SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 332

Patrik Nyström

OSAKEYHTIÖN HALLITUKSEN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET

OSAKEYHTIÖN HALLITUKSEN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 332

Patrik Nyström

Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet

Osakeyhtiö- ja vahingonkorvausoikeudellinen tutkimus

Yliopistollinen väitöskirja, joka Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi ICT-talon Beta-auditoriossa, Joukahaisenkatu 3–5, perjantaina 16.9.2016 kello 12.

With an English abstract

SUOMALAINEN LAKIMIESYHDISTYS • HELSINKI 2016

Tilausosoite
Suomalainen Lakimiesyhdistys
Kasarmikatu 23 A 17
00130 Helsinki
p. 09 6120 300
toimisto@lakimiesyhdistys.fi
www.lakimiesyhdistys.fi

Verkkokirjan ISBN 978-951-855-442-7

© 2016 Suomalainen Lakimiesyhdistys ja Patrik Nyström

ISSN-L 0356-7206
ISSN 0356-7206
ISBN 978-951-855-363-5

Taitto: Taittopalvelu Yliveto Oy

Oy Nord Print Ab, Helsinki 2016

Nattulle ja Adrianille

Esipuhe

Kiitän useita ihmisiä ja yhteisöjä avusta tämän tutkimuksen tekemisessä. *Jukka Mähönen* oli tutkimuksen alusta loppuun erinomainen työnohjaaja, mistä esitän hänelle parhaat kiitokseni! Jukka houkutteli minut kirjoittamaan väitöskirjan, auttoi tutkimusrahoituksen hankinnassa sekä ohjasi työskentelyäni asiantuntevasti ja inspiroivasti. Taisin pitää Jukkaa välillä vähän jännityksessä ja olen iloinen, että saamme nyt molemmat valmiin kirjan käsiimme.

Kiitän *Seppo Villaa* ja *Veikko Vahteraa* heidän perusteellisesta ja nopeasta työstään väitöskirjani esitarkastajina. He esittivät esitarkastuksessaan useita seikkoja, joiden johdosta sain jämäköitettyä käsikirjoitustani. Seppoa kiitän samalla siitä, että hän suostui ystävällisesti vastaväittäjäkseni väitöstilaisuuteen. Veikolle esitän erityiskiitokset siitä, että hän varsinkin tutkimusprojektin alussa kannusti minua aktiivisesti tutkimustyöhön ja nykyisen ”tuolini” edellisenä haltijana mentoroi minut työhöni. *Antti Aine* suostui joustavalla ja nopealla aikataululla väitöstilaisuuteni kustokseksi, mistä esitän Antille kiitokseni.

Mikko Rajavuorta kiitän monesta asiasta. Mikko opetti minulle paljon ja vinkit eräisiin tärkeisiin tutkimuslähteisiini sain juuri häneltä. Lisäksi Mikko auttoi ja kannusti minua epäitsekkäästi, kun jouduin työskentelemään viimeisen tutkimusvuoden vaikeasti sairaana. Hieno mies, hieno ystävä. *Ari Saarnilehto* on ollut minulle tärkeä tukija ja työkaveri, joka auttoi työni edistymistä monin tavoin ja teki tutkimustani tunnetuksi. Olin onnekas, kun pääsin työskentelemään Arin assistenttina velvoiteoikeuden oppiaineessa heti tutkimukseni alussa. Kiitos Ari!

Turun kauppakorkeakoulun yritysjuridiikan oppiaineesta näyttää tulleen kotimaisen osakeyhtiöoikeuden tärkeä tohtoritehdas, mikä ei ole sattumaa. Oppiaineemme tehtävät ovat varmaankin Suomen lakimiespositioiden parhaimmistoa. Kiitän esimiestäni *Matti J. Sillanpäätä* hienoista vuosista kauppakorkeakoululla, avusta tutkimusmateriaalin hankinnassa, yhtiöoikeudellisista keskusteluista ja tsempistä jota sain vaikean viimeisen tutkimusvuoden aikana. Kiitos myös *Raimo Immoselle*, joka toimi esimiehenäni ensimmäisenä vuotenani kauppakorkeakoululla. Raimo opetti minulle yhtiö- ja vero-oikeutta, edisti tutkimustani monin käytännön järjestelyin ja teki työskentelystä ”YJ:ssä” yleisesti mukavaa.

Hyvä työpaikka syntyy merkityksellisestä tekemisestä ja hauskoista työkavereista. Huonenaapurini *Luis Alvarezin* kanssa meillä on ollut todella hauskaa futis- ja muiden juttujen parissa. Kiitos paljon Luis myös neuvoistasi, kannustuksesta ja piristävistä keskusteluista tämän viimeisen vuoden aikana! Tohtorikoulutettavakollegani ja ystäväni *Jaakko Salminen* on käynyt kanssani mie-

lenkiintoisia ja opettavaisia oikeudellisia keskusteluja sekä viettänyt kanssani lukuisia hauskoja hetkiä muutenkin kuin tutkimustyön parissa. Jaakko teki viimeisen päälle ammattimaista ja täsmällistä työtä, kun hän auttoi minua tutkimukseni englanninkielisen tiivistelmän laatimisessa. Kiitos kaikesta Jaakko!

Riikka Taiminen on huolehtinut työpaikkamme hallinnosta erinomaisesti. Hän on ohjeistanut minua aina niin hyvin, että tutkimus- ja opetustyötä on ollut helppo tehdä. Kiitos Riikka! Kiitos myös kauppakorkeakoulun *Reijo Knuutinen, Tuija Viinikka, Ulla-Maija Mylly, Rosanna Virtanen, Matti Heikkonen, Irma Luhta* ja *Janne Engblom* sekä oikeustieteellisen tiedekunnan *Mira Turpeinen, Tero Iire, Aino Ojala* ja *Mika Viljanen* työkaveruudestanne ja erityisesti kannustuksestanne viimeisen vuoden aikana!

Kiitän *Suomalaista Lakimiesyhdistystä* ja sen edustajia siitä, että väitöskirjani julkaistiin perinteikkäässä ja arvokkaassa kirjasarjassa. Yhdistyksen edustajista *Lea Purhonen* järjesti asiat niin, että toimitus- ja kustannusprosessi oli mutkaton ja miellyttävä. *Pipsa Kostamo* antoi erinomaisia ohjeita käsikirjoituksen parantamiseksi ja huolehti nopeasti mutta joustavasti siitä, että kirja saatiin ajoissa painokuntoon. Kiitän Turun yliopiston oikeustieteellistä tiedekuntaa hyvästä yhteistyöstä ja erityisesti *Mirkka Ruotsalaista* kaikesta avusta koko väitöskirjaprojektin aikana!

Tutkimustyötäni ovat tukeneet taloudellisesti *Heldtin stipendirahastosäätiö, Figura-Tuote Oy:n stipendirahasto, Maaliskuun 25. päivän rahasto, Turun yliopiston yhdistetty tutkimusapurahasto, Hugo Standertskjölds donationsfond* ja *Släktföreningen Standertskjöld r. f.* Parhaat kiitokseni kaikille rahoittajilleni! Taloudellinen tukenne ja luottamuksenne työn etenemiseen olivat tärkeä osa onnistunutta tutkimusta.

Kiitän useita ystäviäni siitä, että he ovat eri tavoin auttaneet väitöskirjatyöni valmistumisessa. Kavereideni ansiosta tulen muistamaan väitöskirjavuodet upeana ajanjaksona. Isäni *Gunnar Nyström* on aina muistuttanut minua sivistyksen, opiskelun ja työnteon merkityksestä. Hän on esimerkillään ja epäitsekkyydellään auttanut paljon myös väitöskirjatyön aikana, mistä olen hyvin kiitollinen. *Gunnar E.*, kiitos hauskoista yhteisistä vuosista, on ollut kivaa käydä opinteitä samaan aikaan. *Henna,* iso kiitos ratkaisevasta avustasi, en osaa tarpeeksi korostaa sen merkitystä. *Natalie,* on mukavaa kiittää kaikesta sekä omistaa kirja tärkeille ihmisille ja heidän hyveilleen, uhrautuvaisuudelle ja periksiantamattomuudelle.

Turussa 5.8.2016
Patrik Nyström

Sisällys

ESIPUHE VII
LÄHTEET XIII
KIRJALLISUUS XIII
VIRALLISLÄHTEET XXVIII
LYHENTEET XXIX
1 JOHDANTO 1
1.1 Tutkimuksen tausta 1
1.2 Tutkimuskysymykset ja -väitteet 5
1.3 Lainoppi, oikeustaloustiede ja ulkomaisen oikeuden hyödyntäminen 7
1.4 Muutamia rajauksia 12
1.5 Käsitteet 14
1.6 Rakenne 17
2 OSAKEYHTIÖTÄ SELITTÄVÄT TEORIAT 19
2.1 Yleistä 19
2.2 Konsessio- ja fiktioteoriat 21
2.3 Entiteettiteoriat 23
2.4 Sopimusteoriat 25
3 CORPORATE GOVERNANCE JA HALLITUKSEN ROOLI 31
3.1 Teorioiden uusi osakkeenomistajakeskeinen sovellus 31
3.1.1 Sopimusverkkomalli ja päämies-agenttiteoria 31
3.1.2 Kritiikki 36
3.1.3 Seuraukset 40
3.2 Valistunut arvonmaksimointi – uusi vai vanha paradigma? 45
3.3 Alustava katsaus fidusiaarisiin velvollisuuksiin 50
3.4 Usean isännän ongelma 54
3.5 Osakeyhtiöoikeuden moraaliteoria 61
3.5.1 Utilitarismi 61
3.5.2 Yhtiöoikeuden utilitaristinen logiikka 66
3.5.3 Osakeyhtiö, moraali ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuus 68
3.5.4 Valtio-, yhtiö- vai markkinavetoista yhteiskuntavastuuta? 72
3.6 Agenttikustannusargumentti 74
3.7 Fidusiaariset velvollisuudet ja osakkeenomistajien preferenssit 81
3.8 Lojaliteettivelvollisuus fidusiaarisena hallinnointina 88

3.9 Yhtiön edun yhtiökohtainen sisältö 91
3.9.1 Constituency directors -malli 91
3.9.2 Implikaatiot 96
4 YHTIÖOIKEUDELLISEN TEORIAN VAIKUTUS TULKINTAAN 101
4.1 Lähtökohtia 101
4.2 Teorioiden tulkinnanvaraisuus 102
4.3 Teoriat ja laintulkinta 104
4.4 Teorioiden valintaan vaikuttavia tekijöitä 109
4.4.1 Yleisiä vaikuttimia 109
4.4.2 Saksan yhtiöoikeus esimerkkinä teoreettisen murroksen syistä ja vaikutuksista 113
4.5 Alustavia teesejä hallituksen asemasta teorian valossa 120
5 HALLITUKSEN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET – KAKSI ESIMERKKIÄ ATLANTIN TAKAA 127
5.1 Yhdysvallat 127
5.1.1 Aluksi 127
5.1.2 Lojaliteettivelvollisuus 128
5.1.3 Huolellisuusvelvollisuus 132
5.1.4 Liiketoimintapäätösperiaate 134
5.1.5 Yritysvaltauksia koskeva oikeuskäytäntö 141
5.1.6 Fidusiaariset velvollisuudet ja velkojainsuoja 147
5.2 Kanada 157
5.2.1 Aluksi 157
5.2.2 Peoples, yhtiön etu ja velkojien etu 158
5.2.3 BCE ja hallituksen velvollisuudet yritysvaltaustilanteessa 162
5.2.4 Kanadan oikeuskirjallisuudessa esitettyjä näkemyksiä 169
5.2.5 Kirjallisuudessa esitetyn kritiikin analyysiä 173
5.3 Johtopäätöksiä maavertailuista 176
6 HALLITUKSEN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET SUOMEN OSAKEYHTIÖOIKEUDESSA 183
6.1 Johdannoksi: yhtiön etu kuntalain uudistuksessa 183
6.1.1 Aluksi 183
6.1.2 Kunnan omistajaohjausta koskevat säännökset 184
6.1.3 Yhtiön etu, osakkeenomistajan etu, konserni-intressi? 188
6.1.4 Konserniohjeiden noudattaminen ja osakeyhtiölain mukainen korvausperuste 190

6.2 Fidusiaariset velvollisuudet 192
6.2.1 Vuoden 1895 osakeyhtiölaki ja kirjallisuus 192
6.2.2 Vuoden 1978 osakeyhtiölaki ja kirjallisuus 198
6.2.3 Vuoden 2006 osakeyhtiölaki ja kirjallisuus 207
6.2.4 Toimivaltasäännösten merkitys 212
6.2.5 Kokoavia näkemyksiä voimassa olevasta laista kirjallisuuden valossa 216
6.2.6 Muutamia huomioita KKO:n käytännöstä 217
6.2.7 Fidusiaariset velvollisuudet ja yksittäisten osakkeenomistajien oikeussuoja 219
6.2.8 Yksittäisen osakkeenomistajan oikeussuojaan liittyviä erityistilanteita..... 222
6.2.9 Muut sidosryhmät ja derivatiivinen kanne 230
6.2.10 Kotimaisen oikeuden analyysiä erityisesti konserni-intressin kannalta..... 236
6.2.11 Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet..... 240
6.2.12 Hallituksen ja osakkeenomistajan yhteiset fidusiaariset velvollisuudet 243
6.2.13 Osakkeenomistajan myötävaikutuksen merkitys 249
6.3 Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien keskinäinen suhde..... 257
6.3.1 Yleistä 257
6.3.2 Vastuun sovittelu ja jakaantuminen..... 260
6.3.3 Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuus ja vastuun rajoittaminen..... 261
6.3.4 Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuuteen liittyviä erityiskysymyksiä..... 269
6.3.5 Tulkintasuositus: yksi yleinen huolellisuusvelvoite ... 274
6.4 Liiketoimintapäätösperiaatteen suhde johdon fidusiaarisiin velvollisuuksiin..... 276
6.4.1 Liiketoimintapäätösperiaatteen eri versiot 276
6.4.2 Liiketoimintapäätösperiaatteen soveltamisala 283
6.4.3 Liiketoimintapäätösperiaate ja tuottamuksen aste ... 284
6.4.4 Liiketoimintapäätösperiaate, tuottamus ja riskinoton relevanssi 286
6.5 Todistustaakkasäännöt 292
7 HALLITUKSEN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET JA VELKOJAINSUOJA 295
7.1 Kysymyksenasettelu 295
7.2 Osakeyhtiölain yleisperiaatteiden ja laittoman varojenjaon suhde..... 299

7.3 Yhtiön etu ja velkojien intressi 307
7.4 Konkurssipesän oikeus saada korvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisesta 310
7.4.1 Korkein oikeus ja yksimieliset osakkeenomistajat... 310
7.4.2 Kaksi keskeistä lojaliteettitapausta 314
7.4.3 Rajoitussääntö 317
7.4.4 Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuuteen liittyviä kysymyksiä 322
7.4.5 Vastuun toteuttaminen 324
7.5 Fidusiaariset velvollisuudet ja rahoituskieltosäännös..... 330
7.6 Yhtiöoikeudellisen korvausvastuun ja muiden oikeuskeinojen suhteet..... 334
7.6.1 Hallituksen jäsenten vastuu yhtiötä kohtaan ja muut oikeuskeinot 334
7.6.2 Hallituksen jäsenten regressioikeuteen liittyviä kysymyksiä 337
7.7 Velkojan oikeus saada korvausta välillisestä vahingosta..... 339
7.7.1 Aluksi 339
7.7.2 Vuoden 1895 osakeyhtiölaki 343
7.7.3 Vuoden 1978 osakeyhtiölaki 346
7.7.4 Vuoden 2006 osakeyhtiölaki 348
7.7.5 Pohdintaa..... 351
7.8 Johtopäätöksiä 355
8 YHTEENVETO..... 361
ABSTRACT..... 365
OIKEUSTAPAUSHAKEMISTO..... 367
ASIAHAKEMISTO..... 371

Lähteet

Kirjallisuus

Adams, Renée B. – Licht, Amir N. – Sagiv, Lilach (2011): Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide? Strategic Management Journal, s. 1331–1355.

Adler, Barry E. – Kahan, Marcel (2013): The Technology of Creditor Protection. University of Pennsylvania Law Review s. 1773–1814.

Aguilera, Ruth V. – Williams, Cynthia A. – Conley, John M. – Rupp, Deborah E. (2006): Corporate Governance and Social Responsibility: a comparative analysis of the UK and the US. Corporate Governance: An International Review, s. 147–158.

Airaksinen, Manne (2013a): Onnistuiko vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistus? Defensor Legis, s. 443–460.

Airaksinen, Manne (2013b): Kommenttipuheenvuoro kirjoituksessa Vastuu ei sulje pois voittoja – kriisi loi uusia vaihtoehtoja (toim. Anna-Sofia Berner). Helsingin Sanomat 15.9.2013.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa (2010a): Osakeyhtiölaki I. 2., uudistettu painos. Talentum. Helsinki.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa (2010b): Osakeyhtiölaki II. 2., uudistettu painos. Talentum. Helsinki.

Aitta, Piia (2015): Osakeyhtiöoikeuden yhteiskuntavastuullisuus – diskurssianalyyttisiä huomioita I. Oikeus, s. 426–443.

Alchian, Armen A. – Demsetz, Harold (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization. The American Economic Review, s. 777–795.

Ali Principles of Corporate Governance (1994). The American Law Institute.

Allen, *William T.* (1992): Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation. Cardozo Law Review 1992, s. 261–281.

Anabtawi, Iman (2006): Some Skepticism about Increasing Shareholder Power. UCLA Law Review s. 561–599.

Anderson, Helen (2003): Directors' Personal Liability to Creditors: Theory Versus Tradition. Deakin Law Review, s. 209–244.

Andersson, Jan (2010): Kapitalskyddet i aktiebolag: en lärobok. 6. upplagan. Litteraturcompagniet. Uppsala.

Arendt, Hannah (1958): The Human Condition. The University of Chicago Press. Chicago.

Armour, John – Skeel, David A. Jr. (2007): Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation. Georgetown Law Journal, s. 1727–1794.

Armour, John – Gordon, Jeffrey N. (2014): Systemic Harms and Shareholder Value. The Journal of Legal Analysis, s. 35–86.

Armour, *John – Hansmann*, *Henry – Kraakman*, *Reinier* (2009): Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa Kraakman et al (eds), The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, s. 35–54. Second Edition. Oxford University Press. Oxford.

Arrow, Kenneth J. (1974): The Limits of Organization. W. W. Norton & Company. New York.

Augdahl, Per (1960): Aksjeselskapet efter norsk ret. 3. utg. Oslo.

Avi-Yonah, Reuven (2011): *Citizens United* and the Corporate Form. Accounting, Economics and Law, s. 1–54.

Bainbridge, Stephen M. (2002): The Board of Directors as Nexus of Contracts. Iowa Law Review, s. 1–34.

Bainbridge, Stephen M. (2004): The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine. Vanderbilt Law Review, s. 83–130.

Bainbridge, Stephen M. (2006): *Unocal* at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers. Delaware Journal of Corporation Law, s. 769–863.

Bainbridge, *Stephen M*. (2007): Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency. Journal of Business and Technology Law, s. 335–369.

Bainbridge, *Stephen M*. (2009): *Caremark* and Enterprise Risk Management. Journal of Corporation Law, s. 967–990.

Bainbridge, Stephen M. (2013): The Geography of *Revlon*-land. Fordham Law Review, s. 3277–3338.

Baird, *Douglas G. – Henderson*, *M. Todd* (2008): Other People's Money. Stanford Law Review, s. 1309–1343.

Baums, Theodor – Scott, Kenneth E. (2005): Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. American Journal of Comparative Law, s. 31–75.

Bebchuk, Lucian Arye (2005): The Case for Increasing Shareholder Power. Harvard Law Review, s. 833–914.

Bebchuk, Lucian Arye – Roe, Mark J. (1999): A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. Stanford Law Review, s. 127–170.

Bénabou, Roland – Tirole, Jean (2010): Individual and Corporate Social Responsibility. Economica, s. 1–19.

Berle, Adolf A. (1965): Property, Production and Revolution. Columbia Law Review, s. 1–20.

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C. (1932): The Modern Corporation and Private Property. Transaction Publishers.

Bezemer, Pieter-Jan – Zajac, Edward J. – Naumovska, Ivana – van den Bosch, Frans A. J. – Volberda, Henk W. (2015): Power and Paradigms: The Dutch Response to Pressures for Shareholder Value. Corporate Governance: An International Review, s. 60–75.

Black, *Bernard S. – Cheffins*, *Brian R. – Klausner*, *Michael* (2006): Outside Director Liability: A Policy Analysis. Journal of Institutional and Theoretical Economics, s. 5–20.

Blair, Margareth M. – Stout, Lynn A. (1999): A Team Production Theory of Corporate Law. Virginia Law Review, s. 247–328.

Blankenburg, *Stephanie – Plesch*, *Dan – Wilkinson*, *Frank* (2010): Limited liability and the modern corporation in theory and practice. Cambridge Journal of Economics, s. 821–836.

Bratton, William W. Jr. (1989a): Nexus of Contracts Corporation: A Critical Appraisal. Cornell Law Review, s. 407–465.

Bratton, William W. Jr. (1989b): The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History. Stanford Law Review, s. 1471–1527.

Bratton, William W. – Wachter, Michael L. (2013): Shareholders and Social Welfare. Seattle University Law Review, s. 489–526.

Bruner, *Christopher M*. (2008): The Enduring Ambivalence of Corporate Law. Alabama Law Review, s. 1385–1449.

Bruner, *Christopher M*. (2010): Power and Purpose in the "Anglo-American" Corporation. Virginia Journal of International Law, s. 579–653.

Bruner, Christopher M. (2013): Is the Corporate Director's Duty of Care a "Fiduciary" Duty? Does It Matter? Wake Forest Law Review s. 1027–1054.

Butler, Henry N. – Fred S. McChesney (1999): Why They Give at the Office: Shareholder Welfare and Corporate Philanthropy in the Contractual Theory of the Corporation. Cornell Law Review, s. 1195–1226.

Callison, J. William (2007): Why a Fiduciary Duty Shift to Creditors of Insolvent Business Entities is Incorrect as a Matter of Theory and Practice. Journal of Business & Technology Law, s. 431–454.

Cederberg, Lauri (1934): Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistönsuojaa silmälläpitäen. Lakimies, s. 1–51.

Cheffins, *Brian R. – Black*, *Bernard S.* (2006): Outside Director Liability Across Countries. Texas Law Review, s. 1385–1480.

Cherry, *Miriam A. – Sneirson*, *Judd F.* (2011): Beyond Profit: Rethinking Corporate Social Responsibility and Greenwashing after the BP Oil Disaster. Tulane Law Review s. 983–1038.

Choudhury, *Barnali* (2009): Serving Two Masters: Incorporating Social Responsibility into the Corporate Paradigm. University of Pennsylvania Journal of Business Law, s. 631–674.

Clarke, *Donald C.* (2011): ”Nothing But Wind”? The Past and Future of Comparative Corporate Governance. American Journal of Comparative Law, s. 75–110.

Coase, Ronald H. (1937): The Nature of the Firm. Economica, s. 386–405.

Cohen, Zipora (2001): Directors’ Negligence Liability to Creditors: A Comparative and Critical View. The Journal of Corporation Law, s. 351–391.

