder aber dadurch, daß davon nur eine bestimmte Höchstmenge angekauft wird. Das in Finnland eingeführte, die Wertpapierurkunden ersetzende auf EDV-Basis durchgeführte Wertanteildepotsystem bietet interessante Möglichkeiten für Abgabe von bedingten Übernahmeangeboten. Die Möglichkeit zur Verwendung eines bedingten Angebots setzt voraus, daß auch der Empfänger des Angebots gegen mögliche Mißbräuche bzw. für ihn unmäßig nachteilige Vertragsbedingungen abgesichert wird. Die Einlösungspflicht ist ein wesentlicher Teil des Übernahmeangebotsverfahren. Die Einlösungspflicht kommt laut Wertpapiergesetz zustande, wenn die aus den Aktien eines Aktionärs resultierenden Stimmrechte zwei Drittel der Stimmrechte aller Aktien der Zielgesellschaft übersteigen. Problematisch kann dabei ein die Einlösungspflicht zu umgehen versuchender Aktionär werden, der mit einem Kooperationspartner ein gemeinschaftliches Besitzverhältnis herstellt. Die Bedeutung der Formulierung "besitzt gemeinsam mit einer anderen Person" im Kapitalmarktgesetz ist nicht eindeutig, sollte aber nach Ansicht des Verfassers dieser Untersuchung so ausgelegt werden wie der Ausdruck "acting in concert", der in entsprechenden ausländischen Regelungen allgemein verwendet wird und eine weite Auslegung ermöglichen soll.

Der *vierte* Aufsatz "*EY:n 13. yhtiöoikeudellisesta direktiiviehdotuksesta*" (Über den Vorschlag für eine 13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie der EG) behandelt die schon lange in Vorbereitung befindliche und die Gesellschaftstrechtsforscher in Mitteleuropa recht stark interessierende Richtlinie für Übernahmeangebote, die allerdings noch nicht verabschiedet worden ist. Der Aufsatz erörtert die allgemeine Harmonisierung in den EG und den Entwicklungsgang dieses Richtlinienvorschlags. Der Richtlinienvorschlag enthält mehrere für die Regelung der Übernahmeangebote bedeutsame Grundsätze, etwa Gleichbehandlung der Aktionäre, Informationspflicht, Beschränkungen der Befugnisse der Verwaltung der Zielgesellschaft und Verbot der Marktverzerrung. Der Aufsatz behandelt mit diesen Grundsätzen verbundene Auslegungsfragen.

Der *fünfte* Aufsatz "*Lunastusvelvollisuuden tiukentamisesta*" (Über Verschärfung der Einlösungspflicht) erörtert aus gesellschaftsrechtlicher Sicht die Möglich-

keit, durch Satzungsbestimmungen einer einzelnen Aktiengesellschaft die Regelung der Einlösungspflicht gegenüber der im Wertpapiergesetz vorgesehenen Einlösungsregelung etwa durch Herabsetzung der Einlösungsgrenze weiter zu verschärfen. Dabei wird eingangs kurz dargelegt, warum eine derartige Verschärfung der Einlösungspflicht mitunter vonnöten sein kann. Dann behandelt der Aufsatz die Regelung der Aktieneinlösung; die Möglichkeit, eine derartige verschärfte Einlösungspflichtbestimmung in die Satzung der Gesellschaft einzubauen; Probleme, die mit der Wirkung einer solchen Bestimmung zusammenhängen; und die Möglichkeit, die Wirksamkeit der Einlösungspflichtbestimmung durch Einlösungs- oder Vinkulierungsklausel oder durch Einschränkung des Stimmrechts weiter zu steigern.

3. Wirtschaftliche Bedeutung

Öffentliche Übernahmeangebote sind nicht unbedeutend als Wirtschaftserscheinungen, denn sie beziehen sich meistens auf erhebliche wirtschaftliche Werte sowohl als direkte Kaufpreise bei Aktienübertragungen wie auch als Auswirkungen, die durch Änderungen an den Besitzverhältnissen großer Unternehmen bedingt sind. Übernahmeangebote hängen fast immer mit einem Unternehmenskauf zusammen, und zwar mit dem Erwerb einer Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung. Unter diesen Umständen sind die Beweggründe mannigfaltig. In vielen Fällen erfolgt im Anschluß an die Erlangung des Bestimmungsrechts durch Aktienerwerb die Verschmelzung der Gesellschaft oder Realisierung bestimmter Gesellschaftsteile oder des flüssigen Gesellschaftsvermögens, wobei die Mittel unter den Aktionären verteilt werden.

Die meisten öffentlichen Übernahmeangebote – sowohl zahlenmäßig als auch wertmäßig – wurden in den USA abgewickelt, auch wenn die Erscheinung selbst britischen Ursprungs ist. Großbritannien blickt in bezug auf Verwendung von öffentlichen Übernahmeangeboten auf eine Jahrzehnte lange Tradition zurück, wobei die zum Übergang des Bestimmungsrechts führenden Aktiengeschäfte in der Regel auf dem Wertpapiermarkt abgeschlossen werden. Deutschland weist bis in die letzten Jahre hinein nur wenige Übernahmeschlachten um Unternehmensbesitz auf, was auf die starke Konzentration der Besitzbasis zurückgehen dürfte. Auch in anderen Staaten Europas haben Unternehmensübernahmen im Wege öffentlicher Übernahmeangebote stattgefunden.

In Schweden wurden für öffentlich notierte Gesellschaften in den 1980er Jahren über 100 übernahmeangebote gemacht, und auch in Norwegen ist das Verfahren recht üblich. In Finnland sind öffentliche Übernahmeangebote eine recht junge Erscheinung; erst Ende der 1980er Jahre sind sie allgemeiner geworden. Bis Anfang

der 1980er Jahre war der finnische Wertpapiermarkt noch gering und wenig entwickelt. Seit dem Inkrafttreten des Wertpapiergesetzes sind etwa fünfzig öffentliche Übernahmeangebote und Einlösungsangebote durchgeführt worden.

4. Rechtsvergleich

4.1. Großbritannien und USA

Die ersten Regeln für öffentliche Übernahmeangebote in Großbritannien (Queensberry Rules, 1959) bezweckten in erster Linie Absicherung eines frei funktionierenden Wertpapiermarktes, was durch erhöhte Informationsbereitstellung für die Aktionäre erstrebt wurde. Die heutigen Regeln (The City Code on Take-Overs and Mergers) sind vom Jahre 1968. Der City Code ist ein umfassendes Vorschriftenpaket, das bei Bedarf erneuert wird. Er besteht aus Definitionen, zehn Hauptprinzipien und vielen Regeln mit Auslegungshinweisen sowie aus Anlagen. Der Kern ist die Gleichbehandlung der Aktionäre. Dabei wird derjenige zur Einlösung verpflichtet, der sich allein oder mit einer anderen Person gemeinschaftlich über 30 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben hat. Die Einhaltung der Regelungen wird überwacht von The Panel on Take-Overs and Mergers. Die Einrichtung ist gleichzeitig zuständig für Beilegung von Auslegungsstreitigkeiten und Entwicklung der Regelung.

In den USA gründet sich die Regelung der Übernahmeangebote auf das Börsengesetz von 1934. Das Geschehen am Wertpapiermarkt wird überwacht von der Securities and Exchange Commission. Die Aktionäre sollen dadurch geschützt werden, daß ihnen möglichst viel Informationen über die Gesellschaften und deren Aktionäre bereitgestellt werden. Andererseits sollen der Bieter und die Zielgesellschaft untereinander soweit möglich in gleiche Stellung gebracht werden. Zudem kann ein Aktienkauf unter gewissen Bedingungen als tatsächliches öffentliches Übernahmeangebot betrachtet werden. Die Empfänger des Angebots sind berechtigt, ihre Annahme innerhalb der Angebotsfrist zu widerrufen. Die USA hat keine Regeln für die Einlösungspflicht, allerdings haben einige Einzelstaaten Sondergesetze verabschiedet, die die Ausübung des Bestimmungsrechts verhindern sollen, soweit der Übernehmende sich nicht erbietet, die restlichen Aktien zum gängigen Preis zu kaufen.

4.2. Frankreich und Deutschland

In bezug auf Übernahmeangebote ist der französische Wertpapiermarkt – nach dem britischen – am aktivsten in Europa. Gemäß den französischen Einlösungspflichtregeln hat sich ein Aktionär, der sich direkt oder indirekt mehr als ein Drittel der

Aktien bzw. der Stimmrechte einer öffentlich notierten Gesellschaft erwirbt, anschließend zu erbieten, zumindest zwei Drittel aller Aktien zu kaufen. Außerdem wird die Stellung der Minderheitsaktionäre durch die Regel "garantie de cours" verbessert, laut welcher ein Käufer, der sich von einem oder mehreren spezifizierbaren Verkäufern Aktien mit über 50 Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft erwirbt, für alle Aktien der Zielgesellschaft ein zumindest 15 Tage gültiges Angebot zum gleichen Preis abzugeben hat.

Deutschland hat für öffentliche Übernahmeangebote detaillierte Selbstregulierungsnormen (Leitsätze der Börsensachverständigenkommission, 1979). In diesen wird vor allem die Gleichbehandlung aller Aktionäre hervorgehoben.

4.3. Skandinavien

Schweden hat seit 1971 eine von der Börsenkommission der gewerblichen Wirtschaft ausgearbeitete Empfehlung für öffentliche Übernahmeangebote. Die Grundgedanken dieser Selbstregulierungsnorm stammen aus dem City Code. Vornehmster Zweck ist Schutz der Aktionäre vor ungerechter Behandlung, damit das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Investitionen erhaltenbleibt. Dies wird bezweckt durch Regeln für Gleichbehandlung der Aktionäre, durch Informationspflicht und durch Mindestlaufzeit der Angebote.

Das norwegische Gesetz über Wertpapiergeschäfte hat seit 1989 detaillierte Regeln für öffentliche Übernahmeangebote, die für börsennotierte Aktien gelten. Nach dem Gesetz hat sich ein Aktionär, dessen Aktien über 45 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft ergeben, zu erbieten, alle restlichen Aktien einzulösen. Zur Sicherung der Einhaltung der Regeln hat die Börse in Norwegen die Befugnisse, von den im Besitz des die Einlösungspflicht vernachlässigenden Aktionärs befindlichen Aktien der Zielgesellschaft so viele öffentlich zu versteigern, daß keine Einlösungspflicht mehr besteht. Der Aktionär kann auch sein Stimmrecht in der Zielgesellschaft nicht ausüben, solange er die Einlösungspflicht nicht erfüllt hat. Auch sonst hat man von öffentlichen Übernahmeangeboten betroffene Aktionäre so stark schützen wollen, daß das Gesetz als Sicherheit für Aufbringung des Angebotspreises eine Bankgarantie voraussetzt.