Conac, Pierre-Henri (2013): Directors’ Duties in Groups of Companies. Teoksessa Hanne S. Birkmose – Mette Neville – Karsten Engsig Sørensen (eds), Boards of Directors in European Companies: Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties, s. 75–101. Kluwer Law International. Alphen aan den Rijn.

Cryer, Robert – Hervey, Tamara – Sokhi-Bulley, Bal – Bohm, Alexandra (2011): Research Methodologies in EU and International Law. Hart Publishing. Oxford.

Dammann, Jens (2015): The Controlling Shareholder’s General Duty of Care: A Dogma that Should Be Abandoned. University of Illinois Law Review, s. 479–506.

Davies, Paul (2014): Corporate Boards in the United Kingdom. Teoksessa Paul Davies et al. (eds), Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe, s. 713–787. Oxford University Press. Oxford.

Deakin, Simon (2005): The Coming Transformation of Shareholder Value. Corporate Governance: An International Review, s. 11–18.

Dent, George W. Jr. (2010): The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism. Delaware Journal of Corporate Law, s. 97–150.

Devinney, Timothy M. – Schwalbach, Joakim – Williams, Cynthia A. (2013): Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: Comparative Perspectives. Corporate Governance: An International Review, s. 413–419.

Dewey, *John* (1926): The Historical Background of Corporate Legal Personality. The Yale Law Journal, s. 655–673.

Dodd, *Merrick E.* (1932): For Whom Are Managers Trustees? Harvard Law Review, s. 1145–1162.

Donaldson, Thomas (2012): The Epistemic Fault Line in Corporate Governance. Academy of Management Review, s. 256–271.

Dotevall, Rolf (1989): Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör: en aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Norstedts. Stockholm.

Dotevall, Rolf (2008): Bolagsledningens skadeståndsansvar. 2. upplagan. Norstedts juridik. Stockholm.

Dotevall, Rolf (2015): Aktiebolagsrätt. Fördjupning och komparativ belysning. Norstedts Juridik. Stockholm.

Drockila, Lauri (1964): Osingonjakokelpoiset varat osakeyhtiölain mukaan: osakeyhtiön varallisuusrakennetta koskeva tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R. (1981): The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer. Harvard Law Review, s. 1161–1204.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R. (1982): Auctions and Sunk Costs in Tender Offers. Standord Law Review, s. 1–21.
Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R. (1991): The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press. Cambridge.
Elhauge, Einer (2005): Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest. New York University Law Review, s. 733–869.
Ellis, Stephen E. – Hayden, Grant M. (2010): The Cult of Efficiency in Corporate Law. Virginia Law & Business Review, s. 239–265.
Enriques, Luca – Hertig, Gerard – Kanda, Hideki (2009): Related-Party Transactions. Teoksessa Kraakman et al. (eds), The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, s. 153–182. Second Edition. Oxford University Press. Oxford.
Eurosif (2010): European SRI Study. Paris.
Eurosif (2014): European SRI Study. Brussels.
Fanto, James A. (1998): The Role of Corporate Law in French Corporate Governance. Cornell International Law Journal, s. 31–91.
Fischel, Daniel (1982): The Corporate Governance Movement. Vanderbilt Law Review, s. 1259–1292.
Frankenberg, Günther (2006): Comparing Constitutions: Ideas, Ideals, and Ideology – Toward a Layered Narrative. International Journal of Constitutional Law, s. 439–459.
Friedman, *Milton* (1970): The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine, September 13.
Gelter, *Martin* (2010): Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light. ECGI Working Paper Series in Law.
Gelter, Martin – Helleringer, Geneviève (2015): Lift not the Painted Veil! To whom are Directors' Duties Really Owed? University of Illinois Law Review, s. 1069–1118.
Gerner-Beuerle, Carsten (2012): Shareholders between the Market and the State. The VW Law and Other Interventions in the Market Economy. Common Market Law Review, s. 97–144.
Gerner-Beuerle, Carsten – Schuster, Edmund-Philipp (2013): Mapping Directors' Duties: Strategies and Trends in the EU. Teoksessa Hanne S. Birkmose – Mette Neville – Karsten Engsig Sørensen (eds), Boards of Directors in European Companies: Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties, s. 13–55. Kluwer Law International. Alphen aan den Rijn.
Gevurtz, Franklin A. (1994): The Business Judgement Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion? Southern California Law Review s. 287–337.
Gilson, Ronald J. (1981): A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers. Stanford Law Review, s. 819–891.
Gilson, Ronald J. (1982): Seeking Competitive Bids versus Pure Passivity in Tender Offer Defense. Stanford Law Review, s. 51–67.
Gilson, Ronald J. (2006): Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. Harvard Law Review s. 1641–1679.
Glynn, Timothy P. (2004): Beyond "Unlimiting" Shareholder Liability: Vicarious Tort Liability for Corporate Officers. Vanderbilt Law Review s. 329–433.
Gold, Andrew S. (2007): A Decision Theory Approach to the Business Judgement Rule: Reflections on *Disney*, Good Faith, and Judicial Uncertainty. Maryland Law Review s. 398–474.
Gold, Andrew S. (2012): Theories of the Firm and Judicial Uncertainty. Seattle University Law Review, s. 1087–1108.
Gray, Wayne D. (2005): Solicitor's Perspective on Peoples v. Wise. Canadian Business Law Journal, s. 184–199.
Grechenig, Kristoffel – Gelter, Martin (2008): The Transatlantic Divergence in Legal Thought: American Law and Economics v. German Doctrinalism. Hastings International and Comparative Law Review, s. 295–360.

Greenfield, Kent – Nilsson, John E. (1997): Gradgrind's Education: Using Dickens and Aristotle to Understand (and Replace?) the Business Judgement Rule. Brooklyn Law Review, s. 799–859.

Hahto, Vilja (2004): Uhrin myötävaikutus ja rikoksentekijän vastuu. Rikos- ja vahingonkorvausoikeudellinen tutkimus tekoa edeltävästä uhrikäyttäytymisestä fyysistä koskemattomuutta loukkaavissa rikoksissa. Edita. Helsinki.

Hahto, Vilja (2008): Tuottamus vahingonkorvausoikeudessa. WSOYpro. Helsinki.

Halila, Heikki (2000): Vastuu hoitamatta jääneestä urheilijan sosiaaliturvasta. Defensor Legis, s. 974–997.

Hallitusammattilaiset ry (2014): Hallitusammattilaiset ry:n lausunto lausuntopyyntöön kuntalain hallituksen esitysluonnoksesta. 26.8.2014.

Halme, Minna (2013): Kommenttipuheenvuoro kirjoituksessa Vastuu ei sulje pois voittoja – kriisi loi uusia vaihtoehtoja (toim. Anna-Sofia Berner). Helsingin Sanomat 15.9.2013.

Hansmann, *Henry* (2006): How Close is the End of History? Journal of Corporation Law, s. 745–751.

Hansmann, *Henry – Kraakman*, *Reinier* (2001): The End of History for Corporate Law. The Georgetown Law Journal, s. 439–468.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier – Squire, Richard (2006): Law and the Rise of the Firm. Harvard Law Review, s. 1335–1403.

Hargovan, Anil – Harris, Jason (2013): For Whom the Bell Tolls: Directors' Duties to Creditors after *Bell*. Sydney Law Review, s. 433–450.

Harper Ho, Virginia (2012): Theories of Corporate Groups: Corporate Identity Reconceived. Seton Hall Law Review s. 879–952.

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

Helminen, Sakari (2006): Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Talentum. Helsinki.

Hemmo, Mika (1996): Vahingonkorvauksen sovittelu ja moderni korvausoikeus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki.

Hemmo, Mika (1998): Sopimus ja delikti. Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuumuodoista. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Hemmo, Mika (2005): Vahingonkorvausoikeus. WSOY. Helsinki.

Hemmo, Mika (2011): Sopimusoikeus II. Kolmas painos. Talentum. Helsinki.

Henrekson, *Magnus – Jakobsson*, *Ulf* (2012): The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? Corporate Governance: An International Review, s. 212–227.

Heracleous, *Loizos – Lan*, *Luh Luh* (2012): Agency Theory, Institutional Sensitivity, and Inductive Reasoning: Towards a Legal Perspective. Journal of Management Studies, s. 223–239.

Hertig, *Gerard* (2005): On-Going Board Reforms: One Size Fits All and Regulatory Capture. Oxford Review of Economic Policy, s. 269–282.

Holland, Randy J. (2010): Corporate Social Responsibility, Shareholders and Stakeholders. Viitattu Francis G. X. Pileggin blogikirjoituksen kautta. Saatavilla: http://www.delawarelitigation.com/2010/12/articles/commentary/corporate-social-responsibility-and-shareholder-primacy-delaware-and-taiwan/, viitattu 17.8.2015.

Holmes, Oliver Wendell (1897): The Path of the Law. Harvard Law Review, 991–1009.

Hopt, Klaus J. (1985): Self-Dealing and use of Corporate Opportunity and Information: Regulating Directors' Conflicts of Interests. Teoksessa Klaus J. Hopt – Gunther Teubner (eds), Corporate Governance and Directors' Liabilities: Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility, s. 285–326. Walter de Gruyter. Berlin.

Hopt, *Klaus J*. (2011): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation. American Journal of Comparative Law, s. 1–72.

Horwitz, Morton J. (1986): Santa Clara Revisited: The Development of Corporate Theory. West Virginia Law Review, s. 173–224.

Hu, Henry T. C. – Westbrook, Jay Lawrence (2007): Abolition of the Corporate Duty to Creditors. Columbia Law Review, s. 1321–1403.

Huhtamäki, Ari (1993): Pankinjohtajien henkilökohtaisesta vastuusta. Defensor Legis, s. 325–346.

Huovinen, Sakari (2009): Läpinäkyvyyden mantra ja corporate governance. Defensor Legis, s. 395–408.

Husa, Jaakko (2010): Valkoista yksisarvista pyydystämässä vai mörköä paossa – ”oikeaa oikeusvertailua”? Lakimies, s. 700–718.

Husa, Jaakko (2014): Research Designs of Comparative Law – Methodology or Heuristics? Teoksessa Maurice Adams – Dirk Heirbaut (eds), The Method and Culture of Comparative Law. Essays in Honour of Mark Van Hoecke, s. 53–68. Hart Publishing. Oxford.

Huttunen, *Allan* (1963): Yhdenmiehen osakeyhtiöstä. WSOY. Helsinki.

Iacobucci, Edward (2009): Indeterminacy and the Canadian Supreme Court's Approach to Corporate Fiduciary Duties. Canadian Business Law Journal, s. 232–254.

Immonen, Raimo (2011): Yritysjärjestelyt. 5., uudistettu painos. Talentum. Helsinki.

Immonen, Raimo (2015): Vastaväittäjän lausunto – Kari Lautjärvi, Välipääomarahoitusinstrumentit. Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoittajan asemasta osakeyhtiöissä. Defensor Legis, s. 581–589.

Immonen, *Raimo – Airaksinen*, *Manne* (2013): Yhtiöoikeuden ja vero-oikeuden yhteensovittaminen. Asianajajapäivät 11.1.2013.

Immonen, Raimo – Villa, Seppo (2015): Osakeyhtiön varojen käyttö. Talentum. Helsinki.

Ireland, *Paddy* (2010): Limited liability, shareholder rights and the problem of corporate irresponsibility. Cambridge Journal of Economics, s. 837–856.

Jakobsson, Ulf – Korkeamäki, Timo (2014): Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014. Valtioneuvoston kanslia.

Jensen, Michael C. (2001): Value Maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. Journal of Applied Corporate Finance, s. 8–21.

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

Johansson, Svante (1990): Bolagsstämma. Juristförlaget. Stockholm.

Johnson, Lyman (1990): The Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law. Texas Law Review, s. 865–936.

Johnson, Lyman (2013): Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgement Rule, Corporate Purpose. The Delaware Journal of Corporate Law, s. 405–452.

Jokinen, Juha (2008): Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus ja osakeyhtiölain maksukykyisyystestin taloudelliset osatekijät. Defensor Legis, s. 239–254.

Jones, Thomas M. – Felps, Will (2013): Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique. Business Ethics Quarterly, s. 207–238.

Kaal, Wulf A. – Painter, Richard W. (2010): Initial Reflections on an Evolving Standard: Constraints on Risk Taking by Directors and Officers in Germany and the United States. Seton Hall Law Review, s. 1433–1485.

Kahan, Marcel – Rock, Edward (2011): When the Government is the Controlling Shareholder. Texas Law Review, s. 1293–1364.

Kaisanlahti, Timo (1999): Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Edita. Helsinki.

Kaisanlahti, Timo (2001): Valtion omistajaohjaus – perusta ja välineet. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 4/2001.

Kaisanlahti, Timo H. (2006): Extended Liability of Shareholders? Journal of Corporate Law Studies, s. 139–164.

Kaisanlahti, Timo (2016): Hallitusjäsenen tuottamus ja vastuu säätiötä kohtaan. Teoksessa Ulla-Maija Mylly – Patrik Nyström – Tuija Viinikka (toim.), Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, s. 51–62. Edita. Helsinki.

Karlsson, David (2015): Återvinning av vinstutdelning: Ett konkursrättsligt perspektiv på aktiebolagets vinstutdelning. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet, s. 68–87.

Keay, Andrew (2002): The Duty of Directors to Take into Account Creditors' Interests: Has it Any Role to Play? Journal of Business Law, s. 379–410.

Keay, Andrew (2003): Directors' Duties to Creditors: Contractarian concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors. The Modern Law Review, s. 665–699.

Keay, Andrew (2008): Ascertaining the Corporate Objective: An Entity Maximisation and Sustainability Model. The Modern Law Review, s. 663–698.

Keay, *Andrew* (2009): Directors' Duties. Jordan Publishing Limited. Bristol.

Keay, Andrew (2011): The Corporate Objective. Edward Elgar. Cheltenham.

Kilpi, *Lassi* (1955): Osakeyhtiön voitonlaskemisesta erityisesti silmällä pitäen osakkaiden oikeuksia. Lakimies 1955, s. 439–468.

Kivivuori, *Antti* (1975): Vahingonkorvauslain soveltamisala. Defensor Legis, s. 266–276.

Klages, Philipp (2013): The contractual turn: how legal experts shaped corporate governance reforms in Germany. Socio-Economic Review, s. 159–184.

Kleineman, Jan (1987): Ren förmögenhetsskada: särskilt vid vilseledande av annan än kontraktspart. Juristförlaget. Stockholm.

Knuutinen, Reijo (2009): Muoto ja sisältö vero-oikeudessa – erityistarkastelussa rahoitus- ja sijoitusinstrumentit. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki.

Knuutinen, Reijo (2014): Verotus ja yrityksen yhteiskuntavastuu. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Korkman, Sixten (2015): Adam Smith tämän päivän näkökulmasta. Teoksessa Smith, Adam: Kansojen varallisuus. Tutkimus sen luonteesta ja syistä (suom. Jaakko Kankaanpää englanninkielisestä alkuteoksesta An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations), s. 11–13. WSOY. Helsinki.

Koski, Pauli (1977): Konserni. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki.

Koski, Pauli (1982): Yritysvastuu – yrityssopu. Lakimies, s. 307–315.

Koski, Pauli – Sillanpää, Matti J. (2016): Yhtiöoikeus. Jatkuvatäydenteinen. Talentum. Helsinki.

Koulu, Risto (2009): Konkurssioikeus. Toinen, uudistettu painos. WSOY Pro. Helsinki.

Krook, Sofie (JT 2006-07): Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – bolagsstämmo- eller styrelsefråga? JT 2006-07, s. 854–861.

Krüger Andersen, *Paul* (2013): Aktie- og anpartsselskabsret. 12. reviderede udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag. København.

Krüger Andersen, *Paul – Sørensen*, *Evelyne J. B.* (2013): The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective. Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series No. 10-34, s. 167–198.

Kunnas, Matti (2007): Onko asianajajan näkökulma oikeuteen Alf Rossin ennusteteorian mukainen? Defensor Legis, s. 756–771.

Kyläkallio, Juhani (1963): Osakeyhtiön hallituksen vastuu: osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus yhtiöön kohdistuvan siviiliperusteisen vastuun aineellisista edellytyksistä. WSOY. Helsinki.

Kyläkallio, Juhani (1965): Osakeyhtiön hallituksen vastuun toteuttaminen. Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy. Helsinki.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle (2015a): Osakeyhtiö I. Edita. Helsinki.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle (2015b): Osakeyhtiö II. Edita. Helsinki.

Laine, Juhani (2011): Eräs näkökohta osakeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien kolmanteen kohdistuvasta vastuusta. Defensor Legis, s. 163–176.

Laine, Juhani (2012): Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta. Lakimies, s. 79–101.
Lan, *Luh Luh – Heracleous*, *Loizos* (2010): Rethinking Agency Theory: The View From Law. Academy of Management Review, s. 294–314.
Lane, Roger A. (2007): Direct Creditor Claims for Breach of Fiduciary Duty: Is They Is, or Is They Ain't – A Practitioner's Notes from the Field. Journal of Business & Technology Law, s. 483–497.
Lautjärvi, Kari (2015): Välipääomarahoitusinstrumentit. Talentum. Helsinki.
Lee, Ian B. (2005a): Corporate Law, Profit Maximization, and the Responsible Shareholder. Stanford Journal of Law, Business & Finance, s. 31–72.
Lee, Ian B. (2005b): Is There a Cure for Corporate "Psychopathy"? American Business Law Journal, s. 65–90.
Lee, Ian B. (2005c): Peoples Department Stores v. Wise and the Best Interests of the Corporation. Canadian Business Law Journal 2005, s. 212–222.
Lee, Ian B. (2006a): Efficiency and Ethics in the Debate about Shareholder Primacy. Delaware Journal of Corporate Law, s. 533–587.
Lee, *Ian B.* (2006b): Corporate Law and the Role of Corporations in Society: Monism, Pluralism, Markets and Politics. The Canadian Bar Review, s. 1–28.
Licht, Amir N. (2012): State Intervention in Corporate Governance: National Interest and Board Composition. Theoretical Inquiries in Law, s. 597–622.
Lindblad, Anders – Båvestam, Urban (JT 2007-08): Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering. JT 2007-08, s. 224–231.
Lindholm, *Tomas – Holmström*, *Tommy* (2005): Innebörden av aktiebolags styrelsemedlems s. k. fiduciary duty enligt finsk rätt – särskilt med hänsyn till offentliga köpeanbud. JFT, s. 278–294.
Lindholm, *Tomas – Storå*, *Jakob* (2010): Begreppet *corporate benefit* i finsk aktiebolags- och insolvensrätt. JFT, s. 405–421.
Lindskog, *Stefan* (2008): I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt. Teoksessa Catarina af Sandeberg ja Robert Sevenius (red.), Börsrätt, s. 53–71. Andra upplagan. Studentlitteratur. Lund.
Linna, Jukka (2016): Yhtiöstä opettaja? Systeemiteoreettinen tulkinta ammattikorkeakoulujen yhtiöittämisestä. Helsinki.
Loose, Peter – Griffiths, Michael – Impey, David (2000): The Company Director: Powers, Duties and Liabilities. 8. edition. Jordans. Bristol.
Macey, Jonathan R. (2008): A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford. Virginia Law & Business Review, s. 177–190.
MacIntosh, Jeffrey G. (2009): *BCE* and Peoples' Corporate Law: Learning to Live on Quicksand. Canadian Business Law Journal 2009, s. 255–272.
Manne, *Henry G.* (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. The Journal of Political Economy, s. 110–120.
Marthinussen, Hans Fredrik (1960): Aksjeloven. Oslo.
McGaughey, Ewan (2015): Ideals of the Corporation and the Nexus of Contracts. The Modern Law Review, s. 1057–1070.
McKenzie-Skene, Donna W. (2007): Directors' Duty to Creditors of a Financially Distressed Company. Journal of Business & Technology Law, s. 499–528.
Meese, Alan J. (2002): The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment. William and Mary Law Review, s. 1629–1702.
Meese, Alan J. – Oman, Nathan B. (2014): *Hobby Lobby,* Corporate Law, and the Theory of the Firm: Why for-profit corporations are RFRA persons. Harvard Law Review.

Mielityinen, Sampo (2006): Vahingonkorvausoikeuden periaatteet. Edita. Helsinki.
Miller, Paul B. – Gold, Andrew S. (2015): Fiduciary Governance. William and Mary Law Review, s. 513–586.
Millon, David (1990): Theories of the Corporation. Duke Law Journal, s. 201–262.
Millon, David (2000): New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law. Virginia Law Review, s. 1001–1044.
Moore, Marc T. (2013): Corporate Governance in the Shadow of the State. Hart Publishing. Oxford.
Murray, *J. Haskell* (2011): "Latchkey Corporations": Fiduciary Duties in Wholly Owned, Financially Troubled Subsidiaries. Delaware Journal of Corporate Law, s. 577–623.
Mähönen, Jukka (2001): Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Edita. Helsinki.
Mähönen, Jukka (2004): Taloustiede lain tulkinnassa. Lakimies, s. 49–64.
Mähönen, Jukka (2009a): Do we need law and economics in company law? Nordisk tidskrift for selskabsret 1–2/2009, s. 146–157.
Mähönen, Jukka (2009b): Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Edita. Helsinki.
Mähönen, Jukka (2012): Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä 32/2012 vp arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
Mähönen, Jukka (2013a): Ei-taloudellinen informaatio ja corporate governance. Defensor Legis, s. 566–578.
Mähönen, Jukka (2013b): Finland. Corporate governance: Nordic tradition with american spices. Teoksessa Andreas M. Fleckner – Klaus J. Hopt (eds), Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis, s. 393–443. Cambridge University Press. Cambridge.
Mähönen, Jukka (2015): Onko kauppaoikeudella mitään virkaa? Lakimies, s. 973–986.
Mähönen, Jukka (2016): Osakkeenomistaja-aktivismi – siunaus vai kirous? Teoksessa Ulla-Maija Mylly – Patrik Nyström – Tuija Viinikka (toim.), Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta (toim.), s. 147–157. Edita. Helsinki.
Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2006): Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOYpro. Helsinki.
Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2010): Osakeyhtiö III: Corporate governance. 2., uudistettu painos. WSOYpro. Helsinki.
Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2011): Tärkeät päätökset ja toimivalta osakeyhtiössä. Lakimies, s. 3–18.
Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2012): Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus. 3. painos. Sanoma Pro. Helsinki.
Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2015): Osakeyhtiö I. Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Talentum. Helsinki.
Mäntysaari, Petri (2002): Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto. Helsinki.
Mäntysaari, Petri (2010): The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law: Volume I Cash flow, risk, agency, information. Springer. New York.
Mäntysaari, *Petri* (2013a): Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa – kommentti. Lakimies, s. 118–120.
Mäntysaari, Petri (2013b): Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? Defensor Legis, s. 579–596.
Mäntysaari, Petri (2014): Kauppaoikeuden teoriasta. Lakimies, s. 347–367.
Mäntysaari, Petri (2016): Osakeyhtiöoikeuden teoriasta. Teoksessa Ulla-Maija Mylly – Patrik Nyström – Tuija Viinikka (toim.), Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, s. 159–180. Edita. Helsinki.
Nikkilä, Jukka O. (2006): Konsernirakenne ja osakkeenomistajan oikeussuoja. Acta Universitatis Lapponiensis. Rovaniemi 2006.
Niskakangas, Tuomas (2014): Kymmenet suomalaisyritykset lähtivät tukemaan homoliittoja. Helsingin Sanomat 14.11.2014.

Norberg, Johan (2004): Globaalin kapitalismin puolustus. Gummerus Kustannus Oy. Helsinki.
Normann Aarum, Kristin (1995): Styrelsemedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper. Ad Notam Gyldendal. Oslo.
Norros, Olli (2007): Vastuu sopimusketjussa. WSOYpro. Helsinki.
Norros, Olli (2008): Vahingonkorvaus asiantuntijapalveluissa. Lakimies, s. 637–643.
Norros, Olli (2009): Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro. Helsinki.
Norros, Olli (2010): KKO 2009:92 – Valmistajan vastuu veneen vahingoittumisesta. Lakimies, s. 432–444.
Nuolimaa, *Risto* (1993): Kirja-arvostelu teoksesta Jan Schans Christensen: Ledelse og aktionærer. Defensor Legis, s. 758–760.
Nuolimaa, *Risto* (1998): Osakeyhtiöoikeudellisen tutkimuksen näkymät. Lakimies, s. 1065–1078.
Nuolimaa, *Risto* (2006): Vuoden 2006 osakeyhtiölain vahingonkorvaussäännöksistä, erityisesti osakkeenomistajan välillisestä vahingosta. Teoksessa Jukka Kultalahti – Seppo Penttilä (toim.), oikeus- ja vakuutustiedettä, s. 601–628. Tampereen yliopisto. Oikeustieteiden laitos. Tampere.
Nyström, Patrik (2012): Yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu ja oppi normin suojatarkoituksesta. Oikeustieto 5/2012, s. 7–12.
Nyström, Patrik (2013a): Yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu ja oppi normin suojatarkoituksesta, osa II. Oikeustieto 2/2013, s. 7–10.
Nyström, Patrik (2013b): Tarkoituksenmukainen on lainmukainen? Konserniavustusten yhtiöoikeudellinen arviointi hovioikeuskäytännössä. Oikeustieto 5/2013, s. 13–16.
Nyström, Patrik (2014a): Hallituksen velvollisuus reagoida osakeyhtiön oman pääoman menettämiseen. Oikeustieto 1/2014, s. 14–17.
Nyström, Patrik (2014b): Osakeyhtiön hallituksen jäsenen vahingonkorvausvastuu yhtiötä kohtaan. Oikeustieto 3/2014, s. 14–16.
Nyström, Patrik (2014c): Emoyhtiön ja tytäryhtiön samastaminen erään hovioikeusratkaisun valossa. Oikeustieto 4/2014, s. 9–12.
Nyström, Patrik (2014d): Osakkeenomistajan välillinen vahinko, tuomioistuimen prosessinjohto ja tuomion oikeusvoima. Oikeustieto 6/2014, s. 13–15.
Nyström Patrik (2015a): Takaisinsaantilain soveltaminen osakeyhtiölaissa säänneltyyn varojenjakoon. Oikeustieto 1/2015, s. 10–13.
Nyström, Patrik (2015b): Korkein oikeus hyväksyi vastuun samastamisen. Oikeustieto 2/2015, s. 4–6.
Nyström, Patrik (2015c): Osakeyhtiön hallituksen jäsenen lojaliteettivelvollisuus ja kilpailukielto. Oikeustieto 6/2015.
Nyström, Patrik (2015d): Vahingonkorvauslain soveltaminen osakeyhtiön johtajan aiheuttamaan vahinkoon. Lakimies, s. 634–657.
Nyström, Patrik – Rajavuori, Mikko (2014): Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping -tapauksen valossa. Lakimies, s. 695–718.
Oikeusministeriö (2016): Osakeyhtiölain muutostarve. Arviomuistio. Oikeusministeriön mietintöjä ja lausuntoja 20/2016. Julkaistu 18.5.2016.
Ostotarjouskoodi (2014). Arvopaperimarkkinayhdistys ry.
Pan, *Eric J*. (2011): Rethinking the Board's Duty to Monitor: A Critical Assessment of the Delaware Doctrine. Florida State University Law Review, s. 209–250.
Pargendler, Mariana (2012a): The Unintended Consequences of State Ownership: The Brazilian Experience. Theoretical Inquiries in Law, s. 503–523.
Pargendler, Mariana (2012b): State Ownership and Corporate Governance. Fordham Law Review, s. 2917–2973.

Parkinson, John (2003): Models of the Company and the Employment Relationship. British Journal of Industrial Relations, s. 481–509.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten (2014): Arvopaperimarkkinalaki. 5. uudistettu painos. Talentum. Helsinki.

Pehrson, *Lars* (JT 1990–1991): Recension: Rolf Dotevall: Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. JT 1990–1991, s. 510–517.

Peltonen, Jukka (2001): Asianajajan vahingonkorvausvastuusta sekä sen laki- ja sopimusperusteisista rajoituksista. Defensor Legis, s. 4–30.

Penttilä, Seppo – Ruohonen, Janne – Uoti, Asko – Vahtera, Veikko (2015): Kuntayhtiöt lainsäädännön ristiaallokossa. Kunnallisalan kehittämissäätiön Tutkimusjulkaisu-sarjan julkaisu nro 88.

Petrin, *Martin* (2010): The Curious Case of Directors' and Managers' Liability for Supervision and Management: Exploring the Intersection of Corporate and Tort Law. American University Law Review, s. 1661–1714.

Petrin, Martin (2013): Reconceptualizing the Theory of the Firm – From Nature to Function. Penn State Law Review, s. 1–52.

Pistor, *Katharina* (2002): The Standardization of Law and Its Effect on Developing Economies. American Journal of Comparative Law, s. 97–130.

Porter, Michael E. – Kramer, Mark R. (2011): Creating Shared Value. Harvard Business Review, s. 62–77.

Posner, Richard A. (1992): Economic Analysis of Law. 4. edition. Little Brown and Company. Boston.

Prentice, D. D. (1990): Creditor's Interests and Director's Duties. Oxford Journal of Legal Studies, s. 265–277.

Pritchett III, M. J. (1983): Corporate Ethics and Corporate Governance: A Critique of the ALI Statement on Corporate Governance Section 2.01 (b). California Law Review, s. 994–1011.

Pönkä, *Ville* (2008): Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Edita. Helsinki.

Pönkä, Ville (2011): Osakassopimuksen suhde työlainsäädäntöön ja erityisesti työsopimuslaissa tarkoitettuun kilpailukieltosopimukseen. Lakimies, s. 64–81.

Pönkä, *Ville* (2012): Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Sanoma Pro Oy. Helsinki.

Pönkä, Ville (2013): Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies, s. 21–34.

Pönkä, Ville (2015): Osakkeen lunastaminen. Osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellinen tutkimus. Talentum. Helsinki.

Radio Helsinki 27.4.2015: Finlaysonin toimitusjohtaja: toisin kuin Björn Wahlroos sanoo, yrityksillä pitää olla moraali. Saatavilla: https://www.radiohelsinki.fi/podcast/35115/?Finlaysonin+toimitusjohtaja%3A+toisin+kuin+Björn+Wahlroos+sanoo%2C+yrityksillä+pitää+olla+moraali, vierailtu 29.4.2015.

Rasinaho, Vesa (2013): Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä. Defensor Legis, s. 550–565.

Rasinaho, Vesa (2016): Näkökohtia osakeyhtiön varojenjaosta muuna kuin avoimena rahasuorituksena. Teoksessa Ulla-Maija Mylly – Patrik Nyström – Tuija Viinikka (toim.), Oikeuden ja talouden rajapinnassa: Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, s. 213–236. Edita. Helsinki.

Rentto, J.-P. (2003): Pitäisikö moraalifilosofiaa arvioida liiketoiminnan vai liiketoimintaa moraalifilosofian näkökulmasta? Huomioita Jukka Kilven kirjoituksen johdosta. Lakimies, s. 111–120.

Reyes, Javier (2014): Restoring Corporate Governance to Lawyers. An Attempt at Corporate Normative Jurisprudence as an Alternative to the Reign of Law and Economics. Helsingin yliopisto. Helsinki.

Rhee, Robert J. (2013): The Tort Foundation of Duty of Care and Business Judgement. Notre Dame Law Review, s. 1139–1198.

Ribstein, Larry E. – Alces, Kelli A. (2007): Directors' Duties in Failing Firms. Journal of Business & Technology Law, s. 529–552.

Richardson, Benjamin J. (2011): From fiduciary duties to fiduciary relationships for socially responsible investing: responding to the will of beneficiaries. Journal of Sustainable Finance & Investment, s. 5–19.

Ripken, Susanna Kim (2010): *Citizens United,* Corporate Personhood, and Corporate Power: The Tension Between Constitutional Law and Corporate Law. University of St. Thomas Journal of Law & Public Policy, s. 285–316.

Robé, Jean-Philippe (2012): Being Done With Milton Friedman. Accounting, Economics, and Law s. 1–31.

Rock, Edward (2013): Adapting to the New Shareholder-Centric Reality. University of Pennsylvania Law Review s. 1907–1988.

Roe, Mark J. (2006): Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets. Harvard Law Review, s. 460–527.

Rojas, Claudio R. (2014): An Indeterminate Theory of Canadian Corporate Law. University of British Columbia Law Review, s. 59–128.

Romano, *Roberta* (2005): After the Revolution in Corporate Law. Journal of Legal Education, s. 342–359.

Rose, Caspar (2011): Director's liability and investor protection: a law and finance perspective. European Journal of Law and Economics, s. 287–305.

Ross, Alf (1953): Om ret og retfærdighed: en indførelse i den analytiske retsfilosofi. Nyt nordisk forlag Arnold Busck. København.

Roth, Markus (2014): Corporate Boards in Germany. Teoksessa Paul Davies et al. (eds), Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe, s. 254–364. Oxford University Press. Oxford.

Ruohonen, Janne (2012): Osakeyhtiön voitonjaon maksukykytesti ja vastuu maksukyvyn säilymisestä. Acta Universitatis Tamperensis. Tampere.

Saarinen, Esa (1985): Länsimaisen filosofian historia huipulta huipulle Sokrateesta Marxiin. Kymmenes painos. WSOY. Helsinki.

Saarnilehto, Ari (1995): Sitooko osakassopimus sopimusoikeudellisin perustein yhtiötä? Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.), Osakassopimuksesta: Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle, s. 181–186. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku.

Saarnilehto, *Ari* (2007): Osakeyhtiölain mukainen korvausvastuu ja rinnakkaisperiaate. Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.), Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia VI, s. 63–92. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku.

Saarnilehto, Ari (2009): KKO 2008:31 ja eri korvausjärjestelmät. Defensor Legis, s. 351–363.

Saarnilehto, Ari (2010): Todistustaakasta vahingonkorvausasioissa. Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.), Velvoiteoikeudellisia kirjoituksia I, s. 53–102. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Turku.

Saarnilehto, Ari (2011): Sopimuskumppanit, vastuunrajoitus ja tuotevastuu. Lakimies, s. 1393–1407.

Saarnilehto, Ari (2014): Rakennusurakkasopimuksen rikkominen ja törkeä tuottamus. Oikeustieto 1/2014 s. 8–10.

Salo, Marika (2015): Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu. Talentum. Helsinki.

Salonen, Aki (2000): Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Werner Söderström lakitieto. Helsinki.

Sandberg, Joakim (2013a): (Re-)Interpreting Fiduciary Duty to Justify Socially Responsible Investment for Pension Funds? Corporate Governance: An International Review, s. 436–446.

Sandberg, Joakim (2013b): Utilitarianism. Teoksessa Anne L. C. Runehov – Lluis Oviedo (toim.), Encyclopedia of Sciences and Religions, s. 2324–2328. Springer Netherlands.
Sandeberg, Catarina af (2001): Prospektansvaret: caveat emptor eller caveat venditor? Iustus. Uppsala.
Savela, *Ari* (1999): Hostile takeovers and directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union. Turku.
Savela, Ari (2006): Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Toinen, uudistettu painos. Talentum. Helsinki.
Savela, Ari (2010): Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis, s. 3–24.
Savela, Ari (2013): Osakassopimusten sitovuus ja oikeusvaikutukset. Defensor Legis, s. 531–549.
Savela, Ari (2015): Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. 3., uudistettu painos. Talentum. Helsinki.
Schultén, Gerhard af (2004): Osakeyhtiölain kommentaari II: Luvut 9-17. Talentum. Helsinki.
Schultén, Gerhard af (2006): Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland, s. 309–318.
Sealy, L. S. (1987): Directors' "Wider" Responsibilities – Problems Conceptual, Practical and Procedural. Monash University Law Review, s. 164–188.
Sharfman, Bernard S. (2014): Shareholder Wealth Maximization and its Implementation Under Corporate Law. Florida Law Review, s. 389–432.
Sillanpää, *Matti J*. (1994): Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki.
Siltala, Raimo (2003): Oikeustieteen tieteenteoria. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki.
Sisula-Tulokas, Lena (2009): Goda seder och ersättning för rena ekonomiska skador. JFT, s. 551–572.
Sjåfjell, *Beate* (2009): Towards a Sustainable European Company Law. A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with the Takeover Directive as a Test Case. Kluwer Law International. Alphen aan den Rijn.
Sjåfjell, Beate – Anker-Sørensen, Linn (2013): Directors' Duties and Corporate Social Responsibility (CSR). Teoksessa Hanne S. Birkmose – Mette Neville – Karsten Engsig Sørensen (toim.), Boards of Directors in European Companies: Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties, s. 153–178. Kluwer Law International. Alphen aan den Rijn.
Sjåfjell, Beate – Richardson, Benjamin J. (2015): Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities. Cambridge University Press. New York.
Sjåfjell, Beate – Johnston, Andrew – Anker-Sørensen, Linn – Millon, David (2015): Shareholder primacy: the main barrier to sustainable companies. Teoksessa Beate Sjåfjell – Benjamin J. Richardson (eds), Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities, s. 79–147. Cambridge University Press. New York.
Sjöberg, *Gustaf* (2007): Tvångsinlösen. Jure Förlag AB. Stockholm.
Smith, Adam (2015): Kansojen varallisuus. Tutkimus sen luonteesta ja syistä. Suomentanut Jaakko Kankaanpää englanninkielisestä alkuteoksesta An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (1776). WSOY. Helsinki.
Smith, Gordon J. (1998): The Shareholder Primacy Norm. Journal of Corporation Law, s. 277–324.
Sofsrud, Thorbjørn (1999): Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar. Greens§Jura. København.
Stattin, *Daniel* (JT 2006-07). Perspektiv på Enron. JT 2006-07, s. 259–272.
Stattin, Daniel (2008): Företagsstyrning: en studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning. 2. upplagan. Uppsala universitet. Uppsala.
Stattin, *Daniel* (2009): Takeover. Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt. Andra upplagan. Thomson Reuters. Stockholm.

Stout, Lynn (2008): Why We Should Stop Teaching *Dodge v. Ford*. Virginia Law & Business Review, s. 163–190.

Stout, Lynn (2013): Kommenttipuheenvuoro kirjoituksessa Vastuu ei sulje pois voittoja – kriisi loi uusia vaihtoehtoja (toimittanut Anna-Sofia Berner). Helsingin Sanomat 15.9.2013.

Strasser, Kurt A. – Blumberg Phillip (2011): Legal Form and Economic Substance of Enterprise Groups: Implications for Legal Policy. Accounting, Economics, and Law, s. 1–28.

Strine, Leo E. Jr. (2012): Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Corporations Seek Profit. Wake Forest Law Review, s. 135–172.

Strine, Leo E. Jr. – Hamermesh, Lawrence A. – Balotti, R. Franklin – Gorris, Jeffrey M. (2010): Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law. Georgetown Law Journal, s. 629–696.

Ström, Anna (2002): Bolagsledningens skadeståndsansvar gentemot enskilda aktieägare vid indirekt skada. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet, s. 578–608.

Ståhlberg, Pauli – Karhu, Juha (2013): Suomen vahingonkorvausoikeus. Kuudes, uudistettu painos. Talentum. Helsinki.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (2015).

Talbot, Lorraine (2013): Why Shareholders Shouldn't Vote: A Marxist-progressive critique of Shareholder Empowerment. The Modern Law Review s. 791–816.

Taxell, Lars Erik (1946): Aktiebolagsstyrelsens kompetens att rättshandla: en studie i Finlands gällande bolagsrätt. Söderström. Helsingfors.

Taxell, Lars Erik (1963): Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag. Åbo akademi. Åbo.

Taxell, Lars Erik (1988): Bolagsledningens ansvar: några riktlinjer. Åbo akademis förlag. Åbo.

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

Timonen, Pekka (1993): Kirja-arvostelu teoksesta Heikki Toiviainen: Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema – Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1992. Lakimies, s. 106–111.

Timonen, *Pekka* (1997): Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Timonen, *Pekka* (1998): Yhtiöoikeus. Teoksessa Urpo Kangas (toim.), Oikeustiede Suomessa 1900–2000, s. 275–284. Werner Söderström Lakitieto Oy. Helsinki.

Timonen, Pekka (2000a): Corporate governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Timonen, Pekka (2000b): Kirja arvostelu teoksesta Aki Salonen: Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Lakimies, s. 826–828.

Timonen, Pekka (2012): KKO 2012:65: Vahingonkorvaus ja kanneoikeus selvitystilasäännösten rikkomisen perusteella. Teoksessa Pekka Timonen (toim.), KKO:n ratkaisut kommentein I/2012, s. 511–513. Talentum. Helsinki.

Toiviainen, Heikki (1992): Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Toiviainen, Heikki (1994a): Osakeyhtiön johtajan ja tilintarkastajan yhtiöön ja kolmanteen henkilöön kohdistuvasta vastuusta. Lakimies, s. 877–897.

Toiviainen, Heikki (1994b): Johtajan ja tilintarkastajan vahingonkorvausvastuusta osakeyhtiössä. Lakimies, s. 1021–1056.

Toiviainen, Heikki (2002): Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Ajatuksia oikeustaloustieteestä yksityisoikeudellisia yhteisöjä ja säätiöitä koskevassa oikeudessa. Edita. Helsinki.

Toiviainen, Heikki (2006): Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä? Teoksessa Esa Kolehmainen (toim.), Business Law Forum 2006, s. 25–67. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos. Edita. Helsinki.

Told, Julia (2015): Business Judgement Rule: A Generally Applicable Principle? European Business Law Review, s. 713–732.

Troy, James C. (2009): A Comment on *BCE Inc.* Canadian Business Law Journal 2009, s. 285–288.

Valtiovarainministeriö (2014): Yhteenveto kuntalakiluonnosta koskevista lausunnoista. VM065:00/2012. 15.9.2014.

Vahtera, *Veikko* (2011a). Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Vahtera, Veikko (2011b): Vaikutusvallan väärinkäytön kriteerien arvioiminen. Defensor Legis, s. 613–625.

Vahtera, *Veikko* (2012): Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa. Lakimies, s. 1048–1069.

Vahtera, Veikko (2015): Kuntien omistajaohjaus ja sen vahvistaminen. Teoksessa Seppo Penttilä – Janne Ruohonen – Asko Uoti – Veikko Vahtera (toim.), Kuntayhtiöt lainsäädännön ristiaallokossa, s. 75–96. Kunnallisalan kehittämissäätiön Tutkimusjulkaisu-sarjan julkaisu nro 88.

VanDuzer, J. Anthony (2010): BCE v. 1976 Debentureholders: The Supreme Court's Hits and Misses in its Most Important Corporate Law Decision since Peoples. University of British Columbia Law Review, s. 205–258.

van de Ven, Bert (2005): Human rights as a normative basis for stakeholder legitimacy. Corporate Governance, s. 48–59.

Van der Elst, Christoph (2013): The Risk Management Duties of the Board of Directors. Teoksessa Hanne S. Birkmose – Mette Neville – Karsten Engsig Sørensen (eds), Boards of Directors in European Companies: Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties, s. 129–152. Kluwer Law International. Alphen aan den Rijn.

Veasey, Norman E. – Di Guglielmo, Christine T. (2005): What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992–2004? A Retrospective on Some Key Developments. University of Pennsylvania Law Review, s. 1399–1512.

Velasco, Julian (2010): How Many Fiduciary Duties are there in Corporate Law? Southern California Law Review, s. 1231–1318.

Velasco, Julian (2015): A Defence of the Corporate Law Duty of Care. Journal of Corporation Law, s. 647–704.

Viljanen, Mika (2005): Ihmisen identiteetti ja tuottamusarviointi. Lakimies, s. 426–451.

Viljanen, Mika (2009): Oikeudenkäymiskaaren 17:6 liikevahingon korvaamisessa – kätevä mutta kömpelö instrumentti? Defensor Legis, s. 565–578.

Villa, Seppo (1997): Pääomalaina: velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Villa, *Seppo* (2003): Velkojan asema osakeyhtiössä. Talentum. Helsinki.

Villa, Seppo (2008): Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? Lakimies, s. 563–581.

Villa, Seppo (2011): Rahoitusapu ja apuyhtiöt. Lakimies, s. 1322–1340.

Villa, Seppo (2012): Konserniavustus osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa. Teoksessa Ville Pönkä – Daria Kozlowska-Rautiainen (toim.), Business Law Forum 2012, s. 93–115. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Villa, Seppo (2013): Osakeyhtiön vahingonkorvausvastuu virheestä osakeannissa – rajoittaako pääoman pysyvyyden periaate vahingonkorvauksen maksamista? Defensor Legis, s. 461–477.

Waitzer, Ed – Jaswal, Johnny (2009): *Peoples*, *BCE*, and the Good Corporate Citizen. Osgoode Hall Law Journal, s. 439–496.

Werlauff, *Erik* (2011). Boards of Directors' and Management's Liability in Law in Denmark: The Written Standard's Gradual Superseding of the Unwritten. European Company Law, s. 240–245.

West, Andrew (2009): Corporate Governance Convergence and Moral Relativism. Corporate Governance: An International Review, s. 107–119.

Wishart, David (2003): Arguing Against the Economics of (Say) Corporations Law. University of New South Wales Law Journal, s. 540–566.
Wuolijoki, Sakari (2011): Luottolaitoksen johdon korvausvastuu. Lakimies, s. 1428–1447.
Zumbansen, Peer – Saam, Daniel (2007): The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism. German Law Journal s. 1027–1051.
Åhman, Ola (1997): Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt. Iustus. Uppsala.