5. Regelung des Kapitalmarktgesetzes für öffentliche Übernahmeangebote und Einlösungspflicht in Finnland

5.1. Entstehungsgeschichte der Regelung

Das Kapitalmarktgesetz wurde in Finnland im Jahre 1989 verabschiedet. Zuvor wies die Börsenordnung der Wertpapierbörse Helsinki eine kurze Norm für öffent-

14 Julkisesta ostotarjouksesta

liche Übernahmeangebote auf. Bei der Vorbereitung einer den Kapitalmarkt allgemein regelnden Gesetzgebung wurde für notwendig erachtet, darin nach ausländischen Vorbildern auch Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote einzuschließen. Als Ziel der Regelung wurde festgestellt, daß auch Besitzer kleiner Aktienmengen sich in den Gesellschaften, die sich zwecks Beschaffung des Aktienkapitals an die große Öffentlichkeit wenden, beim Verkauf der Aktien mit Großbesitzern gleichgestellt fühlen sollen. Trotz dieser Betonung der Position der Kleinbesitzer muß festgestellt werden, daß das Gesetz den Schutz der Kleinbesitzer in keiner besonderen Weise erstrebt hat, vielmehr ist das ausdrückliche Ziel des Gesetzes Gleichbehandlung der verschiedenen Investoren und Anlegergruppen. Ziel des Strebens nach erhöhter Gleichwertigkeit der Aktionäre war es, daß nicht einige Aktionäre die Möglichkeit hätten, unter gleichen Bedingungen für ihre Aktien besser bezahlt zu bekommen als andere. Weitere Ziele waren Schaffung eindeutiger "Spielregeln" und Offenheit des Verfahrens in Situationen, in denen sich bedeutende Änderungen an der Besitzbasis einer Gesellschaft vollziehen.

5.2. Anwendungsbereich und Grundsatz der Gleichbehandlung

Laut der vorbereitenden Arbeiten für das Kapitalmarktgesetz ist ein öffentliches Übernahmeangebot "ein in der Zeitung oder über ein anderes Medium veröffentlichtes oder den dem Bieter bekannten Besitzern persönlich zugestelltes Angebot" börsennotierte oder OTC-Listen-Aktien, Wandelschuldverschreibungen, Optionsscheine, Bezugsrechte oder mögliche andere zu Aktien berechtigende Wertpapiere. Nach den Vorarbeiten für das Gesetz handelt es sich nicht um ein öffentliches Übernahmeangebot, wenn das Angebot an eine beschränkte Gruppe vorbestimmter Personen gerichtet wird. Somit kann ein Angebot für öffentlich erachtet werden erstens in einer im Wortlaut des Gesetzes direkt vorgesehenen Situation, wobei das Angebot öffentlich z.B. in einer Zeitung bekanntgemacht wird, und zweitens, wenn es, unter Vermeidung der Öffentlichkeit, an eine andere Gruppe außer an eine beschränkte gerichtet wird.

Laut Kapitel 6, § 1 Kapitalmarktgesetz "darf der Bieter eines öffentlichen Angebots die Besitzer von Wertpapieren der Zielgesellschaft nicht in ungleiche Stellung bringen". Die Vorschrift hat somit den im Gesellschaftsrecht als eingebürgert zu erachtenden Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre angenommen. In Schweden hat der oberste Gerichtshof im sog. "Företagsfinans" -Prozeß einen sich auf ein öffentliches Übernahmeangebot und den dabei einzuhaltenden Grundsatz der Gleichbehandlung beziehenden Rechtsfall entschieden. In der Begründung des obersten Gerichtshofes wird u.a. festgestellt, daß der materielle Inhalt und der Gleichbehandlungsgrundsatz der Empfehlung für öffentliche Übernahmeangebote weit ausgelegt werden sollten. Der oberste Gerichtshof betonte vor allem die

grundlegende Bedeutung des Gleichbehandlungsgrundsatzes bei Absicherung der Interessen der Aktionäre in verschiedenen Situationen.

5.3. Informationspflicht

Laut Kapitalmarktgesetz sind im öffentlichen Übernahmeangebot die vorgesehene Wertpapiermenge, die Laufzeit des Angebots, der Angebotspreis und die Zeit und der Ort der Zahlung anzugeben sowie ausreichende Auskunft zur Beurteilung der Einträglichkeit des Angebots zu erteilen. Eine zentrale Angabe ist der Zweck des Übernahmeangebots, d.h. ob durch das Angebot die Erlangung des Bestimmungsrechts in der Zielgesellschaft erlangt werden soll oder ob man sich nur um den Erwerb einer gewissen, unter der Stimmenmehrheit liegenden Besitzbeteiligung bemüht. Wesentliche Umstände sind auch die frühere Kursentwicklung über eine hinreichend lange Zeitdauer und die Angabe über die bisherige Besitzbeteiligung an der Zielgesellschaft sowie die Auswirkung des Angebots auf dem Sekundärmarkt. Andere in dem Angebot beizufügende Unterlagen sind die Beschreibung der wirtschaftlichen Lage der Zielgesellschaft, die Streuung des Aktienkapitals und die Liste über die größten Aktionäre.

Die Publizitätsform eines öffentlichen Angebots ist nicht vom Gesetz geregelt worden. Zwar wird die Veröffentlichung von der Generalregel des Kapitalmarktgesetzes über Vertrieb von Wertpapieren und deren Erwerb in der gewerblichen Wirtschaft sowie von der Erfordernis der Gleichbehandlung der Aktionäre abgegrenzt, aber dennoch kann der Bieter die seinen Interessen am besten dienende Veröffentlichungsform recht frei wählen.

5.4. Bedingtes Angebot

In der Praxis dürfte ein solches bedingtes Angebot recht allgemein werden, das erlischt, wenn von den Aktien nicht eine gewisse Mindestmenge feilgeboten wird. Dem Käufer nützen die Aktien vielleicht nicht genügend, falls er sich davon nicht die vorgesehene Menge erwerben kann. Ist das Ziel Erlangung von über 50 Prozent der Stimmrechte in einer Gesellschaft, so will der Käufer u.U. gar keine Aktien kaufen, wenn die feilgebotenen Aktien beispielsweise nur 30 Prozent der Stimmrechte ergeben würden. Sämtliche Einschränkungen des Angebots sind deutlich anzugeben. Wegen der im Angebot gesetzten Bedingung kommt ein verbindlicher Vertrag zwischen Käufer und Verkäufer erst dann zustande, wenn die Bedingung erfüllt wird. Dies gilt für beide Parteien, falls in den Bedingungen nicht anderes erwähnt wird. Hat sich der Käufer das Recht vorbehalten, die Aktien auch bei Nichterfüllung der Bedingung zu kaufen, so ist ein unbedingt zusagender Verkäufer an das Angebot so lange gebunden, bis der Käufer mitteilt, ob er den Kauf vollziehen will oder nicht.

Der Gesetzgeber hat als angemessen erachtet, daß der Empfänger des Angebots berechtigt ist, vom Kauf zurückzutreten, wenn der Bieter seine Bindung einschränkt etwa durch eine Klausel, laut der keine Kaufpflicht besteht, falls eine Bedingung, die eine wesentliche Voraussetzung für das Angebot ausmacht, nicht erfüllt wird. Die für den Verkäufer völlig uneingeschränkte Möglichkeit, eine zusagende Antwort auf das Angebot zu widerrufen, ist wiederum in Finnland, im Gegensatz zu vielen anderen Staaten, für den Bieter als unbillig erachtet worden, weshalb eine die Interessen der beiden Parteien zumindest einigermaßen berücksichtigende Regel eingeschlossen wurde. Laut dieser Regel hat der Bieter in bezug auf ein bedingtes Angebot das Recht, die feilgebotenen Aktien zu kaufen, wenn er sich in den Angebotsbedingungen dieses Recht vorbehalten hat und wenn er sich verpflichtet, dem Verkäufer den Unterschied zu zahlen, der sich da als Differenz ergibt zwischen dem Angebotspreis und dem Preis, den er innerhalb eines Jahres jemandem gezahlt hat bzw. einem höheren Preis, den er innerhalb eines Jahres für die betreffenden Aktien erhalten hat.

Eine derart freie Formulierung der Bedingungen eines Übernahmeangebots ist aus der Sicht der entsprechenden Vorschriften anderer Staaten exzeptionell und kann die Stellung der Aktionäre gefährden, denn auf dem Kapitalmarkt aktive Personen entwickeln die ganze Zeit immer kompliziertere Vertragsmodelle zur Erlangung ihrer Ziele. Die Regelung sollte die Stellung eines passiven Zusagenden besser schützen.

6. Einlösungspflicht

Der vielleicht größte Mangel des Gesetzes liegt darin, daß darin keine Pflicht zur Verwendung eines öffentlichen Übernahmeangebots vorgesehen ist, vielmehr kann eine zur Stimmenmehrheit und zu einer nahezu vollen Befugnismacht (d.h. zur Änderung der Satzung) ausreichende Menge Aktien frei auf dem Markt erworben werden. Erst wenn die Stimmrechte des Aktienbesitzers zwei Drittel der Stimmrechte aller Aktien der Zielgesellschaft übersteigen, entsteht die Einlösungspflicht. Selbst der die Befugnismacht innehabende Aktienbesitzer hat unter diesen Umständen kaum Anlaß, die Aktien der Minderheit einzulösen, es sei denn mit dem Ziel, z.B. den Konzernzuschuß auszunutzen.

Der zur Einlösung Verpflichtete hat die Entstehung der Einlösungspflicht unmittelbar veröffentlichen und einen Monat hiernach ein Einlösungsangebot (Zwangsangebot) abzugeben. Das Einlösungsverfahren ist einen Monat nach der Abgabe des Einlösungsangebots einzuleiten. Der Einlösungspreis ist der gängige Preis der Aktie, als welcher der Durchschnitt der für die Aktie während zwölf Monate vor der Entstehung der Einlösungspflicht gezahlten Preise betrachtet wird, soweit sich aus

den Umständen nicht anderes ergibt. Auch wenn die tatsächliche Befugnismachtbeteiligung die Stimmrechtsgrenze von zwei Dritteln überschritten hätte, kann der zur Einlösung Verpflichtete sich bemühen, die Einlösungspflicht ganz zu umgehen, beispielsweise indem er seinen Besitz durch Einschaltung vieler separater Gesellschaften oder einer zum engeren Kreis gehörigen oder sonst mit ihm gemeinschaftlich handelnden Person organisiert. Man kann sich auch bemühen, die Entstehung der Einlösungspflicht hinauszuschieben in der Hoffnung, daß der Börsenpreis, und somit der Einlösungspreis, für die Aktie sinken würde. In diesen Situationen hat der Minderheitsaktionär keine andere Wahl, sondern kann nur den zur Einlösung Verpflichteten darauf drängen, die Aktien zum gängigen Preis der tatsächlichen Entstehungszeit einzulösen, wobei er auch Entschädigung für den ihm durch die Verzögerung der Einlösung möglicherweise verursachten Schaden verlangen kann.

Wenn der die Einlösungspflicht herbeiführende Anteil errechnet wird, werden zum Anteil des zur Einlösung Verpflichteten die Aktien der mit ihm zu demselben Konzern gehörigen Aktiengesellschaft und die im Besitz der Pensionsstiftung derselben befindlichen Aktien gerechnet. Darüber hinaus werden zum obengenannten Anteil die Aktien gerechnet, die der zur Einlösung Verpflichtete gemeinsam mit einer anderen Person besitzt. Derartige Fälle könnten vor allem Situationen sein, in denen die das Bestimmungsrecht erbringenden Aktien im Besitz von mehreren äußerlich gesehen voneinander unabhängigen Personen sind, welche aber von parallelen Interessen verbunden sind, wie z.B. daß die im Besitz dieser Personen befindlichen Aktien zusammen verkauft wertvoller sind als getrennt übergeben und die genannten Personen eben deshalb in paralleler Richtung gehandelt haben. Ein typisches Beispiel ist das in der Begründung des City Code genannte "consortium offer", unter dem das Übernahmeangebot einer neuen Gesellschaft verstanden wird, die eben für das öffentliche Übernahmeangebot mehrerer, Aktien der Zielgesellschaft besitzender Investoren gegründet worden ist. Bei Beurteilung der Einlösungspflicht werden dabei die Aktien zusammengerechnet, die die bietende Gesellschaft und alle deren Aktionäre besitzen.

Das Kapitalmarktgesetz und dessen Begründung stehen in bezug auf die die Einlösungspflicht herbeiführende Grenze im Widerspruch, denn nach dem Wortlaut des Gesetzes entsteht die Einlösungspflicht, wenn der Anteil der Stimmen "zwei Drittel übersteigt", während in der Begründung festgestellt wird, daß "derjenige, der sich zwei Drittel erworben hat", verpflichtet sei, auch die restlichen Aktien einzulösen. Nach der Begründung reichen also zur Entstehung der Einlösungspflicht *genau* zwei Drittel, während im Gesetz die Stimmrechte von *über* zwei Dritteln vorausgesetzt werden.

7. Vorschlag für eine 13. EG-Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts

7.1. Hintergrund

Im Hinblick auf die betrieblichen Funktionsprinzipien, die Einstellung zu Unternehmensübernahmen und die rechtliche Regelung der Frage können die EG-Staaten grob in drei Gruppen aufgegliedert werden: 1) angelsächsische Länder, deren Unternehmen sich durch hohen, vom Ziel der Gewinnmaximierung herrührenden Marktwert auszeichnen und in denen viele Unternehmensübernahmen stattfinden; 2) germanische Länder, deren Unternehmen sich vornehmlich um Verkaufs- oder Zuwachsmaximierung bemühen und in denen die Marktwerte der Unternehmen nur etwa ein Drittel des Wertes betragen, den sie größenmäßig nach angelsächsischem Maßstab haben könnten und in denen Unternehmensübernahmen kaum vorkommen; und 3) lateinische Länder, deren Unternehmen ziel- und marktwertmäßig zwischen den beiden erstgenannten liegen und in denen die Bedingungen für Unternehmensübernahmen recht ungeregelt sind und in denen dem Übernehmenden überraschende und ungeregelte Hindernisse begegnen können.

Diese im Hinblick auf die Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote recht konfuse und uneinheitliche Situation zusammen mit dem starken Aufsehen, das zahlreiche Unternehmensübernahmen erregt haben, hat das Interesse der Europäischen Gemeinschaften für die Regelung auch dieser Frage ausgelöst, wobei zur Sicherung eines ordnungsgemäßen Funktionierens des Binnenmarktes Harmonisierung der Regelungen der verschiedenen Staaten erstrebt wird. Der Wertpapiermarkt spielt eine recht große Rolle in den EU-Staaten. Die marktwert- und umtauschmäßig größten Wertpapiermärkte haben Großbritannien und Deutschland.

In Anlehnung an den Artikel 54 des Grundvertrags der Europäischen Gemeinschaften sind gesellschaftsrechtliche Richtlinien ausgearbeitet worden, durch die eine derartige Vereinheitlichung der gesellschaftsrechtlichen Gesetzgebung erstrebt wird, daß die Aktionäre und andere gesellschaftliche Interessengruppen in den verschiedenen Mitgliedsstaaten untereinander rechtlich gleichgestellt wären und daß jede in einem Mitgliedsstaat eingetragene Firma in einem anderen aktiv sein könnte. Als Ausgangspunkt bei der Regelung dient die nationale Gesetzgebung eines jeden Mitgliedsstaates, an die die Richtlinien gewisse Mindestanforderungen stellen. Nur in einigen stärkere übernationale Eingriffe voraussetzenden Fragen hat man sich der Möglichkeit einer allgemein verbindlichen EU-Gesetzgebung, Verordnungen, bedient. Ein Beispiel ist u.a. die Fusionskontrolle Verordnung. Ziel dabei ist es, die Anziehungskraft der EU-Finanzierungsmärkte bei Investoren zu steigern und dadurch die Finanzmöglichkeiten der ebenda aktiven Unternehmen zu verbessern.

Innerhalb der Europäischen Gemeinschaften wird schon lange die Notwendigkeit diskutiert, Unternehmensübernahmen und andere Übertragungen bedeutender Vermögensteile (engl. controlling stake) zu regeln. Vor allem wollte man dabei die Gleichbehandlung aller Aktionäre sicherstellen, weil ebenda die Abschlüsse über die das Bestimmungsrecht erbringenden Aktien nicht selten direkt zwischen Großaktionären getätigt werden, und zwar ohne Einschaltung des öffentlichen Wertpapiermarktes. Unter solchen Umständen setzen ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Wertpapiermarktes und die Aufrechterhaltung des Vertrauens der Investoren voraus, daß den anderen Aktionären die Möglichkeit zur Aufgabe ihrer Aktien angeboten wird. Teilweise ist das Ziel dadurch erreichbar, daß der das Bestimmungsrecht erlangende Aktionär dazu verpflichtet wird, den anderen Aktionären ein öffentliches Übernahmeangebot abzugeben. Es sollte eine für die Unternehmensübernahmen neutrale Regelung (engl. level playing field -Prinzip) geschaffen werden.

Der erste Entwurf des Vorschlags für die fragliche Richtlinie wurde 1987 veröffentlicht, der eigentliche Vorschlag im Februar 1989. Nach umfangreichen Vorarbeiten und Diskussionen wurde im September 1990 ein revidierter Richtlinienvorschlag erarbeitet. Die Arbeit am Vorschlag geht immer noch weiter. Wegen der verschiedenen Auffassungen der Mitgliedsstaaten wurde die Richtlinie bis jetzt nicht verabschiedet.

7.2. Grundsätze des Richtlinienvorschlags

Der Anwendungsbereich der Richtlinie wird recht umfangreich sein. Laut Artikel 1 findet sie Anwendung auf ein öffentliches Übernahmeangebot für öffentlich notierte Aktien, wobei laut Artikel 2 unter einem öffentlichen Übernahmeangebot ein den Besitzern der im Angebot vorgesehenen Gesellschaft – Zielgesellschaft – gegebenes Angebot verstanden wird, einen Teil oder alle von den Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben, und zwar gegen Barzahlung oder so, daß als Entgelt andere Wertpapiere angeboten werden. Unter Aktien der Zielgesellschaft werden übertragbare Aktien mit Stimmrechten verstanden. Auch andere Wertpapiere, die zum Erwerb solcher Aktien berechtigen, wie etwa Optionsscheine oder Wandelschuldverschreibungen etc., schließt der Anwendungsbereich mit ein.

Der Richtlinienvorschlag enthält fünf Grundsätze, die die der nationale Aufsichtsbehörde bei ihren Aufgaben wahrnehmen muß: 1) Gleichbehandlung der Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft die sich in gleichen Verhältnissen befinden, 2) Bereitstellung einer genügenden Zeit und hinreichender Informationen für die vom Aktionär der Zielgesellschaft zu treffende Entscheidung, 3) Pflicht des Verwaltungs- oder Leitungsorgans der Zielgesellschaft, im Interesse der Aktionäre zu handeln, und demselben auferlegtes Verbot, den Erfolg des Angebots zu behin-

dern, und 4) Marktverzerrungs-Verbot sowie 5) Grundsatz, nach dem das Angebot die Geschäftstätigkeiten der Zielgesellschaft nicht unmäßig behindern darf. Die Grundsätze stammen aus dem City Code.

Der Richtlinienvorschlag definiert in keiner Weise den Angebotspreis. In vielen Ländern hat die Zwangsangebotsvorschrift das Ziel, die Aktionäre dadurch zu schützen, daß ihnen Gelegenheit geboten wird, ihre Aktien zum selben Preis zu verkaufen, der auch für die das Bestimmungsrecht erbringenden Aktien bezahlt wurde. Ein derartiger Schutz ist in der Richtlinie jedoch nicht vorgesehen. Das Angebot braucht auch weder ein Barzahlungsangebot zu sein noch auch nur eine Barzahlungsalternative zu enthalten, vielmehr können als Gegenleistung alle beliebigen Wertpapiere angeboten werden.

7.3. Zielgesellschaft

Die Abwehrmöglichkeiten der Zielgesellschaft werden so eingeschränkt, daß der Vorstand der Zielgesellschaft während der Laufzeit des Angebots weder eine Kapitalerhöhung oder im Hinblick auf das Vermögen und die Schulden der Gesellschaft wesentliche Geschäftsoperationen ohne Zustimmung der Aufsichtsbehörde durchführen noch eigene Aktien der Gesellschaft erwerben darf. Ziel der Vorschrift ist es zu verhindern, daß das Angebot z.B. so abgelehnt wird, daß man schlechte Geschäfte macht oder das wesentlichste und somit für den Käufer interessante Vermögen verkauft oder mit Mitgliedern des Managements diesen außergewöhnliche Vorteile bietende Verträge macht. Der Vorstand ist allerdings berechtigt, die Hauptversammlung zwecks Beschlußfassung über mögliche Abwehrmaßnahmen einzuberufen. Die Hauptversammlung darf Beschlüsse über dieselben erst während der Laufzeit des Angebots fassen, wenn sich die Aktionäre des Angebots bewußt sind, dagegen sind etwaige antizipierende Maßnahmen nicht möglich.

Der Vorstand der Zielgesellschaft hat rechtzeitig vor dem Ablauf der Angebotsfrist seine begründete Stellungnahme zum Angebot vorzubringen. Diese Erklärung hat auch alle dem Vorstand bekannten, sich auf die Ausübung der Stimmrechte der Aktien der Zielgesellschaft beziehenden Verträge zu verzeichnen wie auch den Umstand, ob die Vorstandsmitglieder selbst die in ihrem Besitz befindlichen Aktien dem Bieter zu verkaufen beabsichtigen.

8. Über Verschärfung der Einlösungspflicht

8.1. Zielsetzungen

Da die Einlösungspflichtvorschrift des Wertpapiergesetzes in Finnland nicht sehr effektiv ist, kann in der Praxis vorkommen, daß man in einer oder anderen Weise

diese Vorschriften verschärfen und so die Position des Aktionärs der Gesellschaft für den Fall absichern will, daß sich jemand eine zum Bestimmungsrecht ausreichende Menge Aktien erwirbt aber weder willig noch lediglich kraft Gesetzes verpflichtet ist, die Aktien der anderen Aktionäre einzulösen. Insbesondere ein Großaktionär der Gesellschaft kann eine Verminderung seines Bestimmungsrechts und ein Sinken des Wertes seiner Anlage fürchten, falls jemand die das Bestimmungsrecht erbringenden Aktien von anderen Aktionären erwirbt. Eine Satzungsbestimmung, die den restlichen Aktionären die Möglichkeit zur Aufgabe der Aktien zu angemessenen Bedingungen bieten würde, wäre eine effektive Ergänzung der Minderheitsschutzregelung des Aktiengesetzes.

Mit einer Einlösungspflichtvorschrift – sei es eine dem Wertpapiermarkt entsprechende oder eine verschärfte – ist aber immer – soweit die Ausübung der Stimmrechte nicht durch eine Norm verhindert wird – mit der praktischen Schwäche verbunden, daß der zur Einlösung Verpflichtete das Bestimmungsrecht in der Gesellschaft erlangt, selbst wenn er die Einlösung vernachlässigen würde. Einen zur Einlösung Verpflichteten gerichtlich zur Einlösung anhalten ist ein langsamer Weg. Wenn der zur Einlösung Berechtigte schließlich ein vollstreckbares Urteil erlangt, hat der zur Einlösung Verpflichtete womöglich keine Mittel mehr zur Erfüllung der Einlösungspflicht. Gleichzeitig kann der das Bestimmungsrecht in der Zielgesellschaft ausübende Einlösungspflichtige in der Gesellschaft wesentliche Maßnahmen treffen, die den Wert der Gesellschaft reduzieren oder sie ganz und gar ruinieren können. Damit die Einlösungspflicht auch in der Praxis wirksam ist, müßte die entsprechende Vorschrift die "Erzwingung" der Erfüllung der Einlösungspflicht durch wirtschaftliche Mittel vorsehen.