Virallislähteet

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi
HE 11/1981 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n muuttamisesta
HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi
HE 24/2009 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi asunto-osakeyhtiölainsäädännöksi
HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi
TaVM 11/2012 vp. Talousvaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi
HE 46/2014 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeudenkäymiskaaren 17 luvun ja siihen liittyvän todistelua yleisissä tuomioistuimissa koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.
HE 268/2014 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle kuntalaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi
HE-luonnos (2014): Hallituksen esitys eduskunnalle kuntalaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
ABL	aktiebolagslag (2005:551), Ruotsin osakeyhtiölaki
ASOYL	asunto-osakeyhtiölaki (1599/2009)
ECGI	European Corporate Governance Institute
EOYL	vuoden 1978 osakeyhtiölaki (734/1978)
HE	hallituksen esitys
JFT	Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland
JT	Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet
KKO	korkein oikeus
OikTL	laki varallisuusoikeudellisista oikeustoimista (228/1929)
OYL	osakeyhtiölaki (OYL 624/2006)
VahL	vahingonkorvauslaki (412/1974)
VanhL	laki velan vanhentumisesta (728/2003)
YmpVahL	laki ympäristövahinkojen korvaamisesta (737/1994)

1 Johdanto

1.1 TUTKIMUKSEN TAUSTA

Osakeyhtiön hallituksen velvollisuudet ja vastuu kuuluvat osakeyhtiöoikeuden tutkituimpiin osa-alueisiin. Kysymykset ovat olleet aikaisemmin myös yhden kotimaisen väitöskirjan[1] ja muutaman muun monografian[2] tutkimuskohteina. Tästä huolimatta monista keskeisistä ongelmista vallitsee edelleen suuri epäselvyys. Nämä ongelmat liittyvät muun muassa osakeyhtiöoikeuden ja yleisen vahingonkorvausoikeuden yhteensovittamiseen.[3] Toisaalta hallituksen jäsenten tehtäviä määrittävien osakeyhtiölain säännösten sisältö on jäänyt monilta osin epäselväksi, mikä näkyy ongelmina myös vahingonkorvausoikeudellisessa arvioinnissa.[4] Kyse on niinkin perustavasta ongelmasta kuin keitä keskeiset yhtiöoikeudelliset periaatteet suojaavat.[5] Oikeusministeriössä arvioidaan parhaillaan osakeyhtiölakiin kohdistuvia muutostarpeita, ja yksi esille nostettu kysymys on se, tulisiko hallituksen lojaliteettivelvollisuuden sisältöä ja suojakohteita täsmentää.[6] Ongelmakokonaisuus palautuu viime kädessä olennaisilta osiltaan osakeyhtiöoikeuden tärkeimmän käsiteparin eli yhtiön edun tulkintaan ja siihen, keiden henkilöiden intressit yhtiön hallituksella on oikeus ja velvollisuus huomioida päätöksenteossaan.

Aihepiiriin liittyvä kotimainen lainopillinen keskustelu on jättänyt tutkimuksellisia aukkoja. Keskustelu hallituksen velvollisuuksista ja vastuusta linkittyy samalla vahvasti yhtiöoikeuden teorian kansainvälisimpiin ja samalla vanhimpiin kysymyksiin osakeyhtiön olemuksesta, tarkoituksesta ja yhteiskuntavastuusta.[7] Erilaiset käsitykset osakeyhtiön ”ontologiasta” ja tarkoituksesta ohjaa-

---

[1] *Kyläkallio* 1963. Muiden Pohjoismaiden kirjallisuudesta ks. *Dotevall* 1989; *Normann Aarum* 1995; *Sofsrud* 1999; *af Sandeberg* 2001; *Dotevall* 2008.

[2] *Taxell* 1963; *Taxell* 1988; *Savela* 2015.

[3] *Rhee* 2013 s. 1142 korostaa, että koherentin kuvan saaminen osakeyhtiön johtohenkilöiden korvausvastuusta edellyttää oikeudenalarajat ylittävää tarkastelua. Ks. laajasti erilaisista vahingonkorvausoikeudellisista ongelmista *Savela* 2015 s. 305–400. Yhtiöoikeuden ja vahingonkorvausoikeuden yhteensovittamisesta myös kirja-arvostelu *Pehrson* JT 1990–1991 s. 510–517.

[4] Ajankohtainen ongelmakokonaisuus liittyy siihen, miten osakeyhtiölain yleisperiaatteet vaikuttavat kuntayhtiön hallituksen jäsenten vahingonkorvausvastuuseen. Ks. esim. Valtiovarainministeriö 2014 s. 23.

[5] *Immonen – Airaksinen* 2013. Osakeyhtiön johtohenkilöiden velvollisuudet on kirjoitettu lakiin tulkinnanvaraisin yleislausekkein, joten niille annettu tulkinnallinen sisältö määrää, keitä kohtaan korvausvastuu voi syntyä ja missä tilanteissa. Näin *Toiviainen* 1994b s. 1045–1047.

[6] Oikeusministeriö 2016, s. 26.

[7] Ks. viimevuotisista kansainvälisistä puheenvuoroista esim. *Keay* 2011 ja *Licht* 2012 sekä kokoomateos *Sjåfjell – Richardson* 2015.

vat välittömästi sitä, miten hallituksen velvollisuudet ja vastuu ymmärretään voimassa olevan oikeuden tasolla. Suomessa keskustelua teorioiden ja voimassa olevan oikeuden suhteesta on käyty vasta varsin vähän aikaa.[8]

Osakeyhtiön erillinen oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajan rajoitettu vastuu yhtiön velvoitteista ovat mahdollistaneet pääomien keräämisen laajoilta sijoittajapiireiltä ja useiden yhteiskunnallisesti hyödyllisten, mutta riskialttiiden hankkeiden toteuttamisen.[9] On esitetty, että osakeyhtiömuodon institutionaalisten ominaisuuksien eli ennen kaikkea oikeushenkilöllisyyden ja osakkeenomistajan rajoitetun vastuun ansiosta osakeyhtiö on muihin yhtiömuotoihin nähden ylivoimainen väline ratkaista pääomien keräämiseen, hallinnoimiseen ja jakamiseen liittyvät kysymykset niin, että usea sijoittaja voi osallistua yhtiön toimintaan.[10] Osakeyhtiö on modernin kapitalismin organisoitumismuoto *par excellence*.

Osakeyhtiölaeissa on historiallisesti painotettu osakkeenomistajan suojaamista.[11] Tämän kehityksen eräänlaisena kliimaksina voidaan pitää vuosituhannen taitetta, jolloin osakkeenomistajan hegemonia-asemalle perustuva yhtiöoikeus oli ainakin eräiden yhdysvaltalaistutkijoiden mukaan saavuttanut lainsäätäjien, tiedemiesten ja talouselämän eliitin keskuudessa niin suuren suosion, että rohkeimmat kirjoittivat osakeyhtiöoikeuden historian lopusta.[12] Ennuste historian lopusta osui kiinnostavaan ajankohtaan, sillä vain muutamaa vuotta myöhemmin paljastuneet mittavat yritysskandaalit ja sittemmin puhjennut maailmanlaajuinen finanssikriisi nostivat uudella tavalla keskiöön ikuisuuskysymykset siitä, miten ja keiden intresseissä osakeyhtiöitä tulisi hallinnoida.[13]

Finanssikriisistä alkaneessa kriittisessä keskustelussa on tuotu esiin sinänsä vuosisatoja vanha ongelma eli se, että osakeyhtiön institutionaaliset ominaisuudet eivät aina kannusta yhtiön toiminnasta päättäviä tahoja parhaalla mahdollisella tavalla ottamaan huomioon yhtiön muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut. Provokatiivisimmissa esityksissä osakkeenomistajan hegemonia-asemalle ja rajoitetulle vastuulle perustuvaa yhtiöoikeutta on kuvattu osakkeenomistajan paratiisiksi, jossa lainsäädäntö takaa osakkeenomistajalle mahdollisuuden nauttia yhtiön tuottamasta voitosta ilman vastuuta sen aiheuttamista vahingoista. Tämän näkemyksen mukaan osakkeenomistajan rajoitettu tai pikemminkin olematon vastuu institutionalisoi vastuuttomuuden.[14]

---

[8] Näkökulma on toisaalta vahvasti esillä mm. viimeaikaisissa kirjoituksissa *Mähönen – Villa* 2015, *Nyström – Rajavuori* 2014, *Mäntysaari* 2013a ja *Mäntysaari* 2013b.
[9] Ks. myös *Stattin* 2009 s. 62.
[10] *Vahtera* 2011a s. 18.
[11] *Sjåfjell* 2009 s. 80.
[12] *Hansmann – Kraakman* 2001. *Hansmann* 2006 s. 745–751 oli vielä muutamaa vuotta myöhemmin pitkälti samalla kannalla.
[13] *Cherry – Sneirson* 2011 s. 984 nostavat esiin myös Deepwater Horizon -öljykatastrofin.
[14] *Ireland* 2010 s. 848, 853.

Eräät kriitikot ovat jopa kyseenalaistaneet näkemyksen, jonka mukaan nykymuotoinen rajoitettu vastuu on tehokkaan corporate governance -järjestelmän välttämätön edellytys. Harvat olisivat silti luopumassa rajoitetun vastuun periaatteesta.[15]

Osakeyhtiön institutionaaliseen ytimeen kuuluvat kysymykset ovat nousseet kriittisen tarkastelun kohteeksi erityisesti siksi, että globaaleilla markkinoilla osakkeenomistajat eivät ole pelkästään osakesäästämistä harjoittavia palkansaajia, eläkeläisiä tai muita passiivisia sijoittajia vaan myös esimerkiksi monikansallisten konsernien emoyhtiöitä, pääomasijoittajia, valtioita, valtioiden sijoitusrahastoja, institutionaalisia sijoittajia ja säätiöitä. Kun osakeyhtiömuoto ja rajoitettu vastuu yleistyivät 1800-luvulla, osakeyhtiöillä ei kaikissa valtioissa ollut lupa omistaa toisten osakeyhtiöiden osakkeita, jolloin ei myöskään syntynyt emo-, holding- ja tytäryhtiöitä. Tämä muuttui, kun esimerkiksi Yhdysvalloissa monet osavaltiot New Jersey kehityksen kärkenä sallivat osakeyhtiöiden omistaa toisten osakeyhtiöiden osakkeita.[16] Kun lakimiehet 1800- ja 1900-luvuilla kiistelivät siitä, missä määrin luonnollisten henkilöiden tulisi saada nauttia osakkeenomistajina rajoitetun vastuun antamasta suojasta ja missä määrin yhtiö on osakkeenomistajistaan erillinen entiteetti[17], nyt arvioidaan sitä, missä määrin rajoitetun vastuun tulisi suojata *osakeyhtiöitä osakkeenomistajaominaisuudessa* ja onko useista yhtiöistä koostuva konserni itsenäinen entiteetti, jonka tulisi vastata kaikkien konserniin kuuluvien yhtiöiden velvoitteista.[18]

Merkittävä osa yhtiöoikeuden tutkijoista pitää osakeyhtiöinstituution tavoitehierarkiassa ylimpänä pyrkimystä edistää koko yhteiskunnan hyvinvointia.[19] Oikeuspoliittisen keskustelun viriäminen selittynee ennen kaikkea sillä, että finanssikriisin jälkeisissä poikkeusoloissa erilaisten välittömien ja välillisten vahingonkärsijöiden määrä oli maailmanlaajuisesti poikkeuksellisen suuri. Tutkijoiden piirissä on pohdittu laajasti, olivatko kriisin syyt enemmän systemaattisia kuin satunnaisia.[20]

---

[15] Ks. kootusti eräistä ehdotuksista *Blankenburg – Plesch – Wilkinson* 2010 s. 821, 831. Erilaisista vaihtoehdoista osakkeenomistajan vastuun toteuttamiseksi myös *Kaisanlahti* 2006 s. 139–163.

[16] *Strasser – Blumberg* 2011 s. 7–10 selvittävät rajoitetun vastuun historiallista kehitystä. Ks. myös *Harper Ho* 2012 s. 902.

[17] Ks. klassikkoratkaisu *Salomon v A Salomon & Co Ltd* (1897) AC 22.

[18] Yhtiöoikeudessa on ryhdytty pohtimaan yksittäisen yhtiön olemuksen ohella *konsernin* olemusta ja sitä selittäviä teorioita. Ks. *Harper Ho* 2012 s. 879–952. Rajoitetun vastuun merkitystä on tavanomaista tarkastella nimenomaan konsernien kontekstissa. Ks. *Kaisanlahti* 2006 s. 147.

[19] *Hansmann – Kraakman* 2001 lähtevät siitä, että osakkeenomistajien etujen edistäminen on paras keino saavuttaa kyseinen päämäärä.

[20] *Blankenburg – Plesch – Wilkinson* 2010 s. 831. Ks. erityisesti finanssisektoria koskevasta keskustelusta *Armour – Gordon* 2014. Kirjoituksessa *Jones – Felps* 2013 s. 209–210 väitetään, että voitontavoitteluun liittyvät insentiivit oletettavasti vaikuttivat usealla eri tasolla finanssikriisin syntymiseen. Kirjoittajien mukaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi on myös ollut yleisesti syynä joihinkin taloudellisiin ja sosiaalisiin ongelmiin.

Keskustelu markkinatalouden perusrakenteiden kuten osakeyhtiöitä koskevan sääntelyn legitimiteetistä on usein turhan poleemista, koska tiedotusvälineet kertovat taloudellisista poikkeusoloista, yritysskandaaleista ja ympäristökatastrofeista sekä niiden taustalla olevista *oletetuista* corporate governance -häiriöistä[21] näyttävämmin kuin hyödyistä, joita nykyinen talousjärjestys ja osakeyhtiölainsäädäntö sen peruskivenä tuottavat. Toisaalta vaikka osakeyhtiöoikeutta lähestyttäisiin puhtaasti osakkeenomistajakeskeisestä näkökulmasta, osakeyhtiön institutionaaliseen ytimeen kuuluvien käsitysten tarkistaminen voi toisinaan olla perusteltua. On syytä muistaa, että esimerkiksi liiallisen riskinoton vahingolliset seuraukset eivät aina ulotu pelkästään yhtiön ulkopuolisiin, vaan osakkeenomistajatkin saattavat menettää tuntuvan määrän varallisuudestaan, jos yhtiön riskienhallinta pettää.[22]

Osakkeenomistajien ja yhtiön muiden sidosryhmien asemaan vaikuttaa keskeisesti se, miten hallituksen edellytetään hoitavan tehtävänsä. Esimerkiksi modernissa pörssiyhtiössä hallitus vastaa riskienhallinnasta, compliance-toiminnoista, toimivan johdon valvonnasta, liiketoimintastrategiasta ja intressiristiriitojen ratkaisemisesta.[23] Hallituksen velvollisuudet ja vastuu ovat siten keskeisiä tarkastelukohteita, kun arvioidaan corporate governance -järjestelmän toimivuutta. Finanssikriisin jälkeen tuomioistuinten tapa arvioida hallituksen roolia yhtiön riskienhallinnan järjestämisessä onkin ollut kasvavan akateemisen mielenkiinnon kohteena.[24]

Varsinkin suurten osakeyhtiöiden hallitusten jäsenten asemaa käsittelevissä kannanotoissa viitataan toisinaan siihen, että vahingonkorvausvastuu on hallituksen jäsenille lähinnä teoreettinen uhka ja sillä voidaan ehkäistä ainoastaan räikeimpiä väärinkäytöksiä.[25] Käsitystä voidaan tukea empiirisellä näytöllä, jonka mukaan kansainvälisesti vertaillenkin on harvinaista, että julkisten osakeyhtiöiden hallitusten jäsenet joutuisivat maksamaan vahingonkorvauksia tai niihin verrattavia sanktiomaksuja omasta varallisuudestaan.[26] Toisaalta finanssikriisin jälkeen eri oikeusjärjestyksissä on esitetty melko suuria korvausvaati-

---

[21] *Stattin* JT 2006–2007 s. 265 käyttää termiä corporate governance -failure.

[22] Vuoden 2008 pörssiromahdus kävi kalliiksi ennen kaikkea osakkeenomistajille. Ks. *Bainbridge* 2009 s. 968 alav. 5 ja siinä mainitut lähteet.

[23] *Hertig* 2005 s. 270.

[24] Esim. *Pan* 2011 s. 217 ja *Van der Elst* 2013.

[25] *Mähönen – Villa* 2006 s. 92.

[26] *Cheffins – Black* 2006 s. 1475–1480. Korvausvastuun harvinaisuutta voidaan selittää esimerkiksi prosessuaalisilla seikoilla. Ks. *Black – Cheffins – Klausner* 2006, erityisesti s. 7–8. Toinen mahdollinen johtopäätös on se, että intressiristiriitojen muut ratkaisukeinot (tilintarkastus, tiedotusvälineet, sijoittajien ja osakemarkkinoiden valvonta, sosiaaliset normit) kuin fidusiaariset velvollisuudet ovat riittävän tehokkaita keinoja varmistamaan, että hallitukset tekevät työnsä hyvin. *Black – Cheffins – Klausner* 2006 s. 17, 19. Kirjoittajien päähuomio kohdistuu ennen kaikkea oikeusjärjestyksen ulkopuolisiin valvontamekanismeihin (”extra-legal incentives”).

muksia myös listattujen yhtiöiden johtohenkilöitä vastaan.[27] Viimevuotiset esimerkit Tanskasta[28] ja Ruotsin tuomioistuimissa edelleen selviteltävä HQ Bank -vyyhti osoittavat, ettei korvausvastuun uhka ole jäänyt pelkäksi teoriaksi Pohjoismaissakaan. Kotimaassa hovioikeudet ratkaisevat säännöllisesti hallituksen jäsenten korvausvastuuseen liittyviä riitoja.

1.2 TUTKIMUSKYSYMYKSET JA -VÄITTEET

Tutkimuksen kohteena ovat osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet ja niiden rikkomiseen liittyvä vahingonkorvausvastuu kotimaisen oikeuden mukaan. Kyseessä ei ole yleisesitys hallituksen jäsenten yhtiöoikeudellisista velvollisuuksista ja vahingonkorvausvastuusta. Fokus on sen sijaan nimenomaan fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöjen ja keskinäisten suhteiden sekä velvollisuuksien suojakohteiden selvittämisessä. Väitöskirjassa esitetään neljä keskeistä tutkimusväitettä.

Viimeaikaisen kotimaisen keskustelun lähtökohdaksi on muodostunut se, yhtiön etu tarkoittaa samaa kuin osakkeenomistajien etu. Tutkimuksessa testataan tämän oikeustaloustieteestä johdetun näkemyksen oikeellisuus.

Tutkimusväite 1: *hallituksen fidusiaariset velvollisuudet eivät tarkoita lain tasolla yleisesti velvollisuutta edistää osakkeenomistajien etuja.*

Oikeustaloustieteen termein tutkimuksessa on kyse fidusiaaristen velvollisuuksien ja niiden rikkomiseen liittyvän vahingonkorvausvastuun merkityksestä osakeyhtiössä vallitsevien päämies-agenttiongelmien ratkaisemisessa. Tutkimuksessa osoitetaan kansainväliseen kirjallisuuteen ja käytäntöön tukeutuen, että päämies-agenttiteorian hahmottaminen aikaisemmasta kotimaisesta tutkimuksesta poikkeavalla tavalla selventää fidusiaaristen velvollisuuksien merkitystä, niiden keskinäisiä suhteita ja suojakohteita sekä viime kädessä koko yhtiöoikeudellista käsitejärjestelmää.

Tutkimusväite 2: *hallituksen fidusiaariset velvollisuudet tarkoittavat oikeudellisesti velvollisuutta edistää yhtiön omaa etua.*

Yhtiön etu on määritelty usein osakkeenomistajien eduksi ja nimenomaisesti osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi. Tutkimuksessa testataan lainopillisen analyysin avulla myös tämän oikeustaloustieteellisen premissin pitävyys.

Tutkimusväite 3: *hallituksen fidusiaariset velvollisuudet eivät tarkoita velvollisuutta edistää osakkeenomistajien yhteistä etua*.

Jos yhtiön etua ei voi määritellä lainopissa yleisesti yhtiön tietyn sidosryhmän edustajien eduksi, käsite on määriteltävä jollain muulla tavalla. Määrit-

---

[27] Yhdysvalloista *In re Citigroup inc. Shareholder Derivative Litigation* 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).
[28] *Werlauff* 2011.

telyssä voidaan tältäkin kannalta tukeutua yhtiöoikeuden kansainväliseen teorianmuodostukseen, joka on linjassa kotimaisen oikeuden kanssa.

Tutkimusväite 4: *hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien merkityssisältö on määriteltävä abstraktien tavoitteiden eikä tiettyjen henkilöiden intressien avulla.*

Tutkimuskysymykset ja -väitteet ovat osakeyhtiöoikeudellisia. Niiden erottaminen vahingonkorvausoikeudellisesta tutkimuksesta olisi kuitenkin vaikeaa. Ilman vahingonkorvausoikeudellista näkökulmaa olisi ylipäätään vaikea antaa luotettavaa vastausta siihen, miten fidusiaariset velvollisuudet edellyttävät hallituksen toimivan. Osakeyhtiölain 1 luvun periaatteiden merkitystä on aina tarkasteltava yhdessä lain 22 luvun korvaussäännösten ja yleisten vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden kanssa. Tutkimuksen nimittäminen vahingonkorvausoikeudelliseksi ei edellytä sitä, että kirjoituksessa käsiteltäisiin yksityiskohtaisesti OYL 22 luvun kaikkia säännöksiä tai korvausvastuun syntymisen kaikkia yleisiä edellytyksiä. Jo eräiden vahingonkorvausoikeudellisten kysymysten kuten tuottamusta, loukatun suostumusta, suojatarkoitusoppia, vastuun rajoittamista sekä välitöntä ja välillistä vahinkoa koskevien ongelmakokonaisuuksien tarkastelu auttaa ymmärtämään fidusiaarisia velvollisuuksia aikaisempaa selkeämmin. Osakeyhtiölain korvaussäännösten kannalta jo OYL 22:7:n ja OYL 22:9:n syvällisillä analyyseilla voidaan saavuttaa relevanttia lisätietoa tutkimuskysymyksistä.

Osakeyhtiön tarkoitus vaikuttaa olennaisesti osakeyhtiölainsäädännön materiaaliseen sisältöön ja erityisesti yhtiön johtohenkilöiden rooliin ja velvollisuuksiin.[29] Erilaiset normatiiviset teoriat osakeyhtiön olemuksesta, tarkoituksesta ja yhteiskuntavastuusta vaikuttavat tyypillisesti myös siihen, miten kukin tutkija tulkitsee hallituksen velvollisuuksia ja vastuuta lainopillisella tasolla. Tutkimuksen aluksi onkin syytä selvittää keskeisten osakeyhtiötä kuvaavien teorioiden sisältöä ja niiden vaikutuksia lainopilliseen tulkintaan. Vaikka tutkimuksen pääfokus on voimassa olevan oikeuden sisällön selvittämisessä, sitä voidaan teoreettisista painotuksista johtuen pitää samalla puheenvuorona keskusteluun osakeyhtiöoikeuden yleisistä opeista.[30]

Hallituksen velvollisuuksiin ja vastuun toteuttamiseen liittyvät kysymykset ovat osoittautuneet erityisen ongelmallisiksi hallituksen ja yhtiön velkojien välisessä suhteessa. Kansainvälisessä kirjallisuudessa on muutoinkin huomautettu, että yhtiön johdon vastuu muita kuin yhtiötä ja osakkeenomistajaa kohtaan on jäänyt yhtiöoikeustutkimuksessa usein sivuutetuksi aihealueeksi. Teemalla

---

[29] *Choudhury* 2009 s. 631–632. Ks. myös *Keay* 2008 s. 664.