Wenn derjenige, der sich die das Bestimmungsrecht erbringenden Aktien erworben hat, die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte nicht vor der Abgabe eines übernahmeangebots und der Erfüllung der Einlösungspflicht ausüben könnte – wie dies z.B. nach dem norwegischen Gesetz über Wertpapiergeschäfte der Fall ist -, so könnten die obengenannten Mißstände bei Vernachlässigung der Einlösungspflicht vermieden werden, weil der zur Einlösung Verpflichtete zumindest nicht der Zielgesellschaft schaden könnte. Soweit der zur Einlösung verpflichtete Aktionär tatsächlich die Erlangung des Bestimmungsrechts in der Zielgesellschaft erstrebt, würde er die Einlösungspflicht ordnungsgemäß erfüllen.

In Finnland, sowie in Schweden, haben schon einige börsennotierte Aktiengesellschaften eine verschärfte Einlösungspflicht (1/3) in ihre Satzungen aufgenommen. Eine von diesen hat in ihre Satzung sogar eine solche Vorschrift aufgenommen, nach der der Einlösungspflichtige erst dann mit der die Einlösungsgrenze überschreitenden Aktien stimmen kann, wenn er eine zufriedenstellendes Übernahmeangebot abgegeben hat.

8.2. Über die Einlösung der Aktie

Im Aktiengesetz können die Aktieneinlösungsfälle je nach dem gegliedert werden, ob die Gesellschaft ein Einlösungsrecht oder eine Einlösungspflicht hat, ob der Einlösende die Gesellschaft selbst oder deren Muttergesellschaft ist und schließlich Fälle, in denen ein anderer Aktionär kraft einer Einlösungsklausel oder eines Stimmbindungsvertrages das Einlösungsrecht bzw. die Einlösungspflicht hat. Das Wertpapiermarktgesetz wiederum verpflichtet einen Aktionär, der über zwei Drittel der Gesamtstimmrechte aller Aktien der Zielgesellschaft besitzt, ein Einlösungsangebot für die Minderheitsaktien abzugeben.

Eine Muttergesellschaft, die selbst oder über ihre Tochtergesellschaften über 90 prozent aller Aktien und der Gesamtstimmrechte einer Tochtergesellschaft besitzt, ist in Anlehnung an das Aktiengesetz berechtigt, die Aktien der anderen Aktionäre einzulösen. Ein Pendant zu dieser Einlösungspflicht bildet das Recht des Aktionärs, die Einlösung seiner Aktien durch die Muttergesellschaft zu verlangen. Die Vorschrift basiert auf einem Gedankengang, nach dem Kleinaktionäre in solchen Situationen besonderen Schutz gegenüber der Muttergesellschaft benötigen. Ihnen hat man die Möglichkeit vorsehen wollen, ihre Anlage in der Gesellschaft zu angemessenen Bedingungen flüssig zu machen.

Die Parteien, Aktionär und Muttergesellschaft, können den Einlösungspreis frei untereinander vereinbaren. Können sie sich nicht einig werden, so wird die Preisfestsetzung auf Antrag der die Einlösung begehrenden Partei den von der Zentralhandelskammer zu bestellenden Schiedsrichtern überlassen. Der Einlösungspreis ist nach dem Aktiengesetz der gängige Preis für die Aktie. Bei der Preisfestsetzung wird die Position der Aktien als Minderheitsaktien nicht berücksichtigt, sondern der Preis wird so festgesetzt, als ob es sich um den Verkauf der ganzen Gesellschaft handelte. Der gängige Preis wird nach Substanz- und Ertragswert der Gesellschaft festgesetzt, wobei auch der Börsenkurs für die Aktie oder ein mögliches früheres erfolgreiches öffentliches Übernahme- bzw. Einlösungsangebot berücksichtigt wird.

8.3. Einlösungspflichtbestimmung in der Satzung

Die Satzung einer Gesellschaft ist eine Regelung, die zwischen der Gesellschaft und Parteien, die es mit der Gesellschaft zu tun haben, sowie auch im gegenseitigen Verhältnis der genannten Parteien Rechte und Verpflichtungen schafft. In die Satzung können neben den obligatorischen Bestimmungen auch andere Bestimmungen aufgenommen werden. Ein Teil davon sind im Gesetz vorgesehene, aber nur durch Satzungsbestimmungen einführbare Zusatzregelungen. Einige sind Fälle, in denen durch Satzungsbestimmungen Abweichungen von solchen gesetzlichen Vorschriften möglich sind, die nicht zwingend sind. Außerdem können in die

Satzung andere Vorschriften aufgenommen werden, soweit sie nicht gegen das Gesetz verstoßen. Bei Erörterung der Zulässigkeit einer sonstigen Bestimmung ist die Situation aus der Sicht des Zweckes der mit der Frage u.U. zusammenhängenden Aktiengesetzbestimmung und den allgemeinen Grundprinzipien des Aktiengesetzes zu beurteilen.

Will man die Einlösungspflichtbestimmung des Wertpapiermarktgesetzes verschärfen, so kann eine der im Kapitel 14 § 8 Aktiengesetz vorgesehenen Vorschrift ähnliche Satzungsvorschrift möglich sein, in der ein Aktionär berechtigt wird, einen anderen, das Bestimmungsrecht ausübenden Aktionär zur Einlösung seiner Aktien zu den in der Satzung genauer spezifizierten Bedingungen anzuhalten. Die Minderheitsschutzbestimmungen des Aktiengesetzes können durch Satzungsbestimmungen erweitert werden, wodurch der Minderheitsschutz verbessert wird; dagegen können sie nicht eingeschränkt werden. In bezug auf die für die Aktien eines Minderheitsbesitzers geltende Einlösungsvorschrift kann dies als Denkmodell bedeuten, daß die Einlösungsgrenze für die Muttergesellschaft oder einen anderen das Bestimmungsrecht ausübenden Aktionär durch Satzungsbestimmung etwa auf 50 Prozent oder auf ein Drittel gesenkt werden kann, daß aber für sie eine Berechtigung zur Zwangseinlösung der Minderheitsaktien aufgrund eines solchen Besitzes nicht möglich wird.

Die Herabsetzung der Einlösungspflichtgrenze bedeutet Erweiterung des Minderheitsschutzes. Andererseits kann man sich natürlich fragen, ob eine derartige Vorschrift den allgemeinen Grundsätzen des Aktiengesetzes entspricht. Zu den zentralen Grundsätzen des Gesellschaftsrechtes gehört die freie Übertragbarkeit der Aktien, von der allerdings durch gesetzliche Regelung oder Satzungsbestimmung Abweichungen als möglich erachtet worden sind. An sich schränkt die Einlösungspflicht die Übertragbarkeit der Aktie nicht ein, denn ein Aktionär kann seine Aktie wem auch immer übertragen. Andererseits kann die Einlösungspflicht in der Praxis die Zahl der möglichen Käufer einschränken, weil ein Aktionär, dessen Besitzbeteiligung sich der in der Vorschrift vorgesehenen Grenze nähert, vielleicht die ihm angebotenen Aktien nicht kaufen kann. Auch das Wertpapiermarktgesetz und die Wertpapierbörsenordnung setzen für die an der Börse oder auf der OTC-Liste notierten Aktien freie Übertragbarkeit voraus. Die mit der Erlangung der Bestimmungsrechtsposition verbundene Einlösungspflicht kann jedoch nicht als Übertragungseinschränkung betrachtet werden, weil es sich im Prinzip um eine den Anleger schützende Vorschrift handelt, wie sie auch der Grundsatz der freien Übertragbarkeit ist.

8.4. Über Erzielung einer erhöhten Wirksamkeit der Einlösungspflichtbestimmung

Die erste Voraussetzung für die Wirksamkeit der Vorschrift ist eine damit zu verbindende hinreichend weite Definition über die gemeinschaftlich mit dem zur Einlösung Verpflichteten handelnden Personen, denn sonst läßt sich die Vorschrift leicht umgehen. Die zweite Voraussetzung ist es, daß ein Einlösungsangebot wenigstens die Barzahlungsalternative enthalten muß, auch wenn irgendwelche andere Vermögensteile als Gegenleistung angeboten werden. Die dritte und vielleicht wichtigste Voraussetzung ist die Wirksamkeit der Vorschrift in Situationen, in denen der zur Einlösung Verpflichtete ursprünglich nicht willig ist, die Einlösungspflicht zu erfüllen.

Unter diesen Umständen sollte die Wirksamkeit durch eine Vorschrift erzielt werden, welche in der Praxis – vor allem durch die mit dem Bestimmungsrecht verbundenen und also mittelbaren wirtschaftlichen Auswirkungen – die Erfüllung erzwingt. Die beste Art und Weise zur Erzielung des gewünschten Endresultates wäre vielleicht die Verhinderung der Ausübung der mit den erworbenen Aktien verbundenen Stimmrechte entweder gänzlich oder zumindest in genügendem Ausmaß, bis die Einlösungspflicht erfüllt worden ist. Eine Form zur Erzielung einer hinreichenden Wirksamkeit wäre Aufnahme einer Einlösungs- bzw. Vinkulierungsklausel in die Satzung. Die alten Aktionäre oder zweitrangig die Gesellschaft würden berechtigt, die einem neuen Aktionär übertragenen Aktien einzulösen, falls dieser sich nicht erbietet, sämtliche, im Besitz der alten Aktionäre befindlichen Aktien einzulösen. Eine weitere Art und Weise wäre die, daß zum Aktienerwerb die Zustimmung der Gesellschaft verlangt wird, falls die Stimmrechte des Aktionärs nach Aktienerwerb die in der Satzung vorgesehene Einlösungsgrenze überschreiten, wobei die Einwilligung nur in dem Fall zu erteilen wäre, daß der fragliche Aktionär sich verpflichtet, ein Einlösungsangebot für alle Aktien abzugeben. Somit wäre es nicht notwendig, ein Einlösungsangebot abzugeben, wenn der Besitz beispielsweise nur eine kurzfristige Anlage sein soll und der Aktionär nicht vorhat, das Bestimmungsrecht in der Zielgesellschaft auszuüben.

Die Einlösungs- bzw. Einwilligungsklausel könnte eine Verzerrung der tatsächlichen Besitzverhältnisse und der Ausübung des Bestimmungsrechts in der Gesellschaft bewirken. Sowohl die Einlösungsklausel als auch die Einwilligungsklausel könnte für eine große Aktienmenge die Ausübung der Stimmrechte verhindern, wobei eine kleine Teilhabergruppe oder das Management der Gesellschaft eine größere Macht in der Gesellschaft ausüben kann als die Besitzbeteiligung voraussetzt. Sowohl die Einlösungsklausel als auch die Vinkulierungsklausel sind unbrauchbar für öffentlich notierte Gesellschaften, weil das Wertpapiermarktgesetz und die Wertpapierbörsenordnung für notierte Aktien freie Übertragbarkeit voraussetzen. Andererseits kann man sich vorstellen, daß die freie Übertragbarkeit nicht

durch eine Klausel eingeschränkt wird, in der die Zustimmung nur für einen die Einlösungsgrenze überschreitenden Aktienerwerb verlangt wird. Kleinere Aktienmengen könnten im Aktienregister in normaler Ordnung auf den Namen des Übertragungsempfängers eingetragen werden.