[30] Eksplisiittinen puheenvuoro asiasta on esitetty toistaiseksi vain teoksissa *Mähönen – Villa* 2006 ja *Mähönen – Villa* 2015. Samalla on huomautettava, että jo Suomen ensimmäisessä osakeyhtiöoikeudellisessa väitöskirjassa *Taxell* 1946 käsiteltiin sinänsä sellaisia kysymyksiä, joita voi luonnehtia yleisiin oppeihin kuuluviksi.

on vahva kytkentä fidusiaarisiin velvollisuuksiin, koska yhtiön edun mukainen tai ainakin yhtiön edun mukaiseksi oletettu toiminta voi toisinaan edellyttää menettelyjä, jotka altistavat muut sidosryhmät kuin osakkeenomistajat erilaisille vahinkoriskeille.[31] Tutkimus on rakennettu niin, että ensin selvitetään fidusiaaristen velvollisuuksien merkitystä yleisellä tasolla ja lopuksi nostetaan esiin erityiskysymys fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavasta funktiosta.

1.3 LAINOPPI, OIKEUSTALOUSTIEDE JA ULKOMAISEN OIKEUDEN HYÖDYNTÄMINEN

Tutkimus on lainopillinen. Tutkimusmenetelmän nimittäminen lainopilliseksi ei tosin kerro vielä paljoakaan siitä, miten lainoppia tehdään, miten voimassa oleva oikeus ymmärretään tai millaista oikeuslähdeoppia tutkija noudattaa. Lainopillinen tutkimus voi tarkoittaa monia eri asioita.[32] Tämä väitöskirja on suunnattu sekä yhtiöoikeustieteen tutkijoille että käytännön toimijoille, mikä on vaikuttanut menetelmävalintoihin ja oikeuslähdeoppiin. Kun otetaan huomioon korkeimman oikeuden ratkaisujen tosiasiallinen oikeuslähdearvo suomalaisen juristikunnan keskuudessa, kannanotot voimassa olevan oikeuden sisällöstä ovat tässä tutkimuksessa vahvasti korkeimman oikeuden prejudikaattien varassa.[33] Prejudikaattien painottaminen tarkoittaa, että tutkimuksessa omaksuttu käsitys voimassa olevasta oikeudesta on oikeusrealistinen.[34] Samalla on huomattava, etteivät prejudikaatit luonnollisesti ole ainoa oikeuslähde, jonka avulla oikeudellisia ratkaisuja tehdään tai tulisi tehdä. Prejudikaateissa on itsessäänkin voitu sivuuttaa merkityksellisiä oikeuslähteitä. Prejudikaattien tosiasiallinen ohjausvaikutus on kuitenkin siinä määrin voimakas, että niiden merkitystä on syytä korostaa erikseen.

Oikeustaloustieteestä on tullut lähes erottamaton osa kotimaista osakeyhtiölainsäädännön tutkimusta. Oikeustaloustiede ei ole yksi yhtenäinen tutkimus-

---

[31] *Petrin* 2010 s. 1662.

[32] *Timonen* 1997 s. 106.

[33] Oikeuskäytännön merkitystä on kuvattu osuvasti kirjoituksessa *Kunnas* 2007 s. 770: ”[tuomioistuinrealismia kohtaan esitetty] kritiikki ei muuta sitä tosiasiaa, että tuomioistuinten ratkaisut muodostavat senhetkisen oikeusjärjestelmän olipa se miten puutteellinen tahansa. Tähän realismiin on asianajajan taivuttava, sillä virheellinen työsuoritus, joka ei huomioi vakiintunutta oikeuskäytäntöä, merkitsee viime kädessä vahingonkorvausvastuuta päämiehelle.” Ks. myös *Norros* 2010 s. 443, jonka mukaan korkeimman oikeuden ratkaisuilla on muodollinen oikeuslähdearvo ja tärkeä merkitys käytännön lakimiehille.

[34] Ns. skandinaavinen realismi on tapana liittää tanskalaisen Alf Rossin kirjoituksiin. *Ross* 1953. Yhdysvalloissa oikeusrealismin nousu voidaan ajoittaa 1800- ja 1900-lukujen taitteeseen. Yhtenä ajanjakson tärkeimpänä kontribuutiona mainitaan usein *Holmes* 1897. *Holmesin* ”ennustusteorian” mukaan lakimiehen tuli asiakasta neuvoessaan pyrkiä ennustamaan, miten tuomioistuin tulee ratkaisemaan asian. *Holmesin* ajatuksia on analysoitu mm. kirjoituksessa *Grechenig – Gelter* 2008 s. 311–313.

suuntaus. Oikeustaloustieteellisillä tutkimuksilla on kuitenkin yhteinen piirre, eli niissä tarkastellaan sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta ja kehittämistarpeita taloustieteiden apuvälinein. Toisinaan taloustiedettä käytetään myös voimassa olevan oikeuden tulkinnassa.[35] Yhtiöoikeutta tutkittiin pitkään samantyyppisillä oikeustieteellisillä menetelmillä ja kysymyksenasetteluilla kuin muitakin oikeudenaloja. Perinteinen tarkastelutapa on kuitenkin menettänyt merkitystään oikeustaloustieteen tai talouspainotteisen oikeustieteen hyväksi. *Sillanpää* on selittänyt näkökulmaerot osuvasti niin, 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”. Taloustieteellisesti painottuneen yhtiöoikeuden kiinnostuksen kohteina ovat ensisijaisesti osakkeenomistajan asema ja odotukset, mutta samalla siinä pyritään huomioimaan tarkoituksenmukaisella ja oikeudenmukaisella tavalla yhtiön muut sidosryhmät.[36]

Oikeudellisen tulkinnan näkökulmasta on esitetty, että taloustieteellisesti painottuneessa yhtiöoikeudessakin tulee pysyä vakiintuneen laintulkinnan rajoissa.[37] Yksimielisyyttä ei kuitenkaan ole siitä, mikä merkitys taloustieteellisille argumenteille tulisi antaa vakiintuneessa laintulkinnassa tai mitä on vakiintunut laintulkinta. Toisinaan taloustieteellisille argumenteille on annettu enemmän painoarvoa kuin aarniolais-peczenikiläisessä oikeuslähdeopissa.[38] Vaikka tutkijat tekevät perinteistä lainoppia, voimassa olevaa oikeutta koskevia tulkintakannanottoja on toisinaan tuettu oikeustaloustieteellisillä teorioilla. Näin on tehty esimerkiksi yhtiön edun tulkinnan yhteydessä.[39] Oikeustaloustieteelle rakentuvat yleiset opit ja perinteiset oikeuslähteet on yleisesti pyritty selittämään ristiriidattomina ja toinen toisiaan tukevina kokonaisuuksina.[40] Taloustiede ei siis tosiasiassa ole enää pelkästään menetelmä, jolla tutkitaan yhteiskuntaa ja oikeusnormeja taloudellisesta näkökulmasta, vaan sitä käytetään myös voimassa olevan oikeuden sisällön selittämisessä.[41] Oikeustaloustieteen nousu voidaan liittää ennen kaikkea 1990- ja 2000-lukujen kotimaisiin väitös-

---

[35] *Mähönen* 2015 s. 982–983.
[36] *Sillanpää* 1994 s. 31 ja alav. 106.
[37] Ibid.
[38] *Mähönen* 2004 s. 49–64. Ruotsissa oikeustaloustieteen käyttömahdollisuuksiin on perehtynyt erityisesti *Sjöberg* 2007 s. 23–31.
[39] Ks. esim. *Savela* 1999 s. 197 ja *Pönkä* 2012 s. 321.
[40] *Vahtera* 2011a s. 27; *Pönkä* 2012 s. 68.
[41] *Toiviainen* 2002 s. 52. *Siltala* 2003 s. 526 on lukenut oikeustaloustieteellisen laintulkintaopin eräiden muiden suuntausten ohella kriittiseksi lainopiksi.

kirjoihin.[42] Oikeustaloustiedettä on sen jälkeen hyödynnetty laajasti osakeyhtiöoikeuden tutkimuksessa. Toisaalta uusimmassa kirjallisuudessa on tarkasteltu kokoavasti viime vuosien tutkimuksia ja pohdittu, onko oikeustaloustieteen kulta-aika ohi.[43]

Oikeustaloustieteellisellä tutkimustraditiolla on ollut kiistaton arvo kotimaiselle yhtiöoikeudelle. Se on täsmentänyt käsitejärjestelmää, luonut omilla ehdoillaan koherentin kokonaiskuvan osakeyhtiöstä ja osakeyhtiölainsäädännöstä sekä valottanut sääntelyllä ratkaistavia yhteiskunnallisia ongelmia. Toisaalta tutkimustradition uusi ulottuvuus, jossa teorioita käytetään voimassa olevan oikeuden sisällön selittämisessä, sisältää muitakin kuin oikeusteoreettisia ja oikeuslähdeopillisia ongelmia. Yksi tyypillinen tapa käyttää oikeustaloustiedettä on juuri se, että voimassa olevan oikeuden esitetään heijastavan taloudellista ajattelua. Vaikka tällaisen ajattelun selitysvoima saattaa olla vahvempi kauppaoikeudessa kuin esimerkiksi rikosoikeudessa, sitä on myös toisinaan arvosteltu.[44] Oikeustaloustieteeseen voi sisältyä samanlaisia ongelmia kuin muihin menetelmiin, joissa oikeustiedettä yhdistellään eri tieteenalojen kanssa. Tieteidenväliset käsitteelliset siirrännäiset eivät aina ole ongelmattomia.[45]

Taloustieteeseen perustuvat kannanotot on tavattu luokitella oikeustieteessä reaalisiksi argumenteiksi.[46] *Timosen* mukaan kysymyksenasettelu ja tiedonintressi määräävät, ovatko taloustieteestä johdetut argumentit vain reaalisia argumentteja, vai onko niillä suurempi painoarvo kuin perinteisessä luokittelussa.[47] Nyt alkavassa tutkimuksessa on kysymys ”enemmän oikeuden näkökulmasta taloudellisiin ilmiöihin kuin talouden näkökulmasta oikeudellisiin ilmiöihin”[48], minkä vuoksi taloustieteestä johdetut argumentit sekä taloustieteelliset teoriat eivät ole yhtä vahvoja tulkintalähteitä kuin perinteiset oikeuslähteet. *Timonen* kuvaili lähestymistapaansa väitöskirjassaan niin, että teorian ja yleisten oppien tarkastelussa muotoillaan ja perustellaan sellainen tutkimuksellinen malli, jota työn aineellisessa osassa testataan.[49] Tässä väitöskirjassa näkökulma on lähellä Timosen lähestymistapaa. Ensin tarkastellaan osakeyhtiötä sekä sen johdon roolia kuvaavia teorioita yleisellä tasolla, ja voimassa olevaa oikeutta kuvaavien päälukujen pohjalta tehdään lopuksi päätelmiä teorioiden kantovoimasta. Tutkimuksessa ei ainoastaan arvioida kriittisesti teorioita, joita kotimaises-

---

[42] *Sillanpää* 1994; *Timonen* 1997; *Kaisanlahti* 1999; *Mähönen* 2001.
[43] *Pönkä* 2015 s. 15.
[44] *Cryer ym.* 2011 s. 84.
[45] *Cryer ym.* 2011 s. 76. Erityisesti yhtiöoikeuden näkökulmasta *Mäntysaari* 2014. Ks. oikeustaloustiedettä koskevista kotimaisista kritiikeistä myös esim. *Hemmo* 1996 s. 25–32.
[46] *Timonen* 1997 s. 129–130. Taloustieteellisen argumentaation suhde perinteisen oikeuslähdeopin mukaisiin reaalisiin argumentteihin voidaan kuitenkin ymmärtää monin eri tavoin. Esim. *Mähönen* 2004 s. 49 tarkoittaa niillä selvästi eri asioita.
[47] *Timonen* 1997 s. 130.
[48] Ilmaisu on lainattu teoksesta *Knuutinen* 2009 s. 8–9.
[49] *Timonen* 1997 s. 3.

sa yhtiöoikeudessa on suosittu viime vuosina. Tutkimuksessa nostetaan esiin teoreettisia malleja, joiden avulla osakeyhtiöoikeutta ja fidusiaarisia velvollisuuksia voidaan selittää aikaisempaa koherentimmin yleisten oppien tasolla. Edellä sanottu pätee yleisesti perinteisiin entiteettiteorioihin (alaluku 2.3), mutta myös uudempiin teoreettisiin hahmotustapoihin, kuten fidusiaarisen hallinnoinnin ajatukseen (alaluku 3.8) ja constituency directors -mallinnukseen (alaluku 3.9.1).

Väitöskirjassa hyödynnetään laajasti kansainvälistä oikeuskirjallisuutta ja ulkomaisia tuomioistuinratkaisuja. Ulkomaisen aineiston avulla tunnistetaan universaaleja ongelmia ja vaihtoehtoisia ratkaisuja niihin.[50] Ulkomaiset esimerkit osoittavat kansallisissa järjestelmissä olevia kiinnostavia yhtäläisyyksiä ja eroja, mutta niiden avulla voidaan myös havainnollistaa osakeyhtiölainsäädännön poliittista ja ideologista luonnetta.[51] Kotimaisen oikeuden vertailukohteiksi on valittu Yhdysvalloista Delawaren osavaltio sekä Kanada. Vertailukohteiden valinta perustuu siihen, että Delawaressa ja Kanadassa on kertynyt oikeuskäytäntöä tutkimuksen kannalta kiinnostavista kysymyksistä. Toiseksi, vaikka Delaware ja Kanada vaikuttavat ensi näkemältä riittävän erilaisilta kotimaiseen corporate governance -järjestelmään verrattuna, jotta oikeusvertailu voisi avata uusia näkökulmia, järjestelmät eivät välttämättä olekaan lopulta merkittävästi erilaisia tietyissä kysymyksissä. Ensi näkemältä hyvin erilaisissa oikeusjärjestyksissä onkin voitu sanoa hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista jotain sellaista, joka on hyödynnettävissä suoraan myös kotimaisen oikeuden tulkinnassa.

Useimmista markkinatalousmaista löytyy yhtiömuoto, jolla on osakeyhtiölle määritellyt viisi perusominaisuutta: osakkeenomistajien rajoitettu vastuu yhtiön velvoitteista, yhtiön itsenäinen oikeushenkilöllisyys, osakkeiden vapaa luovutettavuus, osakkeenomistajista eriytynyt hallinto sekä pääoman pysyvyys.[52] Osakeyhtiön perusominaisuuksista seuraa, että sääntelijät joutuvat ratkaisemaan samanlaisia ongelmia joka puolella maailmaa. *Funktionaalisen* yhtiöoikeustutkimuksen lähtökohta on nimenomaan se, että yhtiöoikeudellisilla järjestelmillä ympäri maailman pyritään vastaamaan yhteisiin ja universaaleihin ongelmiin. Osakeyhtiölainsäädäntö sisältää kunkin kansallisen lainsäätäjän kannanoton siihen, mikä on taloudellisesti tehokkain tapa säännellä tarkasteltavaa ongelmaa.[53] Funktionaalisessa yhtiöoikeustutkimuksessa tärkeimpänä yk-

---

[50] *Pistor* 2002 s. 126–127.

[51] *Zumbansen – Saam* 2007 s. 1045: ”– – corporate law is deeply political – –.” Toisin *Nuolimaa* 1998 s. 1071, jonka mukaan osakeyhtiöoikeudellisen lainsäädäntömallin ei tulisi perustua politiikkaan.

[52] Osakeyhtiön perusominaisuudet on jaoteltu tässä esitetyllä tavalla esimerkiksi kirjoituksessa *Armour – Hansmann – Kraakman* 2009 s. 34.

[53] Laajasti funktionaalisesta menetelmästä yhtiöoikeudessa *Bruner* 2010 ja *Clarke* 2011.

sittäisenä universaalina ongelmana pidetään agenttikustannuksia.[54] Yhteisistä universaaleista ongelmista seuraa, että myös yhtiöoikeudellinen teoreettinen keskustelu on väistämättä luonteeltaan kansainvälistä. Osakeyhtiön kaikki institutionaaliset ominaisuudet voidaan altistaa kriittiselle tehokkuusperusteiselle tarkastelulle.[55]

Menetelmänä funktionaalinen yhtiöoikeustutkimus sisältää useita etuja. Se on helpottanut tutkijoiden välistä vuoropuhelua ja auttanut tunnistamaan kaikille oikeusjärjestyksille yhteisiä ongelmia. Esimerkiksi *agenttiongelmaa* erotuksena *agenttiteoriasta* voidaan pitää aidosti universaalina.[56] Yhteisten ongelmien ja päämäärien olemassaolosta ei kuitenkaan voida päätellä, että kansallisilla järjestelmillä olisi identtiset tavoitteet. Funktionaalisten esitystapojen ongelmana on, etteivät ne aina kerro riittävän tarkasti, miten yksittäiset corporate governance -järjestelmät tosiasiassa toimivat. Niissä ei myöskään oteta huomioon mahdollisuutta, että erot esimerkiksi järjestelmien osakkeenomistajakeskeisyyden asteessa saattavat olla seuraus syvään juurtuneista eroista yhteiskunnallisissa näkemyksissä ja markkinastruktuureissa. Kriittisissä puheenvuoroissa varoitetaan toisaalta myös liiallisesta kontekstualisoinnista, jossa vertaileva corporate governance -tutkimus ja yleistysten tekeminen käyvät lähes mahdottomaksi.[57]

Funktionalismin ongelmat vertailevassa corporate governance -tutkimuksessa lienevät pitkälti samat kuin vertailevassa oikeustieteessä yleisesti.[58] Vertailevan oikeustieteen piirissä esimerkiksi *Günther Frankenberg* on kirjoittanut funktionalistisesta harhasta tai virhepäätelmästä.[59] Funktionalisti valitsee tarkasteltavaksi tietyn yhteiskunnallisen ongelman ja arvioi tämän jälkeen lainsäädännön tarjoamia ratkaisuja kysymällä, mitkä oikeusnormit, käsitteet ja instituutiot täyttävät samaa tarkoitusta kuin oikeusnormit, käsitteet ja instituutiot jossakin toisessa oikeusjärjestyksessä.[60] Funktionalistin ajattelussa yhteiskunnalliset ongelmat ja oikeudelliset keinot niiden ratkaisemiseksi ovat helposti luettavia ”faktoja” riippumatta siitä, missä nuo ongelmat ilmenevät ja missä kontekstissa oikeussäännöt ovat syntyneet. Funktionalistille oikeuden maailma on transparentti ja universaali siinä mielessä, että ongelmat ja keinot niiden ratkaisemiseksi ovat kaikkialla samoja tai ainakin samanlaisia. Funktionalismiin

---

[54] *Bruner* 2010 s. 586–588. Agenttikustannusten käsitteestä *Jensen – Meckling* 1976 s. 305–360 ja *Kaisanlahti* 2001 s. 11–13.

[55] Rajoitetun vastuun osalta esim. *Kaisanlahti* 2006 s. 139–163.

[56] Ks. *Heracleous – Lan* 2012, jotka korostavat erottelua agenttiongelmaan ja agenttiteoriaan. Agenttiteorian sisällön ei tarvitse olla globaalisti hyväksytty, varsinkin jos puhutaan agenttiteoriasta oikeudellisen päättelyn välineenä.

[57] *Bruner* 2010 s. 584.

[58] Ks. oikeusvertailuun ja funktionalismiin liittyvistä kysymyksistä *Husa* 2010 s. 700–718 ja *Husa* 2014 s. 53–68.

[59] *Frankenberg* 2006 s. 444. Ks. myös *Bruner* 2010 s. 589.

[60] *Kamba* 1974 s. 517.

kuuluvat myös olennaisena osana tutkijan ehdotukset siitä, miten tarkasteltava ongelma olisi parhaiten ratkaistavissa. Pyrkimys parempiin järjestelyihin tai seurauksiin linkittää funktionalismin luontevasti utilitaristiseen ajatteluun. Tutkijan tarjoama ”paras” ratkaisu on tietysti aina sidoksissa siihen, mitä tutkija itse pitää parhaana.[61]

Funktionaalista tutkimusotetta on arvosteltu erityisesti siitä, ettemme aina voi tietää objektiivisesti, mitä tarvetta tai tehtävää jokin yksittäinen lainsäädäntöratkaisu tai käytäntö palvelee. Vastauksen esittäminen on usein arvoarvostelma.[62] Erot kansallisissa corporate governance -järjestelmissä eivät välttämättä kerro, miten hyvin tai huonosti jokin valtio hillitsee oletettua yhteistä ongelmaa tietyllä universaalilla mittapuulla arvioituna. Erot saattavat kertoa siitä, että corporate governance -järjestelmillä tavoitellaan erilaisia päämääriä eri oikeusjärjestyksissä. Toisin sanoen corporate governance -järjestelmillä pyritään mahdollisesti ratkaisemaan muitakin kuin kaikille maille yhteisiä ongelmia. Jos yhtiöoikeuden yleismaailmalliseksi tehtäväksi oletetaan ennakolta agenttikustannusten minimointi, esimerkiksi kysymys yhtiön tarkoituksen maakohtaisesta merkityksestä saatetaan samalla sivuuttaa implisiittisesti.[63] Juuri osakeyhtiön tarkoitusta ja yhtiön etua koskevien normien ja prejudikaattien tarkastelussa on huomioitava funktionalistisen virhepäätelmän mahdollisuus.

Osakeyhtiön viisi perusominaisuutta eivät vielä kerro, miten yhtiön sidosryhmien keskinäiset suhteet järjestellään tai pitäisi järjestellä ”peruskehikon” sisällä.[64] On epäselvää, missä määrin voidaan puhua *universaaleista yhtiöoikeudellisista periaatteista* peruskehikon sisällä. Jotkut yhtiöoikeuden kantavat periaatteet, kuten johdon velvollisuus edistää yhtiön etua ja vaatimus osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta, lienevät toki itsessään sellaisia. Toisaalta näiden periaatteiden sisällöt ja niiden keskinäiset painoarvot saattavat vaihdella oikeusjärjestyksestä toiseen, mikä voi kertoa siitä, että periaatteilla on ainakin osittain erilaiset funktiot eri oikeusjärjestyksissä.

1.4 MUUTAMIA RAJAUKSIA

Yritysjohdon vastuunormien tarkastelussa ja varsinkin niiden uudistamisessa on syytä kiinnittää huomiota myös muihin valvontanormistoihin.[65] Valvontakeinot on ymmärrettävä laajasti, jolloin niillä ei viitata ainoastaan vahingonkorvausvastuuseen, vaan myös muihin järjestelyihin, joilla yritysjohtoa motivoidaan

---

[61] *Frankenberg* 2006 s. 445.
[62] *Clarke* 2011 s. 86. Ks. myös *Bruner* 2010 s. 589 ja siinä mainitut lähteet.
[63] *Bruner* 2010 s. 592.
[64] *Mähönen – Villa* 2015 s. 44 ja *Vahtera* 2011a s. 21.
[65] *Nuolimaa* 1998 s. 1073.

toimimaan tehtäviensä edellyttämällä tavalla. Tällaisiin järjestelyihin voidaan lukea ainakin palkitsemisjärjestelmät, johtajien työmarkkinat, tuotemarkkinat ja julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä määräysvaltamarkkinat. Myös tiedonantovelvollisuudet, tilintarkastus ja vaatimukset hallituksen jäsenten riippumattomuudesta voidaan ymmärtää johdon toimintaa kontrolloiviksi mekanismeiksi.[66] Vaikka edellä mainitut mekanismit kuuluvat olennaisena osana yhtiön johdon kannustimiin, niiden merkitystä ja toimivuutta ei tarkastella yksityiskohtaisesti tässä tutkimuksessa. Pääfokus on laissa säädetyissä fidusiaarisissa velvollisuuksissa sekä niiden rikkomiseen liittyvässä korvausvastuussa.