Eine weitere Möglichkeit zur Erlangung einer hinreichenden Wirksamkeit wäre Verbindung der Einlösungspflicht und der Stimmrechte miteinander. Die Satzung würde eine Regelung vorsehen, durch die der Umfang des Aktienbesitzes an sich nicht beschränkt würde, aber die Ausübung der aus dem Besitz resultierenden Bestimmungsrechte – soweit der Aktionär, der sich die zum Bestimmungsrecht berechtigenden Aktien erworben hatte, davon Gebrauch machen will – erst dann möglich machte, nachdem den Minderheitsaktionären ein befriedigendes Einlösungsangebot abgegeben worden wäre. Falls in die Satzung eine Vorschrift aufgenommen würde, nach der eine Aktionär, nachdem er sich eine die Einlösungsgrenze überschreitende Menge Aktien erworben hatte, auf der Hauptversammlung mit beispielsweise über ein Drittel darstellenden Stimmrechten erst dann stimmen könnte, nachdem er sich erboten hätte, alle im Besitz anderer befindlichen Aktien einzulösen, würde die Vorschrift den nach dem Bestimmungsrecht trachtenden Aktionär dazu zwingen, ein Übernahmeangebot abzugeben. Eine derartige Vorschrift würde die freie Übertragbarkeit der Aktie nicht im gleichen Ausmaß einschränken wie es die Regelung des Wertpapiermarktgesetzes bzw. der Wertpapierbörsenordnung vorsieht, weshalb sie für öffentlich notierte Gesellschaften in Frage kommen könnte. Die Vorschrift würde allem Anschein nach auch von den Investoren positiv aufgenommen werden, weil sie die Position der Minderheitsaktionäre effektiv absichern würde, und zwar unabhängig von der Größe der Besitzbeteiligung. Somit könnte ein Aktionär, der sich die das Bestimmungsrecht erbringenden Aktien erworben hatte, deren Macht wenigstens nicht zum Nachteil der anderen Aktionäre ausüben, bevor er sich erboten hätte, alle Aktien zu kaufen.

9. Schlußfolgerungen

Ein öffentliches Übernahmeangebot und die Einlösungspflicht sind Situationen, bei denen viele solche Rechtsprobleme in Erscheinung treten und sich zuspitzen, deren Lösung Wahrnehmung von Interessen und berechtigten Ansprüchen der verschiedenen Parteien voraussetzt. In den Praxisfällen ist es außerdem nicht selten um hohe wirtschaftliche Werte gegangen, was die zur Entscheidungserörterung eingesetzten Ressourcen gesteigert hat. Deshalb kann davon ausgegangen werden, daß die bei diesen Situationen in den Regelungssystemen der verschiedenen Länder entfalteten Grundsätze Auswirkungen haben, die sich bei der Regelung des Kapitalmarktes auch über das vorliegende Einzelproblem hinaus erstrecken. Das englische

Rechtssystem, das bei der Regelung des öffentlichen Übernahmeangebots auf eine lange Tradition zurückblickt, bemüht sich ausdrücklich um Absicherung der Aktionsmöglichkeiten des Investors und dadurch um die des ganzen Kapitalmarktes, indem die Vorgehensweisen in den Übernahmeangeboten erstens so geregelt werden, daß die Parteien die gewählten Bestimmungen als recht empfinden, und zweitens dadurch, daß solche Normen entwickelt werden, daß deren Einhaltung günstiger ist als deren Umgehen. Auf dem Kapitalmarkt handelt es sich letzten Endes um dasselbe wie in jedem Spiel: keine Spieler, falls die Regeln nicht als fair empfunden werden. Genauso lockt der Kapitalmarkt umso mehr Investoren an, je glaubhafter und "rechter" die Regeln sind.

An sich sind Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote und Interpretation der einschlägigen Vorschriften recht problematisch. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, daß sich bei öffentlichen Übernahmeangeboten für Aktien einer öffentlich notierten Gesellschaft marktbestimmende Kräfte nicht selten auf grausame Art geltend machen können. Trotzdem hat die Regelung auf eine von marktaktiven Personen gebilligte Weise gleichzeitig die Situation sowohl eines rechtsschutzbedürftigen Kleininvestors als auch eines wirtschaftlich etablierten Großinvestors abzusichern. Die Regelung hat vorzusehen, daß alle auf dem Markt aktiven Personen ungefährdet handeln können. Außerdem müssen diese Personen die Normen auch selbst als gerecht empfinden, wodurch ihre Neigung zur Einhaltung derselben gesteigert wird. Zum Erreichen dieses Ziels sollten die Normen die Einschaltung unlauterer Verfahrensweisen verhindern und die Risiken marktfremder Faktoren abwehren können. Als zentrales Ziel der Regelung kann Absicherung eines effektiven, aber gleichzeitig gerechten und ungefährdeten Marktgeschehens angesehen werden.

Sehr strikte und formelle Interpretation von Normen kann dazu führen, daß die Zielsetzungen und das Rechtsgut, von denen die Gesetzgebung ausgegangen ist, nicht in Erfüllung gehen. Vor allem für Normen, die zum Bestimmungsrechtswechsel führende Aktiengeschäfte regeln und dabei die Gleichbehandlung der Investoren anstreben, sind die wirtschaftlichen Folgen der verschiedenen Interpretationsalternativen im Auge zu behalten. Geht man bei der Auslegung vom bloßen gesetzlichen Wortlaut aus, ohne die wirtschaftlichen Hintergrundumstände einer Vorschrift bzw. einer Auslegungssituation zur Kenntnis zu nehmen, so verfehlt die Regelung sein Ziel zumindest für Fälle, in denen eine Person bewußt und unter Rückgriff auf vielleicht komplizierte Arrangements die Regelung umzugehen versucht, um für sich einen guten wirtschaftlichen Ertrag sicherzustellen. Für die Kapitalgesetzgebung ist eine derartige, die wirtschaftlichen Zielsetzungen der Regelung vergessende Interpretation nachteiliger als in den meisten anderen Rechtssparten, wo die Auswirkungen zumindest kurzfristig nur mit Einzelfällen verbunden sind. Auf dem Wertpapiermarkt können die Auswirkungen der Bei-

legung eines Streites zwischen einzelnen Investoren den Markt sehr weitgehend erfassen und indirekt sogar die Anziehungskraft des Kapitalmarktes eines Landes für ausländische Investoren abschwächen.

Die Vorschriften müssen so effektiv sein, daß ihre Einhaltung wirtschaftlich vorteilhafter ist als die Verletzung derselben. Wirtschaftliche Sanktionen tragen im allgemeinen schon vorbeugend zur Einhaltungsneigung bei. Um auf gewünschte Weise zu wirken, müssen die Vorschriften die Möglichkeit sicherstellen, auch in Wirklichkeit eine ausreichende Vergütung zu erlangen für einen Schaden, der durch Vorschriftenverletzung erwirkt worden ist, andernfalls sind selbst gute Vorschriften nicht effektiv ex ante. Bei der Entscheidung möglicher Streitfälle sollte die normative Bedeutung der Präjudikate für das Verhalten der Marktparteien berücksichtigt werden. Sollten die Präjudikate eine sehr vorsichtige, an sich vielleicht einer buchstäblichen Auslegung des Gesetzes entsprechende, die angestrebten Rechtsgüter der Regelung – in diesem Fall insbesondere das aus wirtschaftlicher Sichtvernünftige Ziel derselben – wenig beachtende Interpretation einhalten, so liegt die Gefahr nahe, daß eine Vergütung schwer zu erlangen ist. Dies wiederum bewirkt, daß ein zeitraubender, mannigfaltige Ressourcen fordernder und resultatsmäßig zumindest unsicherer Prozeß gar nicht eingeleitet wird: der Schaden wird nur hingenommen und die Ressourcen werden auf neue Aktivitäten konzentriert. Solche öffentlich bekannt gewordenen Beispiele steigern leicht die Versuchung, die Vorschriften zu umgehen, was wiederum die Betriebskosten erhöht, weil die verschiedenen Parteien immer mehr Ressourcen zur Verhütung möglicher Vergehen aufzubringen haben, worunter die Gesamteffizienz des Marktes leiden kann. Falls dagegen an sich wenige, aber hinreichend klare Beispielfälle zeigen, daß der Schädiger wirklich Gefahr läuft, für den Schaden aufkommen zu müssen, neigt man auch im allgemeinen immer stärker zur Einhaltung der Vorschriften, wobei der Markt an Effizienz gewinnt.

Als ein Faktor, der die Gleichbehandlung der Aktionäre öffentlich notierter Gesellschaften sicherstellt, gilt die Möglichkeit, das in der Gesellschaft angelegte Kapital zu kündigen, falls die Besitzstruktur und demzufolge möglicherweise die Betätigungsformen der Gesellschaft sowie das mit der Anlage verbundene Risiko wesentlich verändert werden. In der finnischen Gesetzgebung hat man dies auf zweierlei Weise absichern wollen: erstens durch die Vorschrift des Aktiengesetzes, nach der derjenige, der sich wenigstens 90 Prozent der Stimmrechte erworben hat, verpflichtet wird, die restlichen Aktien einzulösen; und zweitens durch die Vorschrift des Kapitalmarktgesetzes, nach der derjenige, der sich mehr als zwei Drittel der Stimmrechte erworben hat, verpflichtet wird, die restlichen Aktien einzulösen. Beide Vorschriften bedeuten, die die Herrschaft über die Gesellschaft ohne Auslösung der Einlösungsplicht für die restlichen Aktien in der Praxis möglich wird. Ausländische Beispiele aus mehreren Staaten zeigen, daß eine niedrigere Besitz-

quote zur Erwirkung der Einlösungspflicht sowohl für die Positionsabsicherung der Aktionäre als auch für die Sicherstellung der Aktionsvoraussetzungen des Marktes angebracht wäre. Andererseits kann man jedoch die Überlegung anstellen, daß die Gesellschaften untereinander sehr verschieden sein können, weshalb es nicht unbedingt klug ist, die Erwirkungsschwelle für die Einlösungspflicht allgemein durch Gesetzgebung sehr niedrig zu setzen. In Einzelfällen, soweit dies erwünscht wird, sollten aber die Parteien, d.h. Aktionäre einer einzelnen Gesellschaft, diesen aber die Möglichkeit bieten, den normativen Schutz zu intensivieren, und zwar durch Zusatzregelungen, die es den Aktionären ermöglicht, ihre Anlage flüssig zu machen.

Seien es öffentliche Übernahmeangebote und deren Sonderfall Einlösungspflicht, wie hauptsächlich in der vorliegenden Untersuchung, oder seien es andere Fragen des Kapitalmarktes, die unter die Lupe genommen werden: als zentrales Ziel, das durch Regelung und auch durch Auslegung der vorhandenen Vorschriften erreicht werden sollte, gilt das freie Marktgeschehen. Dem Geschehen auf dem Kapitalmarkt ist eigen, daß viele daselbst aktive Personen in erster Linie ihre eigenen wirtschaftlichen Interessen wahrnehmen wollen, wobei die von Normen womöglich nicht erfaßten Situationen ausgenützt werden. Dies kann nicht verhindert werden, aber am gut funktionierenden Markt treten wahrscheinlich andere Personen auf, die bei Wahrnehmung ihrer eigenen Interessen um ein anderes Endergebnis bemüht sind, weil die Zeitspanne ihrer Aktivität und andere ausschlaggebende Einflußfaktoren verschieden sind. Diese mit unterschiedlichen Zielsetzungen aktiven Personen bringen gleichzeitig sowohl ihr gegenseitiges Handeln als auch das Gesamtgeschehen am Markt ins Gleichgewicht, vorausgesetzt, daß die Spielregeln gerecht sind.