Hallituksen jäsen, hallintoneuvoston jäsen, toimitusjohtaja, osakkeenomistaja ja tilintarkastaja voivat periaatteessa kaikki joutua korvausvastuuseen samasta vahingosta, joka aiheutuu yhtiölle tai muulle henkilölle.[67] Tällöin konkretisoituvat kysymykset asianomaisten tahojen yhtiöoikeudellisesta korvausvastuusta, korvausjärjestelmien yhteensovittamisesta eli yhtiöoikeudellisten toimijoiden korvausvastuusta usealla eri perusteella sekä vahingonaiheuttajien keskinäisistä regressisuhteista. Hallintoneuvoston jäsenen, toimitusjohtajan ja tilintarkastajan korvausvastuu samoin kuin regressikysymykset on kuitenkin rajattu pääasiallisesti tämän väitöskirjan tutkimuskohteiden ulkopuolelle. Koska tutkimuksen tavoitteena on selvittää osakeyhtiölain yleisperiaatteiden sisältöä ja suojakohteita, voidaan kuitenkin olettaa, että tutkimuksen monille johtopäätöksille voidaan antaa merkitystä myös arvioitaessa muiden yhtiöoikeudellisten toimijoiden kuin hallituksen velvollisuuksia ja vastuuta. Osakkeenomistajan velvollisuuksia ja vastuuta käsitellään kolmessa erillisessä alaluvussa, koska näitä kysymyksiä tarkastelemalla voidaan saavuttaa aikaisempaa selkeämpi käsitys sekä hallituksen jäsenen että osakkeenomistajan itsensä vastuusta.

Tietynlaiset väärinkäytösriskit voivat olla korostuneemmin esillä esimerkiksi suljetuissa pienosakeyhtiöissä kuin julkisesti noteeratuissa yhtiöissä tai päinvastoin.[68] Eräät vahinkoriskit kuten arvopaperimarkkinalainsäädännön tiedonantovelvollisuuksien rikkomisesta aiheutuvat vahingot kohdistuvat puolestaan jo määritelmän mukaan julkisten osakeyhtiöiden sidosryhmiin, usein osakkeenomistajiin. Näin ollen hallituksen jäsenten vahingonkorvausvastuuta käsittelevän teoksen tarkastelukohteeksi voitaisiin hyvin ottaa ainoastaan määrättyjä vahinkotilanteita, jotka ovat ominaisia tietynlaisen omistusrakenteen osakeyhtiöille tai esimerkiksi tietyn toimialan yhtiöille. Tässä väitöskirjassa perspektiivi on kuitenkin tarkoituksellisesti laajempi. Tiettyjen yksittäisten vahinkotilanteiden sijaan tutkimuksessa kohdistetaan huomio yleisiin käsitteel-

---

[66] *Parkinson* 2003 s. 486.

[67] Korvausvelvollisten piirin laajentuminen näin suureksi ei ole tavanomaista, mutta kotimaisistakin ennakkopäätöksistä löytyy esimerkkejä siitä, että hallituksen jäsen ja tilintarkastaja on tuomittu korvaamaan sama vahinko. Ks. KKO 2001:36.

[68] Ks. yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta *Pönkä* 2012 s. 7.

lisiin ongelmiin, jotka ovat merkityksellisiä sekä pörssiyhtiöiden että muiden osakeyhtiöiden ja niiden hallitusten jäsenten kannalta.

Tässä tutkimuksessa tarkastelen hallituksen fidusiaarisia velvollisuuksia julkisten ostotarjousten ja muiden yritysjärjestelytilanteiden yhteydessä vain osakeyhtiölain kannalta ja siltäkin osin melko lyhyesti. Osakeyhtiölain perusteluissakin[69] mainittujen yritysjärjestelytilanteiden yksityiskohtainen tarkastelu vaatisi tutkimuksen suuntaamista melko laajasti myös arvopaperimarkkinalainsäädännön sisällön selvittämiseen sekä OYL:n ja AML:n keskinäisen suhteen arvioimiseen.[70] Osakeyhtiölain ja AML:n kiinteä suhde tulee aikaisempaa selvemmin esille uudessa AML:ssa jo säädöstekstin tasolla (AML 11:14). Osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain yhteensovittamiseen liittyvät kysymykset onkin noteerattu tuoreessa AML:a käsittelevässä teoksessa.[71] Vaikka hallituksen rooli yritysjärjestelytilanteissa on keskeinen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin linkittyvä kysymys, edellä mainituista syistä pidän sopivana käsitellä sitä yksityiskohtaisesti erillisessä kirjoituksessa.

1.5 KÄSITTEET

Johdantoluvussa on jo edellä käytetty termejä corporate governance ja corporate governance -järjestelmä. Näiden termien erilaisia merkityssisältöjä on kuvattu kattavasti aikaisemmissa kirjoituksissa[72], eikä tutkimustehtävän suorittaminen muutoinkaan edellytä niiden seikkaperäistä avaamista. Yksi yleismaailmallisesti käytetyimmistä corporate governance -määritelmistä sisältyy Yhdistyneen kuningaskunnan ensimmäiseen corporate governance -koodiin.[73] Samaan määritelmään on tukeuduttu myös Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa.[74] Määritelmän mukaan corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yhtiötä valvotaan ja johdetaan. Määritelmässä lähinnä toistetaan termi ”yhtiön hallinnointi” toisin sanoin.[75] Alkavassa tutkimuksessa on syytä rajata hieman sitä, miten laajasti osakeyhtiön erilaiset sidosryhmäsuhteet kuuluvat corporate governance -nimiseen ongelmakenttään ja mitkä oikeusnormit ovat relevantteja. Tässä tutkimuksessa corporate governance ymmärretään laajassa merkityksessä *Mähösen* ja *Villan* tapaan, eli käsitteellä viitataan niihin sääntöihin, joilla varallisuus, valta ja vastuu on jaettu osakeyhtiössä.[76]

---

[69] HE 109/2005 vp. s. 41.
[70] Ks. esimerkkinä tällaisesta oikeudenalarajat ylittävästä tarkastelusta *Villa* 2008 s. 563–581.
[71] *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 596–599.
[72] *Kaisanlahti* 2001 s. 14–15 ja *Timonen* 2000a.
[73] *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* 1992.
[74] Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015.
[75] *Clarke* 2011 s. 79.
[76] *Mähönen – Villa* 2010 s. 1.

Corporate governance -järjestelmään voidaan lukea niin lakitasoiset säännökset kuin yhteis- ja itsesääntelyyn perustuvat normit, joilla säännellään yhtiön toimintaa ja sen sidosryhmien välisiä suhteita.[77] Corporate governance -järjestelmään kuuluu myös valtiollinen arvopaperimarkkinalainsäädäntö.[78] Edelleen corporate governance -järjestelmään voidaan lukea ainakin osa edellisessä alaluvussa mainituista valvontanormistoista kuten tilintarkastus ja määräysvaltamarkkinat.

Termillä osakeyhtiö tarkoitetaan lähtökohtaisesti kaikkia osakeyhtiölain soveltamisalaan kuuluvia yhtiöitä. Tutkimusta ei siis ole rajattu esimerkiksi vain osakeyhtiölaissa tarkoitettuihin pörssiyhtiöihin (OYL 5:1a §) tai muihin yhtiöihin. Osakeyhtiöitä koskevan teoreettisen keskustelun ydinongelmia on se, että yksittäisillä teorioilla on vaikea selittää kaikkia osakeyhtiöitä riippumatta niiden omistus- ja rahoitusrakenteista sekä sidosryhmien määristä. Teorianmuodostuksessa on usein tehtävä valinta, muodostetaanko erilaisia yhtiöitä varten erilaiset teoriat vai pyritäänkö joustavaan ja kokonaisvaltaiseen teoriaan, joka mukautuu kaikkien yhtiöiden tarpeisiin. Kysymyksen käytännöllisempi ulottuvuus on se, tarvitaanko erilaisille osakeyhtiöille erilaiset lait ja millaisille lähtökohdille niiden tulisi perustua, vai riittääkö kaikille voitontuottamisyhtiöille (OYL 1:5) yhteinen laki. Tässä tutkimuksessa pyritään sellaiseen *oikeudelliseen* teorianmuodostukseen osakeyhtiöstä ja hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista, että se toimii kaikkien osakeyhtiölain alaisuudessa toimivien yhtiöiden kontekstissa.

Varsinkin yhtiöoikeuden teoriassa termillä velkoja (”creditor”) saatetaan joskus tarkoittaa eri asiaa kuin muilla oikeudenaloilla. Velkojalla on voitu viitata vain sopimusperusteiseen rahavelkojaan. Yhtiön *sidosryhmiin* (”stakeholders”) on puolestaan tapana lukea ”velkojien” ohella työntekijät, tavarantoimittajat, julkinen valta, sopimuksenulkoiset vahingonkorvausvelkojat, ”ympäristö” ja mahdollisesti yleinen sivullistaho tai peräti globaali yhteisö. Jos lähdetään oikeudellisesta premissistä, jonka mukaan yhtiö ja osakkeenomistajat eivät tarkoita samaa asiaa, myös osakkeenomistajat voidaan lukea yhtiön sidosryhmiin kuuluviksi. Näin siitä huolimatta, että keskusteltaessa yhtiön tarkoituksesta nostetaan tyypillisesti esiin vastakkainasettelu osakkeenomistajien (*shareholders*) ja sidosryhmien (*stakeholders*) välillä.

Suomessakin on keskusteltu siitä, mitä osakeyhtiölaissa tarkoitetaan ”velkojalla”. Hallituksen esityksen mukaan käsitettä tulisi ainakin osakepääoman alentamista koskevien säännösten yhteydessä tulkita samalla tavalla kuin julkisesta haasteesta velkojille annetussa laissa.[79] Oikeustieteessä on sittemmin esitetty toinen toisistaan poikkeavia käsityksiä. *Immosen* ja *Airaksisen* mukaan

---

[77] Ks. yhteis- ja itsesääntelyn käsitteistä erityisesti yhtiöoikeudessa *Huovinen* 2009 s. 395–408.
[78] *Vahtera* 2011a s. 66.
[79] HE 109/2005 vp. s. 133.

kysymys on yhdestä ajankohtaisimmista ja tärkeimmistä osakeyhtiöoikeudellisista tulkintaongelmista.[80]

Tässä tutkimuksessa termiä velkoja käytetään perinteisessä oikeudellisessa merkityksessä eikä niin, että sillä viitattaisiin ainoastaan esimerkiksi sopimusperusteisiin rahavelkojiin. Yhtiön sidosryhmistä esimerkiksi luotonantajat, työntekijät, tavarantoimittajat, veronsaaja ja vahingonkorvausvelkojat ovat kaikki osakeyhtiön velkojia, joko sopimusperusteisia tai sopimuksenulkoisia. Kun tutkimuksessa viitataan velkojaan, sillä tarkoitetaan osakeyhtiön kaikkia *olemassaolevia* velkojia velkasuhteen oikeusperusteesta riippumatta, ellei erikseen täsmennetä, minkälaista velkojaa kussakin yhteydessä pidetään silmällä. Kun tutkimuksessa esitetään johtopäätöksenä muun muassa velkojien käytössä olevien oikeuskeinojen laajentamista, de lege ferenda ehdotettavaan oikeuskeinoon voisivat turvautua ainoastaan yhtiön olemassaolevat velkojat, eivät sen potentiaaliset velkojat. Teoriassa ei ole mahdotonta, että velkojien oikeuskeinot annettaisiin potentiaalisten velkojien käyttöön tai sellaisille tahoille, joilla ei ole edellä tarkoitettua oikeussuhdetta yhtiöön. Tällaisten oikeuskeinojen arvioiminen on kuitenkin jätetty tutkimuksen ulkopuolelle.

Tutkimuksessa saatetaan toisinaan kirjoittaa esimerkiksi ”hallituksen velvollisuudesta”, ”hallituksen vastuusta” tai siitä, että ”hallitus vastaa”. Kyse on tältä osin vain tavanomaisesta kielenkäytöstä, eikä sillä ole haluttu hämärtää perustavaa lähtökohtaa, jonka mukaan hallituksen jäsenten vahingonkorvausvastuu on individuaalista.[81] Lähtökohtaa ei syrjäytä se, että hallitus tekee päätökset kollektiivina ja sellaisena se myös edustaa yhtiötä suhteessa kolmansiin. Ruotsissa vastuun individuaalisuus vahvistettiin oikeuskäytännössä jo ratkaisussa NJA 1881 s. 254. Myöskään Suomessa vahingonkorvausoikeudenkäynnin vastaajana ei voi olla ”osakeyhtiön hallitus”. Hallituksen jäsen voi toki joutua vahingonkorvausvelvolliseksi hallituksen muiden jäsenten tekojen ja laiminlyöntien perusteella, mutta vastuu perustuu tällöin jokaista jäsentä velvoittavan valvontavelvollisuuden laiminlyöntiin.[82] Vastuu ei synny sillä perusteella, että hallitus vastaisi jo lähtökohtaisesti kollektiivina tai että yhden jäsenen huolimattomuus luettaisiin automaattisesti muidenkin jäsenten huolimattomuudeksi.

Termillä ”yhtiön johto” tai ”osakeyhtiön johto” tarkoitetaan nimenomaan yhtiöoikeudellista johtoa, johon luetaan hallituksen jäsenet, toimitusjohtaja ja hallintoneuvoston jäsenet sekä edellä mainittujen henkilöiden varahenkilöt, kun he hoitavat toimen varsinaiselle haltijalle kuuluvia tehtäviä. Yhtiön johdolla ei siten viitata muihin johtajiin kuten toimitusjohtajan alaisuudessa toimiviin

---

[80] *Immonen – Airaksinen* 2013.

[81] Vastaavaa terminologiaa on käyttänyt *Kyläkallio* 1963 s. 3. Ks. myös *Toiviainen* 1994b s. 1035 ja alaviitteessä 40 mainitut lähteet.

[82] Ks. myös *Dotevall* 1989 s. 121–122.

johtoryhmän jäseniin.[83] Tällaisten henkilöiden korvausvastuuseen soveltuvat muut säännöt kuin osakeyhtiölain korvaussäännökset. Kyseeseen voivat siis tulla tilanteesta riippuen sopimusoikeudelliset säännöt tai vahingonkorvauslain (412/1974) säännökset. Kiinnostava kysymys de lege ferenda on luonnollisesti se, pitäisikö fidusiaariset velvollisuudet ja osakeyhtiölain korvaussäännökset ulottaa koskemaan myös edellä tarkoitettuja johtoryhmän jäseniä. Alkavassa tutkimuksessa en kuitenkaan ota kantaa tähän kysymykseen.

1.6 RAKENNE

Johdantoluvun jälkeisessä pääluvussa tehdään ensin katsaus osakeyhtiötä selittäviin teorioihin. Näiden teorioiden tarkastelu on olennaista, koska käsitykset osakeyhtiön olemuksesta ovat vaikuttaneet siihen, millaisia corporate governance -malleja yhtiöoikeuden teoriassa on myöhemmin rakennettu ja miten hallituksen velvollisuudet on formuloitu. Viime kädessä teoriat ovat vaikuttaneet lainopillisen tason tulkintakannanottoihin.

Kolmannessa pääluvussa selvitetään, miten hallituksen roolia on lähestytty kansainvälisessä corporate governance -keskustelussa. Tarkastelu aloitetaan analysoimalla yhtiöoikeudellisen teorian analyyttiseksi kehikoksi 1980- ja 1990-luvuilla noussutta oikeustaloustieteellistä ajattelua. Tämän jälkeen arvioidaan erilaisia normatiivisia argumentteja, joilla kyseisestä ajattelua sekä sille esitettyjä vaihtoehtoja on puollettu tai vastustettu. Pääluvun lopuksi hallituksen fidusiaarisia velvollisuuksia lähestytään kansainvälisessä kirjallisuudessa viime aikoina esitettyjen mallien valossa.

Neljännessä pääluvussa arvioidaan yhtiöoikeudellisen teorian vaikutuksia lainsäädäntöön ja laintulkintaan. Lisäksi esitetään arvioita siitä, miten ja miksi yhtiöoikeudellinen teorianmuodostus on muuttunut ajan kuluessa eri oikeusjärjestyksissä. Voidaan todeta, että teorian tasolla tapahtuvat muutokset saattavat monesti olla muutoksen alulle paneva voima lainsäädäntötyössä, mutta myös käytännön tulkintaopissa.

Viidennessä pääluvussa selvitetään hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien merkitystä Yhdysvaltojen Delawaressa sekä Kanadassa. Sekä Delawaren että Kanadan oikeuskäytännössä on otettu kantaa eräisiin tärkeisiin kysymyksiin, joita meilläkin joudutaan arvioimaan.

Kuudennessa pääluvussa tarkastellaan kotimaista oikeutta. Pääluvussa selvitetään, miten hallituksen yleisiä velvollisuuksia on lähestytty lainsäädännössä, esitöissä, oikeuskäytännössä ja kirjallisuudessa kolmen osakeyhtiölain aikoina. Erityisesti arvioidaan sitä, millaisena intressimatriisina osakeyhtiölaissa tarkoi-

[83] HE 109/2005 vp. s. 79. Erottelua yhtiöoikeudelliseen johtoon ja muuhun johtoon on käsitelty laajasti kirjoituksessa *Toiviainen* 1994a.

tettu ”yhtiön etu” on ymmärretty. Lisäksi esitetään tulkintaehdotuksia siitä, miten yhtiön etu tulisi ymmärtää suhteessa osakkeenomistajien ja yhtiön muiden sidosryhmien etuihin. Erityiskysymyksenä tarkastellaan hallituksen ja osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien suhdetta. Pääluvun loppupuolella arvioidaan vielä hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien sekä niihin keskeisesti linkittyvän liiketoimintapäätösperiaatteen suhteita. Lopuksi otetaan kantaa todistustaakkakysymyksiin.

Seitsemännessä pääluvussa tutkitaan hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien mahdollista velkojainsuojafunktiota. Siinä tarkastellaan erityisesti osakeyhtiölain yleisperiaatteiden suojakohteita sekä vastuun toteuttamista koskevia sääntöjä. Eräs kotimaisen oikeuden laajimmista ja epäselvimmistä ongelmakokonaisuuksista liittyy siihen, suojaavatko osakeyhtiölain velkojainsuojasäännökset velkojia kollektiivina vai yksittäisinä intressitahoina. Pääluvussa otetaan kantaa myös tähän kysymykseen.

Tutkimus päättyy yhteenvetolukuun. Siinä esitetään johtopäätökset ja ehdotukset säädettävän lain kannalta.

2 Osakeyhtiötä selittävät teoriat

2.1 YLEISTÄ

Vanhemmassa kotimaisessa kirjallisuudessa arvosteltiin toisinaan yhtiöoikeuden teoretisointia. Tuolloin todettiin, ettei teoreettiseen pohdintaan käytetty vaiva ole oikeassa suhteessa sillä saavutettavaan hyötyyn nähden. Kritiikki kohdistui myös siihen, etteivät teoriat tarjoa selkeää kokonaiskuvaa osakeyhtiölainsäädännöstä.[1] Suomen osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus kehittyi erityisesti 1990-luvulta alkaen enenevästi teoreettisia näkökohtia painottavaan suuntaan ja viimeistään 2000-luvulla voidaan sanoa, että yhtiöoikeudessa on ryhdytty pohtimaan käytännön lainoppiin kuuluvien kysymysten ohella myös erilaisia teoreettisia ongelmia. Kysymykset esimerkiksi osakeyhtiön olemuksesta, osakeyhtiön yhteiskunnallisesta tarkoituksesta sekä pakottavan ja tahdonvaltaisen lainsäädännön välisestä rajanvedosta ovat nykyisin lähes yhtä luonteva osa osakeyhtiöoikeuden tutkimusta kuin esimerkiksi kysymykset suunnatun osakeannin järjestämisen edellytyksistä tai osakeyhtiön toimielinten lakiin perustuvasta toimivallanjaosta.[2]

Ennen kuin tarkastellaan teorioiden merkitystä ja selitysvoimaa hallituksen jäsenten roolin kannalta, esitystä on syytä taustoittaa osakeyhtiön olemusta kuvaavilla teorioilla. Johdantoluvussa osakeyhtiö määriteltiin yhtiömuodoksi, jossa yhdistyvät viisi universaaleiksi ymmärrettyä tunnusmerkkiä. Nämä tunnusmerkit kertovat osakeyhtiön olemuksesta lainsäädännön tasolla, kun taas seuraavassa arvioitavat teoriat valottavat syvällisemmin erilaisia käsityksiä osakeyhtiön merkityksestä yhteiskunnassa. Kärjistetysti voidaan sanoa, että osakeyhtiötä kuvaavissa teorioissa on paljolti kysymys siitä, onko osakeyhtiö julkinen vai yksityinen instituutio, vai jotain siltä väliltä. Todennäköistä on, ettei osakeyhtiö ole ollenkaan luokiteltavissa yksityisen ja julkisen välisellä binäärisellä asteikolla, koska kyse on liian monimuotoisesta sosiaalisesta instituutiosta.[3]

Teoriat itsessään kertovat melko vähän siitä, miten yhtiön sidosryhmien väliset suhteet tulisi tarkalleen ottaen järjestää, mutta arvovärittyneinä ne antavat ainakin selvän taustatuen, kun halutaan argumentoida osakeyhtiön yksityisen tai julkisen luonteen puolesta ja siten perustella esimerkiksi yhtiön yhteiskun-

---

[1] *Huttunen* 1963 s. 5.
[2] Ks. kysymyksenasettelut esim. teoksissa *Timonen* 1997, *Kaisanlahti* 1999 ja *Mähönen* 2001. Tekstissä esitetyn mukaisesti myös *Pönkä* 2013 s. 21 ja *Timonen* 1998 s. 282.
[3] *McGaughey* 2015 s. 1061.

tavastuun legitimaatioperustaa tai valintaa pakottavan ja tahdonvaltaisen sääntelyn välillä.[4] Osakeyhtiön ontologia vaikuttaa monesti tutkijoiden käsityksiin siitä, millaisia corporate governance -malleja voidaan rakentaa[5] ja miten osakeyhtiön etu ymmärretään voimassa olevan oikeuden mukaan.[6] Sillä, miten osakeyhtiö käsitteellistetään tai mallinnetaan teoriassa, on olennainen vaikutus yhtiön sidosryhmien asemien muodostumiseen.[7] Myös tutkijan käsitys osakeyhtiön hallituksen velvollisuuksista riippuu usein siitä, mitä yhtiöoikeudellista teoriaa tai yrityksen teoriaa hän kannattaa.[8]

Osakeyhtiön teorialla on vahva liityntä yrityksen teoriaan.[9] Oikeustutkimuksessa myös yrityksen teoria vaikuttaa tärkeisiin käytännön kysymyksiin, kuten yhtiön yhteiskuntavastuuseen ja osakkeenomistajan vastuuseen yhtiön velvoitteista.[10] Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä huomata, että yritys ja yhtiö eivät ole synonyymeja, vaikka ne tavanomaisessa kielenkäytössä rinnastetaan keskenään.[11] Yritys voidaan ymmärtää esimerkiksi *posnerilaisittain* tapana järjestää tuotantoa, ja yhtiö on väline, jonka avulla yritykseen kerätään pääomia.[12] Osakeyhtiö on vain yksi mahdollinen yritysmuoto. Yrityksen teoria ei siten johdonmukaisesti ole sama asia kuin osakeyhtiön teoria. Kuten jäljempänä osoitetaan, yksi modernin corporate governance -tutkimuksen keskeisiä käsitteellisiä ongelmia on yrityksen teorian ja osakeyhtiön teorian rinnastaminen keskenään.[13]

Kokonaisvaltaista ja objektiivista yrityksen teoriaa ei ole. Yritys tarkoittaa eri asioita eri ihmisille.[14] Samaa voidaan sanoa osakeyhtiötä kuvaavista teorioista. Kysymykset kuten ”mikä osakeyhtiö on?” ja ”keiden etua silmällä pitäen yhtiön johdon pitäisi toimia?” ovat oikeudellisia kysymyksiä ainoastaan siinä määrin, että oikeusjärjestyksen eri instituutioiden on jossain vaiheessa muotoiltava tai oletettava vastaus kysymyksiin. Niitä ei kuitenkaan voi tarkastella teknisinä ongelmina, jotka ovat lopullisesti ratkaistavissa lainopillisen tulkinnan tai taloustieteen avulla.[15]

---

[4] Ks. *Knuutinen* 2014 s. 62–75, joka tarkastelee verotuksen ja yrityksen yhteiskuntavastuun välistä suhdetta yhtiöoikeudellisten teorioiden kautta. Ks. teorian vaikutuksesta myös *Lee* 2006b s. 8. *Bratton* 1989b s. 1475 tuo hyvin esiin teorioiden liitynnän ”public–private”-rajanvetoon.

[5] Viimeksi mainittu näkökohta ilmenee hyvin esimerkiksi kirjoituksesta *Lan – Heracleous* 2010, esim. s. 296, 298.

[6] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1088–1099.

[7] *Parkinson* 2003 s. 481 tarkastelee asiaa yhtiön työntekijöiden näkökulmasta.

[8] *Keay* 2009 s. 47; *Klages* 2013 s. 171.

[9] Yrityksen teoriaa koskeva 1900-luvun keskustelu ankkuroituu keskeisesti kirjoitukseen *Coase* 1937 s. 386–405. Ks. kotimaisesta kirjallisuudesta *Kaisanlahti* 1999 s. 53–67.

[10] *Petrin* 2013 s. 2–3.

[11] *Mäntysaari* 2013b s. 583 ja häneen viitaten *Knuutinen* 2014 s. 63. Ks. myös *Blair – Stout* 1999 s. 249 sekä *Robé* 2012 s. 7–9 ja *Sjåfjell ym.* 2015 s. 80–81.

[12] *Posner* 1992 s. 409.

[13] Ks. ongelmasta laajasti erityisesti *Robé* 2012 s. 7–9.

[14] *Bratton* 1989a s. 407.

[15] *Allen* 1992 s. 280–281.

Osakeyhtiötä kuvaavien oikeudellisten teorioiden ydinkysymys kuuluu, onko osakeyhtiö entiteetti vai aggregaatti. Entiteettiajattelussa osakeyhtiö on sidosryhmistään erillinen toimija, kun taas aggregaattiajattelussa osakeyhtiö ei ole yhtään enempää kuin sen toimintaan osallistuvien tahojen summa.[16] Osakeyhtiötä kuvaavat kilpailevat teoriat voidaan jakaa karkeasti kolmeen pääsuuntaukseen, joista kaksi edustaa entiteettiajattelua ja yksi aggregaattiajattelua. Entiteettiajatteluun luetaan teoriat, joissa osakeyhtiö näyttäytyy fiktiivisenä entiteettinä tai julkisen vallan luomuksena, samoin kuin teoriat, joissa osakeyhtiötä pidetään elävän todellisuuden reaalisena toimijana. Aggregaattiajattelussa osakeyhtiö typistetään erilaisten sijoittajien muodostamaksi ”sopimusmassaksi” ja entiteetin olemassaolo kiistetään käytännössä kokonaan. Aggregaattiteorian synonyymina käytetään usein sopimusteoriaa, joka on ainakin Suomessa vakiintuneempi termi kuin aggregaattiteoria.[17]

Sopimus- ja aggregaattiteorioita käsitellään seuraavassa hieman laajemmin kuin muita teorioita. Syynä tähän on se, että sopimusteoreettinen ajatustapa on vahvistunut Suomessa. Tällöin syntyy helposti käsitys, että sopimusteoria on noussut valtavirta-ajatteluksi sen ylivertaisen selitysvoiman ansiosta. Seuraavissa alaluvuissa nostetaan esiin joitain ongelmia, joiden vuoksi teorian käyttöön lainopillisen analyysin apuna tulisi kuitenkin suhtautua varovaisesti. Sopimusteoria on vain yksi tapa rationalisoida osakeyhtiöoikeudellisten sääntöjen sisältöä, ei tyhjentävä selitys osakeyhtiöstä tai voimassa olevan oikeuden sisällöstä.

2.2 KONSESSIO- JA FIKTIOTEORIAT

Ensimmäiselle teoreettiselle pääsuuntaukselle on ominaista yhtiön kohteleminen julkisen vallan luomuksena. Tähän suuntaukseen luetaan yleensä niin sanotut konsessio- ja fiktioteoriat. Näille on yhteistä, että osakeyhtiön ymmärretään olevan olemassa ainoastaan lain tasolla, eikä sillä ole oikeaa vastinetta elävässä todellisuudessa. Kun yhtiö mallinnetaan julkisen vallan tuotteena tai ”julkishyödykkeenä”[18], on helppo perustella, miksi valtion interventio yhtiön asioihin on sallittu. Yhtiön olemassaolo ja oikeutus johdetaan valtiosta, joten yhtiön tulee vastavuoroisesti ottaa toiminnassaan huomioon yleinen etu ja alistua valtion asettamalle sääntelylle.[19] Yhdysvaltalaisessa kirjallisuudessa ajatus-

[16] *Bratton* 1989a s. 423.
[17] Esim. *Vahtera* käyttää esityksissään käsitettä sopimusteoria. *Vahtera* 2011a s. 82; *Vahtera* 2012 s. 1049.
[18] Termiä on Suomessa käyttänyt esim. *Pönkä* 2012 s. 17–18.
[19] *Lan – Heracleous* 2010 s. 296. Konsessioperiaatteen ja yhteiskunnallisten intressien kannalta samoin *Mäntysaari* 2016 s. 166.

tapaan liitetään termit ”legal fiction”, ”artificial entity” ja ”state-created reification”. Yhdysvalloissa ajatustapa oli tyypillinen varsinkin 1800-luvun ensimmäisellä puoliskolla.[20]

Konsessioteorialle perustuvia käsityksiä osakeyhtiöstä on eriasteisia. Vahvimmassa muodossaan osakeyhtiön koko olemassaolo johdetaan valtiosta. Heikommassa versiossa liiketoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa edellyttää valtion antamaa lupaa.[21] Konsessio- ja fiktioteorioiden selitysvoima onkin heikentynyt ennen kaikkea siksi, että osakeyhtiölaeissa on laajalti luovuttu lupa- tai konsessioperiaatteesta, joka edellytti julkisen vallan antamaa lupaa osakeyhtiön perustamista varten.[22] Modernien osakeyhtiölakien mukaan luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt voivat vapaasti perustaa osakeyhtiön, kunhan perustamisessa on noudatettu lain menettelysäännöksiä ja minimiosakepääomavaatimuksia. Vaikka konsessioperiaatteesta on laajalti luovuttu, osakeyhtiötä ei toisaalta edelleenkään olisi olemassa ilman julkista valtaa.[23] Yksityisten tahojen ei ole mahdollista saada keskinäisin sopimuksin aikaan sellaista instituutiota, johon liitetään osakeyhtiölainsäädännön tietyt oikeusvaikutukset, kuten yhtiön itsenäinen oikeushenkilöllisyys ja perustajien rajoitettu vastuu yhtiön velvoitteista.[24]

Toinen konsessio- ja fiktioteorioiden selitysvoimaa heikentänyt historiallinen käänne liittyy niin sanotun *ultra vires* -doktriinin vähittäiseen hylkäämiseen. Ultra vires -doktriini sopii luontevasti juuri fiktioteoriohin.[25] Doktriinin mukaan yhtiön perustamistarkoituksen vastaiset toimet olivat automaattisesti pätemättömiä, eikä edes osakkeenomistajien yksimielinen päätös tai oikeustoimen vastapuolen vilpitön mieli muuttanut asian oikeudellista arviointia. Ultra vires -doktriini ilmensi ajatusta, jonka mukaan osakkeenomistajat eivät saaneet

---

[20] *Bratton* 1989b s. 1484 ja siinä mainitut lähteet.

[21] *Bratton* 1989b s. 1475.

[22] Yhdysvaltalaista kehitystä silmällä pitäen *Bratton* 1989b s. 1486 ja *Avi-Yonah* 2011 s. 13. Suomessa konsessioperiaatteesta luovuttiin vuoden 1895 osakeyhtiölain säätämisen myötä. Ks. *Mäntysaari* 2016 s. 161, jonka terminologia poikkeaa jonkin verran tässä tutkimuksessa käytetystä.

[23] *Bratton* 1989a s. 443: ”– – the concession notion survives in corporate doctrine even though it disappeared from theory. Corporations still are created only upon application to states. This formalism persists even though no one seriously accepts the notion that the state ‘breathes life’ into the corporation and even though corporate lawyers assume that corporations are reifications stemming from the shared consciousness of individuals.”

[24] Ks. *Mähönen – Villa* 2006 s. 153: ” – – jo pelkkä oikeushenkilöllisyys voi perustua vain julkisen vallan hyväksyntään. Osakkeenomistajan rajoitetusta vastuusta ei myöskään ole mahdollista sopia kattavasti suhteessa kaikkiin kuviteltavissa oleviin velkojatahoihin.” Ks. myös *Fischel* 1982 s. 1274, joka toteaa kantaansa sen enempää perustelematta, ettei tämä seikka kuitenkaan tee osakeyhtiöstä julkisen vallan luomusta.

[25] *Avi-Yonah* 2011 s. 19–20. *Avi-Yonahin* terminologiassa esiintyy yhdysvaltalaiselle kirjallisuudelle tyypilliseen tapaan käsite ”artificial entity theory”, jonka keskeinen sisältö vastaa kuitenkin pitkälti konsessio- ja fiktioteorioita: osakeyhtiö on julkisen vallan luomus, vain laissa elävä fiktiivinen entiteetti. Ultra vires -doktriinista myös *Harper Ho* 2012 s. 893.

poiketa siitä tarkoituksesta, jota varten julkinen valta oli antanut luvan yhtiön perustamiseen.

2.3 ENTITEETTITEORIAT

Osakeyhtiötä kuvaavien teorioiden toisena pääsuuntauksena voidaan pitää entiteettiajattelua, johon liitetään erilaiset orgaaniset ja realistiset käsitykset osakeyhtiöstä. Tässä suuntauksessa osakeyhtiö mallinnetaan elävän todellisuuden ilmiönä, joka on osakkeenomistajistaan ja muista sidosryhmistään itsenäinen yksikkö. Tällöin on tapana korostaa, että osakeyhtiöllä on luonnollisen henkilön tavoin oma tahto ja toimintakyky, jota se käyttää orgaanihenkilöidensä välityksellä. Keskeisenä erona fiktioteorioihin on se, että entiteettiajattelussa yhtiö ei ole lain luomus, vaan laki ainoastaan tunnistaa yhtiön itsenäisen olemassaolon ja sääntelee sen toimintaa. Julkisen vallan puuttumista yhtiön asioihin pidetään oikeutettuna, koska yhtiön tulee muiden yhteiskunnallisten toimijoiden tavoin noudattaa lakia.[26] On kuitenkin huomattava, että historiallisessa katsannossa entiteettiajattelua ja ”osakeyhtiörealismia” on käytetty myös deregulatorisen sääntelyihanteen edistämiseksi, eli teoria on toisinaan legitimoinut osakeyhtiön yksityistä luonnetta.[27] Nämä huomiot historiasta alleviivaavat yleisesti osakeyhtiötä kuvaavien teorioiden tulkinnanvaraisuutta ja monikäyttöisyyttä oikeuspoliittisessa ja lainopillisessa argumentoinnissa.

Varsinkin Yhdysvalloissa ja Saksassa entiteettiajatteluun on liitetty luontevasti käsitys, jonka mukaan yhtiön johtohenkilöiden mandaatti voi ulottua laajemmalle kuin osakkeenomistajien taloudellisista eduista huolehtimiseen.[28] Entiteettiajattelussa osakeyhtiö henkilöityykin vahvasti sen johtoon. Entiteettiajattelua kuvastava ”managerialistinen” käsitys osakeyhtiöstä on monina aikakausina vaikuttanut siihen, miten yhtiöiden johtajat ovat itse ymmärtäneet oman roolinsa. Käytännössä tämä on tarkoittanut usein sitä, että johtajat ovat kokeneet olevansa oikeutettuja ja velvollisia johtamaan yhtiötä sen kaikkien sidosryhmien eikä pelkästään osakkeenomistajien hyväksi.[29]

---

[26] *Lan – Heracleous* 2010 s. 296.

[27] Ks. *Brattonin* 1989b s. 1490 katsaus yhdysvaltalaiseen historiaan.

[28] Yhdysvalloista *Millon* 1990; *Allen* 1992 s. 270–272. Yhdysvaltalaisen entiteettiajattelun keskeisenä edustajana voidaan pitää *Merrick E. Doddia*, jonka mukaan osakeyhtiön johtohenkilöiden velvollisuuksiin kuului muutakin kuin osakkeenomistajien eduista huolehtiminen. *Dodd* 1932, erityisesti s. 1160–1162. Entiteettiajattelu ja orgaaninen osakeyhtiökäsitys tarjoavat teoreettisen perustan corporate governance -malleille, joissa yhtiön tarkoitus ymmärretään laajasti ja johtohenkilöt ovat itsenäisessä asemassa osakkeenomistajiin nähden. Ks. *Gelter* 2010 s. 26.

[29] *Rock* 2013 s. 1913. Ks. myös *Dodd* 1932 s. 1154 ja siinä siteerattu General Electricin silloisen pääjohtajan Owen Youngin arvio.

Entiteettiajattelu on ollut voimissaan erityisesti Saksassa. Saksassa tosin puhutaan usein myös *institutionaalisesta* käsityksestä, jonka kantaisänä voidaan pitää *Otto von Gierkeä*. Gierken vaikutusvaltaiset oikeusfilosofiset kirjoitukset vaikuttivat osaltaan siihen, että institutionaalinen osakeyhtiökäsitys juurtui mannereurooppalaisiin valtioihin ja erityisesti juuri Saksaan.[30] On esitetty, että Gierken ajatukset omaksuttiin Saksan ja muun Manner-Euroopan lisäksi Pohjoismaissa.[31] Saksalainen oikeusfilosofia vaikutti myös siihen, että entiteettiajattelu yleistyi Yhdysvalloissa 1800-luvun lopulla ja 1900-luvun alussa.[32]

Varsinkin oikeustaloustieteilijöiden keskuudessa entiteettimallit ovat herättäneet vastustusta siksi, että niissä oikeustieteen piiriin tuodaan hieman epämääräisiä ja metafyysisiä elementtejä. Hyvänä esimerkkinä toimii kritiikki, jota osakeyhtiön omaa ”transpersonaalista intressiä”[33] vastaan on esitetty. Monille ajatus siitä, että johdon velvollisuudet voisivat kohdistua ”yhtiöentiteettiin”, on liian epämääräinen toimiakseen.[34] Usein kiinnitetään huomiota siihen, että yhtiön oma etu voi olla vaikeatulkintaisempi maksiimi kuin puhdas osakkeenomistajien taloudellisen edun maksimointi ja siten hankalampi lähtökohta yhtiön johdon velvollisuuksien täsmentämiselle. Toisaalta osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi ei välttämättä tarjoa sen selvempää mittapuuta johdon toiminnan arvioimiseksi.[35]

Entiteettiajattelun keskeisenä vahvuutena on sen hyvä yhteensopivuus monien oikeussääntöjen kanssa. Lähes kaikilla oikeudenaloilla osakeyhtiön itsenäinen oikeushenkilöllisyys saa aikaan merkittäviä oikeusvaikutuksia, joita olisi vaikea selittää teorialla, jossa osakeyhtiön olemus itsenäisenä entiteettinä kiistetään. Tämä pätee esimerkiksi siihen, miksi osakeyhtiö voi *itse* aiheuttaa vahinkoa sopimussuhteen ulkopuolella.[36] Konstruktion takana on realistisiin teorioihin lukeutuva orgaaninen käsitys, jonka mukaan yhtiön orgaaneina toimivien luonnollisten henkilöiden aiheuttamat vahingot luetaan suoraan yhtiön eli ”organismin” aiheuttamiksi.[37] Orgaaniteoria hyväksyttiin Saksasta myös Suomeen[38], eikä ilmeisesti kukaan ole kiistänyt teorian selitysvoimaa juuri vahingonkorvauskysymysten selittämisessä. Myös se, että osakeyhtiö voi olla perusoikeuksien subjekti, lienee helpointa selittää juuri entiteettiteorian

---

[30] *Gelter* 2010 s. 27.
[31] *Mäntysaari* 2013a s. 118.
[32] *Allen* 1992 s. 270 alaviite 27 ja siinä mainitut lähteet. Samoin *Bratton* 1989b s. 1490 viitaten juuri Gierken kirjoituksiin.
[33] Käsitettä käyttää *Toiviainen* 1992.
[34] Ks. esim. *Bainbridge* 2007.
[35] *Keay* 2011 s. 68–109 on tarkastellut laajasti erilaisia ongelmia, joita osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun liittyy.
[36] *Cohen* 2001. *Ståhlberg – Karhu* 2013 s. 111 toteavat, että vastuu perustuu tällöin osakeyhtiön *omaan* tuottamukseen.
[37] *Petrin* 2013 s. 7.
[38] *Mäntysaari* 2013a.

avulla.[39] Entiteettiajattelun yhteensopivuus oikeudellisen todellisuuden kanssa saattaa olla yksi syy siihen, että eräissä esityksissä sitä on kuvattu kärjistäen yhtiöoikeudellisten teorioiden välisen kilpajuoksun ”voittajaksi” pitkässä historiallisessa katsannossa.[40]

2.4 SOPIMUSTEORIAT

Sopimusteorian mukaan osakeyhtiö syntyy yksityisten tahojen välisten sopimusten seurauksena. Yhtiö on sopimuskumppaniensa summa eikä erillinen entiteetti. Yhtiö terminä viittaa vain sidosryhmien välisten sopimusten kokonaisuuteen. Lainsäädäntö ainoastaan ilmaisee samat ”ehdot”, joihin rationaaliset sopimuskumppanit olisivat joka tapauksessa sitoutuneet. Sopimusteoreetikkojen mukaan valtion ei tulisi puuttua yhtiön asioihin, vaan jättää häiriöt markkinoiden oikaistaviksi.[41]

Edeltävässä määritelmässä sopimuskumppaneihin on viitattu laajassa merkityksessä, jolloin niihin luetaan osakkeenomistajien lisäksi yhtiön muutkin sidosryhmät (*constituencies*). Tällainen määritelmä sopii jäljempänä käsiteltävään moderniin *sopimusverkkoajatteluun*, kun taas perinteisessä *sopimusteoriassa* sopimuskumppaneilla on tarkoitettu ainoastaan osakkeenomistajia. Tämän klassisen näkemyksen mukaan osakeyhtiö on siis *osakkeenomistajien välinen sopimus*.[42] Osakkeenomistajakeskeisesti ymmärrettynä sopimusteoria on helppo ankkuroida osakkeenomistajien etuja korostavaan yhtiöoikeusajatteluun, *shareholder value* -normiin ja markkinaliberalismiin.[43] Jos osakeyhtiö ymmärretään osakkeenomistajien keskinäisenä sopimuksena ja siten puhtaasti yksityisenä hankkeena, lähtökohtaisesti voidaan puoltaa osakkeenomistajien mahdollisimman suurta vaikutusvaltaa yhtiön päätöksentekoon ja kielteistä suhtautumista julkisen vallan interventioon.[44] Sopimusteoriaan kuuluu vahva oikeuspoliittinen lataus. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa on viime vuosina ajateltu yleisesti, että hyvä osakeyhtiölaki perustuu tahdonvaltaiselle sääntelylle ja sopimusvapaudelle. Sääntelyihanteen teoreettisena kivijalkana toimii

---

[39] Kotimaisessa kirjallisuudessa on lähdetty siitä, että oikeushenkilö voi olla perusoikeuksien subjekti, eikä tätä ole välttämättä sidottava ns. välillisen suojan oppiin, jonka mukaan oikeushenkilöt eivät sellaisinaan nauti perusoikeussuojaa, vaan suoja perustellaan ainoastaan niiden taustalla olevien luonnollisten henkilöiden oikeussuojatarpeella. Ks. problematiikasta *Mähönen – Villa* 2015 s. 101–102 ja siinä mainitut lähteet.

[40] *Avi-Yonah* 2011 s. 32–33.

[41] *Lan – Heracleous* 2010 s. 296. Sopimusteoriasta myös *Clarke* 2011 s. 94.

[42] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1090 alav. 114 tekevät selvän eron sopimusverkkoajattelun ja sopimusteorian välille.

[43] Ks. myös *Knuutinen* 2014 s. 68–74. Knuutinen tosin kirjoittaa yhtiöstä ”sopimusverkkona” ja ”sopimusverkkoteoriasta”, ei sopimusteoriasta.

[44] Samansuuntaisesti *Gelter* 2010 s. 26.

transaktiokustannusanalyysin[45] ohella juuri sopimusteoreettinen osakeyhtiökäsitys.