ASIAHAKEMISTO

A
accidental manner 269 alav. 91
acting in concert 124, 164 alav. 90, 168 alav. 109, 238 alav. 85, 262, 268 alav. 81–83, 299
Advisory Committee on Tender Offers 35, 169
agentin lojaalisuusvelvollisuus 93
Aktiemarknadsnämnden 163
aliarvostettu yhtiö 82
American Depositary Receipts 173 alav. 133
amerikkalaisen ja eurooppalaisen yhtiöoikeuden erot 33
ammattisijoittaja 191 alav. 31
anglo-saksiset maat 177, 253
anteeksiannettava menettely 205
arvaus- eli spekulaatiopeli 70
arvo-osuus 230
arvo-osuusjärjestelmä 229
– omistusoikeuden siirtyminen 230 alav. 52
arvopaperimarkkinalain muutosesitys 45
arvopaperimarkkinaoikeus 5, 7, 295 alav. 63
– Hoptin määritelmä 6 alav. 22
arvopaperi 6 alav. 23
arvopaperimarkkinat 67
– arvopaperimarkkinalain soveltamisala 6 alav. 23
– julkisuus 68
– likvidiys 75 alav. 40, 150 alav. 18
– pelisäännöt 97
– puolueettomuus 188
– päätehtävä 73
– rakenne 68
– säännöllinen toiminta 70
– tehtävät 70
– toimivuus 5, 72 alav. 27, 150, 188 alav. 17, 258
– yleinen luottamus 74, 187 alav. 14, 188 alav. 17
arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö 45
arvopaperimarkkinoita sääntelevät EU:n direktiivit 258
arvopaperinvälittäjä 197
arvopaperioikeus 9
arvopaperipörssien (EU:n) markkina-arvo 254
arvostusajankohta 240 alav. 95, 299 alav. 79
asiamies 306
avopuoliso 164 alav. 88

B
B.A.T. Industries -tapaus 151 alav. 27
blocking minority 38, 262
Booz Allen -raportti 254 alav. 10
business combination statute 310
business judgement rule 93 alav. 8

C
City Code 10 alav. 42, 11 alav. 46–47, 12, 34, 41, 167–169, 193 alav. 36, 200 alav. 57, 201, 224 alav. 37, 268
– lunastusvelvollisuus 169
– perusperiaate 168 alav. 108
Chicagon koulukunta 26
Commission des Opérations de Bourse (COB) 174
Conseil des Bourses de Valeurs (CBV) 174
consortium offer 238
control of a company 3 alav. 9
control share acquisition statute 309
controlling shareholders 258
controlling stake 258
Coopers & Lybrandin raportti 260 alav. 43
corner 78 alav. 57
creeping acquisition 155
crown jewels 181, 276

D
Delaware-ilmiö 17 alav. 61
Depotstimmrecht 255
discounting function 72 alav. 28
dispositiivinen määräys 294 alav. 53
dynaaminen järjestelmä 70

E
economic reality 124 alav. 137
economics of law 25 alav. 78
EEIG 258 alav. 31
ehdollinen luovutus 229
ehdollinen ostotarjous 155, 159, 227
ei-julkinen tarjous 192 alav. 32
Eingliederung-menettely 290
ei-systemaattinen riski 73 alav. 35
elinkeinoelämän pörssikomitea 156
elinkeinotoiminta 196 alav 43, 233 alav. 65
elintärkeät yhteiset edut 269
Englannin säännökset 166
enemmistöperiaate 103, 106
enimmäisäänimäärä 308
ennakoimaton riskitekijä 293 alav. 52
ensimarkkinat 69, 150 alav. 16
– niiden sääntely 69 alav. 12
epävarmuus 67
equal treatment 168 alav. 110, 200 alav. 59, 266 alav. 72 (ks. myös yhdenvertaisuusperiaate)
erilajinen osake 160
erityinen markkinariski 74, 267 alav. 75
erityinen vähemmistönsuojasäännös 108
erityisasiantuntemuksen merkitys 124 alav. 136
erityiset olosuhteet 59, 161 alav. 70
esisopimuksen merkitys 221 alav. 20
ETA-sopimus 45
etukäteishyväksyminen 271
etuostolauseke 298
eturistiriita 222 alav. 24
Euroopan arvopaperipörssien yhdistyksen ohjeet 38
Euroopan neuvoston yhtiöoikeudellisia direktiiviehdotuksia
– viides 257 alav. 28
– yhdeksäs 257 alav. 28
– kymmenes 257 alav. 28
Euroopan yhteisö 256 alav. 24
Euroopan tuomioistuin 39
eurooppalainen yhtiöoikeus 257
eurooppayhtiö 198 alav. 52, 257
european company 257 alav. 30
EU-maat 177, 253
– arvopaperimarkkinat 254
– rahoitusmarkkinoiden houkuttelevuus 259
EU:n 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus 176, 251
– kilpaileva tarjous 274
– kirjallisuutta 264 alav. 59
– kohdeyhtiön johto 265 alav. 65
– kohdeyhtiön toiminta 276
– Law Societyn kanta 182 alav. 167
– lunastusvelvollisuus 268
– poikkeukset lunastusvelvollisuudesta 269
– puutteet 270
– pääperiaatteet 179, 265
– päätavoitteet 178, 262
– soveltamisala 264
– tarjouksen julkistaminen 273
– tarjouksen peruuttaminen 275
– tarjousasiakirja 272
– tarjousehtojen muuttaminen 275
– valvontaviranomaiset 266, 271
– yhdenvertaisuusperiaate 100, 266
– yleiset periaatteet 265
EU-säännöstö 46
– arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit 258 alav. 32
– harmonisointi 256
– tulkintaperiaatteet 44 alav. 169
– yhtiöoikeudelliset direktiivit 257
EU:n finanssimarkkinat 177

F
fair price -käsite Yhdysvalloissa 173
false market -käsite 179 alav. 158, 265 alav. 69 (ks. myös kurssitason tai hinnan manipulointi)
Finansdepartementet 41
front-end loaded offer 155 alav. 45
fuusio 154, 252
fuusiovalvonta-asetus 258
Företagsfinans-tapaus 202

G
garantie de cours -menettely 175
germaaniset maat 177, 253
golden parachutes 181, 276

H
hallituksen toimintavapaus 88 alav. 86
hallituksen vallan korostaminen 300 alav. 85, 308 alav. 116
hallitusmuodon 6 § 53 alav. 25, 292 alav. 44
haltijaosake Saksassa 176
haltuunottotarjous 163, 252 alav. 4
hankinta-ajankohdan merkitys 212
Harlem Railroad -tapaus 78 alav. 57
Helsingin Arvopaperipörssin säännöt 185 alav. 2
hiirenloukkulauseke 302 alav. 88
hinnan manipulointi 76, 165 alav. 94, 179 alav. 158 (ks. myös kurssitason manipulointi)
hinnanerotuksen korvaaminen
– erityiset olosuhteet 161 alav. 70–71
– korvaamissitoumus 233
Hollanti 255
HOP:n tapaus 146 alav. 6
huutokauppamenettely 190 alav. 26
hyvä tapa arvopaperikaupassa 207 alav. 87, 227 alav. 45
hyvän tavan vastainen menettely 226

I
ilmoitusvelvollisuus SEC:lle 171
informaation heijastuminen pörssikursseihin 73
informaation merkitys 218 alav. 8
instituutioiden merkitys osakkeenomistajina 70 alav. 17
investointien rahoitus 72
investor protection-käsite 7
Italia 256 alav. 20
itsesääntely 11 alav. 47, 12, 156 alav. 50, 167 alav. 103
itsesääntelynormi 156, 156 alav. 49

J
Japanin arvopaperimarkkinat 20 alav. 70
johdannaismarkkinat 68
julkinen luotettavuus 230
julkinen myyntitarjous 185 alav. 3, 190
julkinen ostotarjous 154, 186, 264 (ks. myös EU:n 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus)
– erilajiset osakkeet 62
– menestysmismahdollisuudet 155 alav. 45, 222 alav. 27
– menettelyn yleistyminen ja kehitys 1 alav. 1
– menettelytavat 85–90
– määritelmä 1, 251, 264
– noteeraamaton osake 66
– preemiot 63 alav. 54, 84 alav. 74
– ruotsinkielisistä käsitteistä 192 alav. 32
– soveltamisala 191–197, 193 alav. 37
– sääntely Yhdysvalloissa 171
– tarjouksen valmistelu 85
– vapaaehtoinen ja pakollinen 186 alav. 7
– vähäinen tarjous 218 alav. 4
julkisesti-käsite 192
julkisesti noteerattu osake 264
– kahdella listalla noteerattu yhtiö 195 alav. 42
junk bond -markkinat 85 alav. 77
jälki- tai toissijaismarkkinat 150, 150 alav. 16
järkevä ja oikeudenmukainen suhde 63

K
kahdellemyynti 231 alav. 59
kahden kolmasosan enemmistö 189 alav. 21, 240
Kanada 20 alav. 69
kansallinen lainsäädäntö 258
kapitalismin harhatie 255 alav. 16
keskuskauppakamarin määräämä välimies 291
Kiinan muuri 126 alav. 146
kilpaileva tarjous 89, 181, 274
kilpailulainsäädäntö 23
kirjaaminen 230 alav. 51
kirjallisuutta julkisesta ostotarjouksesta 148 alav. 11
– väitöskirjoja aiheesta 42 alav. 162
– kirjallisuutta (EU 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus) 264 alav. 59
– käsikirjoja 85 alav. 79
KKR Inc:n tapaus 85 alav. 77
kohdeyhtiö 162
– arvo 299
– hallitukselle ilmoittaminen 88

– johdon velvollisuudet 111
– omistusrakenne 87
– puolustautumismahdollisuudet 276
– suhtautuminen 218
kohtuullinen lunastushinta 289
kollektiivinen määräysvalta 290 alav. 34
kolmannet markkinat 69
konsernisuhde 189 alav. 22, 190
– konserniavustus 221 alav. 22
konsortio 204, 238
korkeampi hinta 232, 232 alav. 62
korkotekijän vaikutus 311
kurssitason manipulointi 76 alav. 48, 79, 179 alav. 158, 188 alav. 15–16
(ks. myös false market tai hinnan manipulointi)
– informaation kannalta 80
– laskeminen 188 alav. 16
– nostaminen 76, 79
kurssitason tasapainottaminen 77
– Englannin säännökset 77 alav. 50
kurssivälityssopimus 146 alav. 5
Kværner/Elkem -tapaus 307 alav. 112
Kværner Industrier A/S:n tapaus 306 alav. 110
EU:n 10. neuvoston direktiiviehdotus 257 alav. 28
kysyntä ja tarjonta 71
käsikirjoja julkisesta ostotarjouksesta 85 alav. 79
käteismaksuvaihtoehto 58, 169 alav. 114, 270, 299
käypä arvo 236 alav. 79
käypä hinta 291
– julkisen tarjouksen merkitys 292
– pörssikurssin merkitys 292 alav. 42
– Yhdysvalloissa 173 alav. 131
käännetty todistustaakka 287

L

laajan joukon käsite 190 alav. 25
lainsäädännön tarpeellisuus (julkista ostotarjousta koskevan) 12, 176
lain taloustiede 25 alav. 78
latinalaiset maat 177, 253
law and economics 25–30
– tutkimussuuntauksen kehitys 26
lehdistötiedote 159, 223
Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote 36 alav. 126, 175 alav. 142
level playing field -periaate 14, 111, 259
leveraged buy out (LBO) -järjestely 149 alav. 15
liberal use of other people´s money 85 alav. 77
life interest 269 alav. 88
liputusvelvollisuus 87 alav. 83, 218 alav. 6, 225, 237 alav. 83
lojaalisuusvelvollisuus 43, 43 alav. 163, 93, 266, 267 alav. 75
– agentin lojaalisuusvelvollisuus 93
– osakkeenomistajien välinen 267 alav. 75
Lontoon arvopaperimarkkinat 166 alav. 99
lunastukseen pakottaminen 285
lunastuksen laiminlyönti 285
lunastushinta 190 alav. 24, 270, 284, 288, 291, 309
lunastuslauseke 230, 288 alav. 16, 301
– passivoiva vaikutus 301 alav. 87
– Tanskan ja Norjan OYL: eissa 297
lunastusmenettely 57
lunastusoikeus 287
– Englannissa 170
– Ranskassa 175
lunastustilanne 287
– analysointia 219 alav. 12
– eri tilanteiden keskinäinen suhde 310
lunastusvaatimus 291
lunastusvastike 57
(ks. myös lunastushinta ja käteismaksuvaihtoehto)
– erilajiset osakkeet 62
– erityiset olosuhteet 59, 161 alav. 70–71
– vertailuhinnan manipulointi 165 alav. 94
lunastusvelvollisuus 99, 147, 162, 164, 170, 174, 186, 189, 236, 239, 268, 287
– 13. direktiiviehdotuksessa 180, 268
– Englannissa 169
– Helsingin Arvopaperipörssin vanhoissa säännöissä 185 alav. 2
– kiertäminen 139, 238 alav. 84
– Norjassa 164, 166
– poikkeus lunastusvelvollisuudesta 269

– poissulkeva määräys 295 alav. 64
– Ranskassa 175
– soveltamisala 6 alav. 23, 54
– tehokkuus 298
– tiukentaminen 130–137, 283–311, erit. 304
– tiukentaminen, esimerkkejä 133 alav. 165, 284 alav. 6
– valtion yhtiöt 287 alav. 14
– vähemmistönsuojasäännöksenä 295
– ääni- vai omistusosuus 164 alav. 86
lunastusvelvollisuusraja 189, 241
– rajan alentaminen 296
luotettava hinnanmuodostus 71, 75 alav. 40
luovutusrajoitus 229
lyhyeksi myynti 77, 179 alav. 158, 229 alav. 50
löyhä yhteistoiminta 287
(ks. myös acting in concert, yhteistoiminnan käsite)

M
magna charta 201 alav. 60
makroekonomiset riskit 84 alav. 76
maksuaika 210, 219 alav. 10
– maksuajankohta 58, 235 alav. 73
maksupaikka 210
maksuväline 206
management buy out (MBO) -järjestely 83, 221 alav. 22
mandatory bid 236 alav. 77
markkina-arvo 150 alav. 19, 161 alav. 71
markkina-arvopaperi 195
markkinakelpoinen arvopaperi 68
markkinakeskeinen järjestelmä 40
markkinariski 150 alav. 20
markkinat 67
markkinoiden pelisäännöt 97
markkinoiden vääristäminen
(ks. kurssitason tai hinnan manipulointi sekä false market)
markkinointi 199
meklarilista 195
meklarin toiminta 197 alav. 48
menettelyn kehittyminen 1 alav. 1
mergers & acquisitions
– kirjallisuus 81 alav. 65, 154 alav. 42
– käsite 154, 252 alav. 6
merkittävä omistusosuus 258
mielikuvituksen merkitys 149 alav. 14, 206
moniääniosake 305
muutoksen ennakointi 72
myyjien yhdenvertainen kohtelu 193
myyjän aktiivisuus 235
myyjän henkilöllisyyden vaikutus 210
myyntitarjous 205, 221
määrällinen rajoitus 207
määrävähemmistöasema 262
määräysvallassa oleva yhteisö tai säätiö 56
määräysvalta 3 alav. 9, 173 alav. 132, 236
– käyttäminen 300
määräysvaltamarkkinat 95

N
NBK:OE 158
negatiivinen julkinen luotettavuus 230 alav. 55
neljännet markkinat 69
neoklassinen talousteoria 261 alav. 50
neutraali sääntely 259
neuvottelukosketus 252
Norjan säännökset 163
normilähteet 32
Notes on Amalgamations of British Businesses 167 alav. 100
nurkanvaltaus 78
Näringslivets Börskommitté 156 alav. 48

O
odotusluettelo 231
offeree company 154
offeror 154
offres publiques d´achat (OPA) 174 alav. 135
offres publiques d´echange (OPE) 174 alav. 135
oikeudenmukaisuus 97, 150, 188 alav. 17, 262
oikeuskäytäntö 40
oikeustaloustiede 25 alav. 78
oikeustoimilaki 145
– sovittelu, OikTL 36§ 74 alav. 37
oikeusvarmuus 25
olennainen ja riittävä tieto 217

olennainen liiketoimi 276
olosuhteista johtuvat erot 208 alav. 90, 210 alav. 93
oman pääoman suojaaminen 302 alav. 89
omien osakkeiden hankinta 76 alav. 49, 288
omissa nimissä toisen lukuun 197
omistaa yhdessä toisen kanssa 56, 237–238, erit. alav. 84
omistuksen hajauttaminen 286
omistusoikeuden suoja 54 alav. 25
omistusosuus 236
– aleneminen 300
– alentaminen 165
omistusrakenteen seuraaminen 308
optio- ja futuurimarkkinat 68
osakasoikeus 303
osakassopimus 225, 237 alav. 83, 286
osakekauppa 251
osakemarkkinoiden vääristäminen 76 (ks. kurssitason tai hinnan manipulointi sekä false market)
osakepääoman alentaminen 289
osakepääoman koskemattomuus 288
osakeriski 150 alav. 20
osakesäästäjä 187
osakeyhtiölain sovittelusäännös 288
osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate 266
osakkaan henkilöön liittyvä edellytys 305 alav. 102
osakkeen arvoon vaikuttava tieto 223 alav. 30
osakkeen hankkiminen 164 alav. 86
osakkeen markkinatilanne 58 alav. 44, 94, 150
osakkeen vapaa luovutettavuus 94, 297, 304, 307, 308
osakkeen äänimäärä 305
osakkeenomistajan edustaja 305
osakkeenomistajan merkintäetuoikeus 290
osakkeenomistajan varallisuus 70 alav. 16
osakkeenomistajien välinen lojaalisuusvelvollisuus 267 alav. 75
osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu 157 alav. 54 (ks. myös equal treatment)
osakkeiden luovutus 229
osakkeiden parkkeeraus 126 alav. 145, 171 alav. 124
osinko 303 alav. 93
osittainen tarjous 155
Oslon pörssi 165
ostajan puolesta toimiva henkilö 269
osto-optio 269
ostotarjous
– tarjousvelvollisuus 51
– tekemispäätös 224
– tiedottaminen julkisuuteen 89
– valmistelu 85
OYL 8:14 yleislauseke 88 alav. 86

P

painava taloudellinen syy 290
Paketzuschlag 268 alav. 80
pakkohuutokauppa 303
pakkolunastus 292
pakollinen julkinen ostotarjous 186 alav. 8
pankkikeskeiset rahoitusmarkkinat 39
pankkitarkastusviraston ilmoitusvelvollisuus 234
panttaus 228 alav. 49
parking 126 alav. 145, 171 alav. 124
Pennington-raportti 258 alav. 35
perustuslain omistusoikeuden suoja 263
– hallitusmuodon 6 § 292 alav. 44
peruutusoikeus 171 alav. 125
pien- ja suurosakkaiden tasaveroinen kohtelu 187 alav. 13, 266
pitkäkestoinen sopimus 235
portage-sopimus 287 alav. 15
positiivinen julkinen luotettavuus 230 alav. 55
pro rata -periaate 50, 123 alav. 133
– suhteellisuusperiaate 208
– vähimmäismäärä 123, 208 alav. 91
public offer 147
puhelinkampanja 193 alav. 36, 197 alav. 48
puolustautumismenetelmät 23 alav. 74
– kirjallisuutta 23 alav. 74
– toimenpiteet 181, 276
puutteellisen informaation vaikutus 292 alav. 45
päämies–agentti-suhteet 30, 93
– agentin lojaalisuusvelvollisuus 93

päämies–agentti-teoria 26
pääoma- ja rahamarkkinat 67
pääomamarkkinaoikeus 6, 6 alav. 25
pääomien vapaa liikkuvuus 45
pörssieettisen lautakunnan ratkaisut 40 alav. 147
pörssikurssin merkitys 292 alav. 42
pörssin ulkopuolinen kauppa 79, 188 alav. 15
pörssioikeus 6–7
pörssitoiminta 70, 71 alav. 21, 73 alav. 32
– sen luonne 187 alav. 14, 267
– sääntely 8 alav. 32, 17 alav. 64
pörssiyhtiö 146 alav. 5

Q
Queensberry Rules 34 alav. 117

R
raha- ja arvopaperimarkkinat 67
rahaksi muutettavuus 70
rahoituksen varmistaminen 129
rahoitusmarkkinat 67
rahoitusresurssit 68, 285
– niiden jakaantuminen 68
rahoitustarkastuksen hyväksyminen 52
Ranskan säännökset 36, 174
ratkaiseva osake-erä 283 alav. 4
reclassement-sopimus 287 alav. 15
rekisteröinnin merkitys 212
rekisteröintisopimus Ruotsissa 157
Rekommendation rörande offentlig erbjudande om aktieförvärv 148 alav. 10, 156 alav. 49, 158
riski 67, 73 alav. 35, 187 alav. 14
– ryhmittely 73–74
– systemaattinen ja ei–systemaattinen 74 alav. 35
– säästöjen ja riskien allokointi 72 alav. 25
– tietoinen riski 74 alav. 37
R.J.R. Nabiscon tapaus 85 alav. 77, 151 alav. 24
Rooman sopimus 256
Ruotsin säännökset 156
russian roulette -agreement 302 alav. 88
ryhmäkanne 300

S
sakko (pörssin tuomitsema) 166, 203
Saksan osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate 115
Saksan säännökset julkisesta ostotarjouksesta 175, 254
salassapitovelvollisuus 271
samanarvoisuusperiaate 102 alav. 42
samanlajinen osake 160
samansuuntainen käyttäytyminen 238 alav. 85
Sandvik Aktiebolag Ab:n tapaus 284 alav. 6
saneeraustilanne 289
Schweizerischer Übernahme-Kodex 36 alav. 127, 175 alav. 141
SEC:n kahdeksankohtainen luettelo 123
Securities and Exhange Commission 123, 170
securities regulation 7
selling against the box 77 alav. 52
selvitystila 240 alav. 95
share merger 154, 252
short sale 77 alav. 52
sijoittaja 7
– sijoittajan asema 270
– sijoittajansuoja 295
sijoitusoikeus 8 alav. 33
sisäinen kauppa 197 alav. 48
sisäpiirin tieto 72, 75 alav. 43, 87 alav. 82, 224, 225 alav. 38
– alustavien neuvottelujen kannalta 88 alav. 84
– City Code 168, 169 alav. 112
– ennen tarjouksen tekemistä hankittavat osakkeet 87 alav. 82
– tieto tarjouksen tekemisaikomuksesta 88
Skandinaavinen lähdeaineisto 41
Societas Europaea 257 alav. 30
Société Générale de Belgiquen tapaus 152 alav. 33, 181 alav. 163, 276 alav. 127
sopimaton menettely 196 alav. 45, 199, 226
sopimus 146, 205
– rikkomus 228
sopimusmarkkinayhtiö 146 alav. 5
sopimusneuvottelut 266 alav. 74
sopimusoikeudelliset kysymykset arvopaperikaupassa 8 alav. 36

sopimussuhteiden verkosto 30
sopimusvapaus 132 alav. 163
spekulaatiokupla 71 alav. 23
spekulatiivinen voitto 187 alav. 14
State Anti Take-over Laws 172
substanssiarvo 291
Substantial Acquisitions Rules 168 alav. 108
suhteellisuusperiaate 208
(ks. myös pro rata -periaate)
– Ruotsin sääntely 208 alav. 92
sulautuminen 154, 252
suomalainen tarjouksen tekijä 196 alav. 47
suostumuslauseke 135, 230, 298 alav. 77, 301
– kiertämismahdollisuus 303 alav. 95
– konkurssi 303
– konkurssivelallisen omistuksessa olevat osakkeet 303 alav. 95
suppean joukon käsite 191 ja 191 alav. 30–31
suunnattu osakeanti 110 alav. 88, 181 alav. 163, 290 alav. 35
– Société Générale de Belgiquen tapaus 152 alav. 33, 181 alav. 163, 276 alav. 127
– yritysvaltaustilanteissa (Norjan säännökset) 110 alav. 88
suuri osake-erä 267
– Paketzuschlag 268 alav. 80
suurosakas 187, 284
Sveitsin säännökset 99, 175 alav. 141, 255, 255 alav. 17
sweeping the street 155
systemaattinen riski 73 alav. 35
säilyttäjäpankin äänivalta Saksassa 269 alav. 89
sääntely
– tarve 10, 187 alav. 14
– joustavuus 10 alav. 43, 156 alav. 50
– tavoite 10, 186 alav. 4, 187, 188
– tehokkuus ex ante 98, 107 alav. 73, 139
– tehtävät 235
säästöjen ja riskien allokointi 72 alav. 25

T

takaus 166
takeover-käsite 147, 154, 167 alav. 102, 252 ja 252 alav. 5
Takeover Panel 2 alav. 6, 11 alav. 46–47, 12, 167
– asiantuntemus 126 alav. 147
– joustavan sääntelyn tarve 10 alav. 43
taloudellinen merkitys 149
– Englanti 151
– Ruotsi 153
– Saksa 151, 254
– Suomi 153
– USA 151
taloudellinen tehokkuus 95
taloudellisten tosiseikkojen merkitys 124 alav. 137
talouspainotteinen oikeustiede 7, 24, 25
Tanskan säännökset 33 alav. 113
target company (ks. kohdeyhtiö)
tarjoukseen vastanneen suojaaminen 232
tarjouksen ehdollisuus 220
– rajoitukset 228
– voimassaoloaika 273
tarjouksen julkistaminen 222, 273
– julkistamistapa 222
– tarjouksentekemisaikomuksen ja sen julkistamisen välinen aika 87 alav. 82
– tarjouksentekemispäätöksen julkistaminen 158 alav. 61
tarjouksen osapuolet 154, 265
– tarjouksen järjestäjä 220
– tarjouksen järjestäjä (Ranskan säännökset) 174
– kohdeyhtiö 154
– tarjouksen tekijä 154
– tarjouksen tekijän edustaja 265 alav. 64
tarjouksen peruuttaminen 160 alav. 66, 272 alav. 107, 275
tarjouksen rahoitus 129, 219, 265 alav. 64
– maksukyvyn merkitys 265 alav. 64
– maksukyvyn merkitys (Norjan säännökset) 166
tarjouksen tarkoitus 217
– vaikutukset kohdeyhtiön kannalta 272 alav. 108
tarjouksen valmisteluun liittyvä tieto 224
– alustavien neuvottelujen kannalta 88 alav. 84
tarjouksessa annettavat tiedot 217
tarjous 205

– ehtojen muuttaminen 275
– ehtojen sovittelu 228
– peruuttaminen 160 alav. 66, 272 alav. 107, 275
– tarjousajan pidennys 159 alav. 65, 274
– tarjousehto 271
– toteuttamisaikataulu 159 alav. 64
– voimassaoloaika 209
tarjousasiakirja 51, 272
– 13. direktiiviehdotuksessa 272
– arvopaperimarkkinalain muutos 51
– etukäteishyväksyminen (EU) 271
– tarkastuttamisvelvollisuus 52
tarjousesite 159 alav. 62, 191 alav. 31, 220
– eri lajiset osakkeet 160 alav. 69
– kurssikehitys 217
tarjoushinta 165 (ks. myös vastike)
– erilajiset osakkeet 62
– hinnoittelukysymykset 206 alav. 84
– vertailuhinta 153 alav. 36, 200
tarjousten yhteenkuuluvuus 195, 201, 202 alav. 66
tasavertaisuus 199 alav. 53
tehokkuus ex ante 98, 107 alav. 73, 139
teleologinen tulkinta 44
tender offer -käsite 147 alav. 9
tender offer release 173 alav. 134
tiedonantovelvollisuus 217, 219, 226 alav. 44
– puhelinkampanjat 193 alav. 36
– tarjousaikana tehdyt kaupat 169
tiedotusvälineet 223
– ensireaktion merkitys 222 alav. 27
tilastoja julkisista ostotarjouksista 2 alav. 4
toimeksianto 197
toiminta yksissä tuumin 179
toisen nimissä ja lukuun 197
toissijainen lunastusoikeus 288
tosiasiallinen julkinen ostotarjous 122, 197
– Japanin säännökset 20 alav. 70
– SEC:n kahdeksankohtainen luettelo 123
– taloudellisten tosiseikkojen merkitys 124 alav. 137
transaktiokustannukset 31
transparency 262
Treueplicht 266
tukiosto 76 alav. 49
tuleva osakkeenomistaja 286 alav. 11
tuloksen julkistaminen 226
tuottoarvo 291
two-tier tender offer 155
työntekijöiden suojaaminen 273

U

ulkomainen tarjouksen tekijä 196 alav. 47
ulkomaiset säännökset oikeuslähteenä 33
ulkomaisten sijoittajien merkitys 9

Ü

übernahmeangebot 147

V

vahingonkorvaus 112, 164, 228, 233
vaihdannan vapaus 212
vaihtotarjous 155
vaikutus jälkimarkkinoihin 218
vakioehto 233 alav. 66
vakuudeksi luovutetut osakkeet 269
vakuudenasettamisvelvollisuus 234 alav. 71
vakuusarvo 71
valtaaja (ks. yritysvaltaaja)
valtakirjojen kerääminen 306
valtaustarjous 252 alav. 4
valtion yhtiöt 287 alav. 14
valvontaviranomainen 11, 11 alav. 45, 197, 271
– EU:n 13. yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus 266, 271
– jäsenten nimittäminen 11 alav. 45
– neutraali asema 129 alav. 153
– perusteltu lupa 276
– ratkaisukäytäntö 266
– valtuudet 260 alav. 47, 271
– yksityinen valvontaelin 271
vanha osakkeenomistaja 303
vapaa oma pääoma 302
vapaa osake 210
vapaan luovutettavuuden periaate 147, 213
vapaat yritysvaltausmarkkinat 177 alav. 147, 253 alav. 9
varastointi (osakkeiden) 126 alav. 145
vastaus 205
– peruuttamismahdollisuus 232

vastike 57, 59, 160, 197, 206, 272 alav. 106, 299
– erilajiset osakkeet 62, 160 alav. 69
– laatu 197
velkarahoitus 85
velkomusasia 234
velvoitekanne 300
velvollisuus julkiseen ostotarjousmenettelyyn Japanissa 20 alav. 70, 124 alav. 139
verokohtelun merkitys 210
vidare krets -käsite 192 alav. 32
vihamielinen yritysvaltaus 146 alav. 7
– suhtautuminen Saksassa 152 alav. 32
viides neuvoston direktiiviehdotus 257 alav. 28
voiton maksimointi 82 alav. 68, 91, 261 alav. 50
VW/Audi-NSU -tapaus 267 alav. 75
vähemmistö 236, 238 alav. 84
– asema 308
– osakkeiden lunastus 289
vähemmistönsuoja 8, 103, 108, 157, 265 alav. 68, 284, 294
– suojan laajennus 294, 296
– yleinen ja erityinen 108
vähimmäissääntely (yritysvaltauksen) 178, 283
vähäinen julkinen ostotarjous 217 ja 217 alav. 4
väitöskirjoja julkisesta ostotarjouksesta 42 alav. 162
väliaikatieto 226
välikätenä toimiminen 299 alav. 80
välillinen hyöty 72 alav. 26
välimiesoikeuden ratkaisut 40 alav. 147
välitila (lunastus- ja suostumuslausekkeen yhteydessä) 301
välityslauseke 300
vääristäminen (ks. kurssitason tai hinnan manipulointi sekä false market)

W

warehousing 126 alav. 145
wash sales 78
Weinberg and Blank 3
white knight 171 alav. 125
White Paper 177 alav. 148
Williams Act 170

Y

yellow book 89 alav. 89
yhdeksäs yhtiöoikeudellinen direktiiviehdotus 257 alav. 28
yhdenmukainen käyttäytyminen 286
yhdenvertaisuusperiaate 91, 95, 98, 102, 105, 114, 119, 154, 168, 198, 198 alav. 52, 200, 204 (ks. myös equal treatment)
– 13. direktiiviehdotuksessa 200 alav. 59, 266, 266 alav. 72
– laaja tulkinta 205
– osakeyhtiöoikeudessa 102, 105
– Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisu 202–205
– Saksan osakeyhtiölaissa 115
– yhtiön johdon kannalta 109
Yhdysvalloissa noteerattu ulkomainen osake 173
Yhdysvaltojen säännökset 170
yhteismarkkinat 256
yhteisomistussuhde 56, 237
yhteistoiminnan käsite 164 alav. 90, 237, 262, 307 alav. 112
– liputusvelvollisuuden kannalta 225
– toiminta yhteisymmärryksessä 164 alav. 89
– yhteistoiminnan näyttäminen 287
yhtiöjärjestys 130, 284, 293
– instituutiona 293 alav. 47
– yhtiöjärjestyksen säännöstyskompetenssi 293 alav. 52
yhtiökokous 236 alav. 78
yhtiölainsäädännön yhdenmukaistaminen 256
yhtiön johdon tekemä ostotarjous 221
– Ruotsin sääntely 222 alav. 25
yhtiön määritelmä 16 alav. 59
yhtiöoikeus
– yhtiöoikeuden tehtävä 31
yhtiöoikeudellinen kirjallisuus 40 alav. 146
yhtiöoikeudellinen sääntelyjärjestelmä 91
yhtiöoikeudelliset direktiivit 257
yhtiösopimuksen sisältövapaus 293 alav. 52
yksilölliset olosuhteet 210

yksissä tuumin omistaminen 56
– toiminta yksissä tuumin 239 alav. 87
yksityinen valvontaelin 271
yleinen luottamus arvopaperimarkkinoita kohtaan 74, 187 alav. 14, 188 alav. 17
yleinen markkinariski 267 alav. 75
yleinen vähemmistönsuojasäännös 108
yleisestävä vaikutus 112, 164
yleislauseke 102, 198 alav. 51, 240 alav. 95
yleissääntö 102 alav. 42
ylimyynti 77 alav. 52
yrittämisen vapaus 129
yrityskauppa 149
yritysvaltaaja 154
– henkilökuva 89 alav. 90
– käsitteen arvoväritteisyys 154 alav. 41
yritysvaltaus 3, 84, 146, 146 alav. 7, 251
– edut ja haitat 81, 82, 84, 206 alav. 85, 261, 262
– määrittely 251
– suojautuminen 90
– sääntely 149 alav. 14
– valmistelu 86
ystävällismielinen valtaus 146 alav. 7

Ä

äänestyskäyttäytyminen 306 alav. 107
äänestysrajoitus 304, 307
– kytkeminen lunastukseen 308
äänimäärä 241
– ääniasteikko 305 alav. 99, 305 alav. 103
ääniosuuden laskeminen 55
äänivallan rajoittaminen 136, 172, 172 alav. 129, 300, 305
– Yhdysvalloissa ja Ranskassa 309
ääntenenemmistö 236