Historiallinen tarkastelu osoittaa, että teorioiden suosio vaihtelee aikakausittain.[46] Näyttää siltä, että sopimusteorian suosio on viime vuosikymmeninä kasvanut muuallakin kuin Suomessa. Esimerkiksi Saksassa on 1990-luvulta lähtien yleistynyt tapa selittää osakeyhtiö osakkeenomistajien välisenä sopimuksena. Saksassa uuden ajatustavan ero aikaisempaan on selvä ja se heijastui suoraan myös kannanottoihin osakeyhtiön tarkoituksesta sekä pakottavan ja tahdonvaltaisen lainsäädännön välisestä rajanvedosta. Samaan kehityskulkuun kuuluu, että shareholder value -ajattelu on ohjannut aikaisempaa voimakkaammin saksalaista keskustelua keskeisistä yhtiöoikeudellisista teemoista.[47]

Sopimusteorian oikeudellinen selitysvoima on kiistanalainen. Yksistään sen avulla on esimerkiksi vaikea perustella pakottavan lainsäädännön olemassaoloa.[48] Jos osakeyhtiö on osakkeenomistajien välinen sopimus, yksimielisten osakkeenomistajien päätäntävallan pitäisi ilmeisesti olla nykyistäkin laajempi. Osakkeenomistajien pitäisi esimerkiksi voida vapauttaa yhtiön johto kokonaan vahingonkorvausvelvollisuudesta yhtiötä kohtaan. Voimassa olevan oikeuden mukaan tämä ei kuitenkaan ole mahdollista (OYL 22:9). Oikeustaloustieteellisessä ajattelussa pakottavan lainsäädännön olemassaolo selitetään yleisesti transaktiokustannusten säästämisellä eli ”valtio antaa yksityisille sen, minkä ne haluaisivat joka tapauksessa” ja mistä ne olisivat joka tapauksessa joutuneet sopimaan.[49] Toisaalla viitataan siihen, että pakottava lainsäädäntö on eräissä tapauksissa perusteltua, koska sopimusvapaudella ei ylipäätään olisi saavutettavissa tehokkuusetuja. Osakeyhtiössä ei esimerkiksi olisi missään oloissa tehokasta sallia taloudellisessa mielessä varkauteen rinnastuvaa määräysvallan väärinkäyttöä.[50] On kuitenkin huomattava, että sopimusoikeudessakaan sopimusvapauden rajoittamisen oikeutusperusteena ei ole ainoastaan taloudellisen tehokkuuden edistäminen. Pakottavan sääntelyn taustalla voidaan nähdä myös julkisen intressin ja oikeudenmukaisuuden turvaaminen. Viimeaikaisessa oikeuskirjallisuudessa on todettu, että julkisella intressillä on yleisesti painavampi merkitys osakeyhtiöinstituutiossa kuin sopimusinstituutiossa.[51]

Käytännöllisenä esimerkkinä sopimusteorian kyseenalaisesta selitysvoimasta voidaan mainita osakassopimusten sitovuuteen liittyvä problematiikka. Jos

---

[45] Transaktiokustannusanalyysistä esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 150–154.
[46] *Millon* 1990 s. 201–262.
[47] *Klages* 2013 s. 177.
[48] Tätä on kotimaisessa tutkimuksessa korostanut myös *Vahtera* 2011a s. 82–83, joka suhtautuu toisaalta yleisesti myönteisesti sopimusteorian käyttöön.
[49] *Bratton* 1989a s. 444.
[50] Johdon lojaliteettivelvollisuuden kannalta *Kaisanlahti* 1999 s. 103–107 ja 109–110. Ks. myös *Pönkä* 2012 s. 175.
[51] *Mähönen – Villa* 2015 s. 115.

osakeyhtiö on osakkeenomistajien välinen sopimus, kaikkien osakkeenomistajien hyväksymän osakassopimuksen tulisi johdonmukaisesti olla yhtiöoikeudellisesti sitova ainakin *osakkeenomistajien* välillä sekä suhteessa yhtiöön, oli yhtiö liittynyt osakassopimukseen tai ei. Oikeuskäytännössä (1994:95) ja oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin puollettu toistaiseksi kantaa, jonka mukaan osakassopimuksella ei ole ainakaan lähtökohtaisesti yhtiöoikeudellista sitovuutta.[52] Sopimusoikeuden näkökulmasta osakkeenomistajat eivät voi asettaa osakassopimuksella velvoitteita yhtiölle. Ajatus vastaa yleistä sopimusoikeudellista periaatetta, jonka mukaan sopimus sitoo vain sen osapuolia. Epäselvää on, voiko osakassopimus sitoa yhtiötä puhtaasti yhtiöoikeudellisten sääntöjen perusteella.[53] Oikeuskirjallisuudessa on vastikään esitetty tulkinta, jonka mukaan ”selvissä tapauksissa ja kaikkien osakkeenomistajien mukana ollessa” osakassopimus voisi olla yhtiöoikeudellisesti sitova.[54] Pohjimmiltaan osakassopimuksen yhtiöoikeudellista sitovuutta on ilmeisesti ollut vaikea hyväksyä juuri siitä syystä, että osakeyhtiössä on kysymys muustakin kuin osakkeenomistajista ja heidän sopimuksistaan: lainsäätäjä on halunnut suojata sekä osakkeenomistajaa itseään että kolmansia osapuolia eli käytännössä yhtiön velkojia.

Edellä esitettyjen ongelmien lisäksi sopimusteorian avulla on vaikea selittää osakkeenomistajien rajoitettua vastuuta erityisesti yhtiön sopimuksenulkoisia velkojia kohtaan.[55] Tämä perustuu siihen, että sopimuksenulkoinen vahingonkorvausvelkoja ei ole osakeyhtiön muodostavan sopimuksen tai sopimusverkon jäsen. Tällaisen velkojan ei voi olettaa hyväksyneen ennakolta sellaista sopimusta, johon kuuluu yhtenä ehtona osakkeenomistajan rajoitettu vastuu sopimuksenulkoisia vahingonkorvausvelkojia kohtaan. Sopimuksenulkoinen vahingonkorvausvelkoja ei välttämättä ole edes tietoinen osakeyhtiön olemassaolosta ennen kuin vahinko on tapahtunut ja ilmennyt. Edeltävä päättely paljastaa samalla sopimusteoriaan kuuluvan keskeisen käsitteellisen heikkouden. Jos osakeyhtiö ei ole entiteetti, vaan ainoastaan erilaisten sijoittajien sopimuksista koostuva massa, on ylipäätään vaikea puhua *yhtiön* sopimuksenulkoisista tai sopimusperusteisista velkojista. Jos ei ole entiteettiä vaan pelkkä sopimuksenomaisten suhteiden verkko, ei myöskään ole yhtiötä, jonka kanssa voisi tehdä sopimuksia.[56]

Sopimusteoriassa yhtiö henkilöityy sen osakkeenomistajiin, mutta rajoitetun vastuun perusedellytyksiin kuuluu yhtiön ja osakkeenomistajien tiukka erottaminen toisistaan. Oikeuskirjallisuudessa onkin tulkittu, että rajoitetun vastuun

---

[52] *Pönkä* 2008 s. 481–482 ja siinä esitetyt johtopäätökset. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2015 s. 144.
[53] *Saarnilehto* 1995 s. 182–183.
[54] *Savela* 2013 s. 549.
[55] *Savela* 1999 s. 58–59, joka tosin kirjoittaa sopimusverkkomallista eikä sopimusteoriasta.
[56] Viimeisenä mainitusta näkökohdasta *Keay* 2011 s. 192. Ks. myös Ibid. s. 189–197, jossa on tuotu esiin erilaisia epäjohdonmukaisuuksia, joita osakeyhtiön entiteettiluonteen kiistämisestä seuraa.

läpilyönti Yhdysvaltain osavaltioissa 1800-luvulla heikensi aggregaattiteorian merkitystä.[57] Myös enemmistöperiaate osakeyhtiöoikeudellisten intressikonfliktien ratkaisukeinona on ongelmallinen sopimusteorian kannalta.[58] Jos enemmistöosakkeenomistaja voi tehdä yhtiötä sitovia päätöksiä erimielisten vähemmistöosakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta, osakeyhtiön ”tahto” tarkoittaa väistämättä jotain muuta kuin osakkeenomistajien todellista yhteisymmärrystä.[59] Sopimusteorian mukainen yhtiö muistuttaakin kenties enemmän henkilöyhtiötä kuin osakeyhtiötä.[60] Puhtaasti osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa sopimusteorian selitysvoima lienee vahvimmillaan harvainyhtiöissä ja yhden miehen osakeyhtiöissä sekä heikoimmillaan pörssiyhtiöissä.[61]

Edellä esitettyyn kritiikkiin voidaan toki vastata, että enemmistöperiaate kuuluu ennakkoehtona osakkeenomistajien väliseen sopimukseen. Osakkeenomistaja sitoutuu siten osakkeet hankkiessaan siihen, että päätökset tehdään enemmistön äänten turvin.[62] Sopimukseen kuuluu ennakkoehtona myös se, että yhtiön toiminnassa tavoitellaan yksinomaan maksimaalista voittoa, mikä rajoittaa enemmistöosakkeenomistajan päätäntävaltaa. Enemmistöperiaatteen merkityksestä tehdyistä tulkinnoista huomataan, että sopimusteorian käyttöarvo ilmenee jo lähtökohtaisesti hieman toisenlaisten kysymysten kuin voimassa olevan oikeuden sisällön selittämisessä. Sopimusteoria on taustaolettama, joka vaatii tuekseen hypotetisointia sopimuksen osapuolten oletetusta käyttäytymisestä ja sopimuksen sisällöstä. Sopimusteorian selitysvoima paraneekin lähinnä jos oletetaan, että osakkeenomistajien intressit eivät tosiasiassa juuri poikkea toisistaan[63] ja hypoteettinen sopimus saadaan konstruoitua. Empiirinen todellisuus näyttää kuitenkin puhuvan tällä hetkellä kiistatta sen puolesta, että osakkeenomistajien intressit voivat poiketa merkittävästi toisistaan. Aktivistisijoittajilla ja hedgerahastoilla on ollut keskeinen rooli tässä kehityksessä.[64]

---

[57] *Avi-Yonah* 2011 s. 11 ja siinä mainitut lähteet.

[58] Yhdysvaltojen osavaltioissa tehtiin 1800-luvun lopulta alkaen lainsäädäntöuudistuksia, joilla osakkeenomistajien enemmistölle annettiin oikeus myydä yhtiön omaisuutta. Ennen 1890-lukua oli vaadittu osakkeenomistajien yksimielisyyttä. Uudistukset edistivät yritysjärjestelyjä ja heikensivät aggregaattiteorian merkitystä. *Horwitz* 1986 s. 200–202 ja häneen tukeutuen *Avi-Yonah* 2011 s. 23 alaviite 127. Kotimaisessa kirjallisuudessa *Mähönen – Villa* 2015 s. 117 toteavat, että osakeyhtiöoikeudelliset päätöksentekomekanismit ovat osakeyhtiöoikeutta ja sopimusoikeutta erottava tekijä.

[59] Edellisessä alaviitteessä mainittujen lähteiden tapaan *Millon* 1990 s. 215 perustelee tällä seikalla sitä, että aggregaattiteorian selitysvoima heikkeni 1900-luvun alun Yhdysvalloissa.

[60] Ks. *Avi-Yonahin* 2011 s. 12 siteeraama Yhdysvaltain korkeimman oikeuden ratkaisu. ”The result of this [aggregate view] would be to make the corporation a mere partnership in business, in which each stockholder would be liable to the whole extent of his property for the debts of the corporation.”

[61] *Mähönen – Villa* 2015 s. 118.

[62] Esim. *Vahtera* 2011a s. 84–85 on selittänyt enemmistöperiaatteen sopimusteorian kontekstissa.

[63] Yhdysvalloissa esim. *Dent* 2010 s. 97–150 on esittänyt, että osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen merkitystä liioitellaan.

[64] Ks. esim. *Mähönen* 2016 s. 147–157 ja siinä olevat kirjallisuusviittaukset.

Myös *the business judgement rulen* omaksuminen tuomioistuimissa heikensi aikanaan sopimusteorian selitysvoimaa. The business judgement rule tarkoittaa yhdysvaltalaisperäistä ja periaateluonteista hallituksen päätöksentekoa sääntelevää oikeusnormia, jonka mukaan tuomioistuimet eivät kyseenalaista hallituksen ratkaisua, jos se on tehty riittävien tietojen pohjalta ja hyvässä uskossa luottaen siihen, että päätös on yhtiön parhaaksi.[65] Periaatteesta seuraa, että vastuu yhtiön hallinnosta, sen sisäisistä asioista ja varojen käytöstä on hallituksella, ei osakkeenomistajilla. Kynnys sille, että osakkeenomistajan käsitys yhtiön kannalta oikeasta toimintalinjasta voittaa tuomioistuimessa hallituksen ratkaisun, on liiketoimintapäätösperiaatteen vuoksi korkealla. Liiketoimintapäätösperiaatteen omaksumisen käytännön seuraus oli se, että yhtiö rinnastui ennemmin sen johtajiin kuin osakkeenomistajiin. Näin ollen liiketoimintapäätösperiaate oli helpompi ymmärtää entiteettiteorian kuin sopimusteorian kontekstissa.[66] Myös osakeyhtiön orgaanien toimivallanjakoa koskevat säännökset ovat ongelmallisia sopimusteorian kannalta. Toimivaltasäännösten tiukka tulkinta siten, että yhtiökokous päättää ainoastaan sille kirjoitetun lain mukaan kuuluvista asioista, on omiaan edistämään ajatusta osakeyhtiöstä osakkeenomistajistaan erillisenä entiteettinä.[67]

Sopimusteorian lähtökohdista voidaan toisaalta argumentoida, että laajalle hajautuneen omistusrakenteen osakeyhtiöissä tarvitaan keskusjohtoa huolehtimaan osakkeenomistajakollektiivin eli ”sopimuskumppanien” eduista. Toimiva johto on vastuussa yhtiön liiketoiminnasta ja hallitus asemoituu monitoriksi, joka valvoo, että johto edistää osakkeenomistajien etua. Sinänsä voidaan tulkita, että omistuksen ja johdon eriytyneisyyteen vastaavat toimivaltasäännökset ovat lähinnä keinoja transaktiokustannusten alentamiseksi ja pääomien keräämiseksi.[68] Liiketoimintapäätösperiaatteen johdolle ja hallitukselle antama laaja harkintavalta voitaisiin puolestaan perustaa siihen, että hallitus ja toimiva johto ovat parhaassa asemassa arvioimaan, mikä on osakkeenomistajakollektiivin parhaaksi.[69] Liiketoimintapäätösperiaate myös kan-

---

[65] Tämä klassinen määritelmä on peräisin Delaware Supreme Courtin ratkaisusta *Aronson v Lewis* 473 A 2d 805 (Del. 1984). The business judgement rulen suomalainen käännös ”liiketoimintapäätösperiaate” kuvaa normin sisältöä paremmin kuin alkuperäinen englanninkielinen ilmaisu. Englanninkielinen ilmaisu viittaa sääntöön, vaikka kyseessä on enemmän standardi tai periaate. Ks. *Bainbridge* 2004 s. 128.

[66] *Avi-Yonah* 2011 s. 19–20. Myös *Harper Ho* 2012 s. 896 toteaa, että the business judgement rule sopii hyvin yhteen entiteettiteorian kanssa.

[67] *Parkinson* 2003 s. 492 huomioi, että käsitys osakeyhtiöstä osakkeenomistajistaan erillisenä entiteettinä tai sosiaalisena instituutiona kehittyi samaan aikaan kuin ajatus, jonka mukaan osakkeenomistajat päättävät vain yhtiökokoukselle lain tai yhtiön sääntöjen (”the company’s constitution”) mukaan kuuluvista asioista.

[68] Ks. viimeksi mainitusta näkökohdasta esim. *Lautjärvi* 2015 s. 61–62.

[69] Tällainen tulkinta sopii hyvin yhteen *director primacy* -ajattelun kaltaisten corporate governance -mallien kanssa. Director primacy -teorian keksijä ja johtava edustaja on yhdysvaltalainen *Stephen Bainbridge*. Bainbridge soveltaa tutkimuksissaan sopimusverkkomallia ja pitää osakkeenomistajia ensisijaisena etutahona, jota yhtiön toiminnan tulee hyödyttää. Hän korostaa kui-

nustaa riskinottoon, mikä on yleensä osakeomistuksensa hajauttaneen osakkeenomistajan intressissä.

Kuten liiketoimintapäätösperiaatetta ja toimivaltasäännöksiä koskevat esimerkit osoittavat, säännösten tarkoitusta voidaan tulkita yhdenmukaisesti useiden erilaisten teorioiden kanssa, mutta kyse on korostuneesti tulkinnoista. Osakeyhtiöoikeuden yleiset opit on siis sinänsä mahdollista rakentaa johdonmukaisesti useiden erilaisten teorioiden pohjalle.

Edeltävä arviointi on kohdistunut pääasiallisesti sopimusteorian versioon, jossa osakeyhtiö mallinnetaan *osakkeenomistajien* välisenä sopimuksena. Kuten jäljempänä osoitetaan, moderni sopimusverkkoajattelu perustuu hieman toisenlaisille lähtökohdille. Siinä sopimus ymmärretään yhtiön kaikkien (vapaaehtoisten) sidosryhmien väliseksi järjestelyksi. Sopimusteoreettinen ajattelu on kehittynyt niin, että osakkeenomistajien ”sopimusten” lisäksi on ryhdytty korostamaan työntekijöiden, asiakkaiden ja muiden sidosryhmien ”sopimusten” merkitystä.[70]

---

tenkin vahvasti hallituksen itsenäistä harkintavaltaa arvioitaessa sitä, mikä on parhaaksi osakkeenomistajille. Ks. laajasti director primacy -mallista *Bainbridge* 2002 s. 1–34.

[70] Ks. myös *Harper Ho* 2012 s. 895.

3 Corporate governance ja hallituksen rooli

3.1 TEORIOIDEN UUSI OSAKKEENOMISTAJAKESKEINEN SOVELLUS

3.1.1 Sopimusverkkomalli ja päämies-agenttiteoria

Suomen osakeyhtiöoikeuden yleisiä oppeja ei ole rakennettu puhdaspiirteisesti minkään edellä kuvatun teorian perustalle. Sen sijaan on tukeuduttu taloustieteellisiin yrityksen teorioihin, joilla on kuitenkin jäljempänä kerrotulla tavalla selviä liittymäkohtia perinteisiin oikeudellisiin teorioihin. Kotimaisessa kirjallisuudessa hahmoteltujen yleisten oppien keskeisenä elementtinä toimii käsitys osakeyhtiöstä sopimuksenomaisten suhteiden verkkona eli sopimusverkkomalli.[1] Kyse on mikrotaloustieteellisen yrityksen teorian siirtämisestä yhtiöoikeudellisen analyysin välineeksi.[2] Yleisiä oppeja koskevissa esityksissä on tukeuduttu vahvasti myös päämies-agenttiteoriaan. Sekä sopimusverkkomalli että päämies-agenttiteoria ovat korostuneesti yhdysvaltalaista tuontitavaraa, joten tarkastelu keskittyy seuraavassa amerikkalaiseen kehitykseen. Jaksossa arvioidaan kyseisille teorioille rakentuvan ajatustavan alkuperää, kehitystä ja vaikutuksia osakeyhtiöoikeudelliseen tutkimukseen. Yhdysvaltalainen kehityskulku selittää hyvin pitkälle sen, miksi osakeyhtiölainsäädännöstä keskustellaan tällä hetkellä Suomessa niin kuin tehdään. Myös vallalla olevat käsitykset hallituksen roolista osakeyhtiössä perustuvat viime kädessä niihin muutoksiin, joita Yhdysvalloissa tapahtui 1970-luvulta eteenpäin. Vasta tutkimuksen maavertailuosion ja Suomen voimassa olevaa oikeutta kuvaavien jaksojen jälkeen voidaan esittää perusteltu näkemys siitä, miten vahvasti teorioista seuraavat tulkinnat johdon velvollisuuksista ankkuroituvat velvoittaviin oikeuslähteisiin.

Yhdysvaltalaiset *Berle* ja *Means* muotoilivat 1930-luvulla teesin, joka toimii vielä 2000-luvulla corporate governance -tutkimuksen keskeisenä lähtökohtana. Berle ja Means havaitsivat tyypillisen yhdysvaltalaisen suuryhtiön omistusrakenteen hajautuneen laajalle sijoittajapiirille, mikä jätti yksittäiset sijoittajat käytännössä vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolelle yhtiön päätöksenteossa. Tästä eteenpäin on operoitu teesillä omistuksen ja johdon eriytyneisyydestä.[3] Jos yhtiön omistus ja johto ovat eriytyneet toisistaan, sijoittajat kantavat aina

[1] *Mähönen – Villa* 2006 esim. s. 86 viittauksin ulkomaisiin lähteisiin. Ks. myös *Pönkä* 2012 s. 77–86.
[2] Sama kehityskulku tapahtui Yhdysvalloissa. Ks. *Bratton* 1989b s. 1474.
[3] *Berle – Means* 1932.

jonkinasteisen riskin siitä, että yhtiön asioista paremmin perillä oleva johto käyttää informaatioylivoimaansa oman eikä osakkeenomistajien edun edistämiseen. Hajautunut omistusrakenne vahvistaa johdon asemaa osakkeenomistajiin nähden. Olisi virheellistä sanoa, että Berle ja Means tai myöhempien vuosikymmenten taloustieteilijät ”keksivät” omistuksen ja johdon eriytyneisyydestä aiheutuvan perusongelman. *Adam Smith* kiinnitti ongelmaan huomiota lähes 200 vuotta aikaisemmin.[4]

Yhdysvaltalaista keskustelua leimasi 1930-luvulta 1970-luvulle managerialistinen käsitys osakeyhtiöstä. Yhtiö henkilöityi vahvasti sen toimivaan johtoon. Tultaessa lähemmäs 1980-lukua Yhdysvalloissa tapahtui kuitenkin muutos, jota on kirjallisuudessa kuvattu ”corporate governance -vallankumoukseksi”.[5] Siitä eteenpäin yhtiöoikeudellinen keskustelu tuli keskittymään osakkeenomistajaan ja tämän suojaamiseen johdon opportunismilta. Vallankumouksen taustalla oli useita rinnakkaisia ilmiöitä. Yhdysvalloissa vallitsi yleinen tyytymättömyys kotimaisten suuryritysten suoritustasoon kiristyvässä globaalissa kilpailussa.[6] Keskeisiä vaikuttimia olivat myös rahoitusteorian analyyttisten välineiden kehittyminen, uusi mikrotaloustieteellinen yrityksen teoria, vakuudettomien joukkovelkakirjalainojen (*junk bonds*) markkinoiden kasvu sekä 1970- ja 1980-lukujen yritysvaltausliikehdintä.[7] Muutoksen liikkeelle panevat voimat tulivat siten varsinaisesti muualta kuin lainsäädännöstä ja prejudikatuurista.

Corporate governance -vallankumouksen keskeisenä taustavoimana toimi erityisesti uusi mikrotaloustieteellinen yrityksen teoria, joka tuli muovaamaan voimakkaasti osakeyhtiölainsäädännön tieteellistä tutkimusta ja sen metodologisia lähtökohtia. Voidaan sanoa, että 1970-luvun uusi taloustieteellinen yrityksen teoria teki samalla ajankohtaiseksi myös osakeyhtiön teorian.[8]

Uuden yrityksen teorian juuret ovat erityisesti kahdessa 1970-luvulla julkaistussa taloustieteellisessä kirjoituksessa. Ensimmäisen julkaisivat *Alchian* ja *Demsetz*, joiden mukaan yrityksen sisäiset suhteet eivät muodostu hierarkioiden vaan eri osapuolten välisten markkinatransaktioiden perusteella.[9] Hierarkioihin ja käskyvaltaan perustuva käsitys yrityksestä sopi paremmin yhteen Yhdysvalloissa ennen 1970-lukua vallinneeseen managerialistiseen yhtiöoikeuteen.[10] *Alchianin* ja *Demsetzin* hahmotus piirsi kuvan yrityksestä, jossa hierarkiat olivat

---

[4] Ks. *Smithin* vuoden 1776 pääteoksen suomennettu laitos *Smith* 2015 s. 736.
[5] *Romano* 2005 s. 342–359.
[6] *Johnson* 1990 s. 904.
[7] *Romano* 2005 s. 344–348.
[8] *Bratton* 1989b s. 1477: ”The [new economic] theory challenged the managerialist picture of the corporation and prompted renewed concern about the nature of the corporation among legal academics. Once again entities, aggregates, and concessions and contracts, appeared in corporate law discourse.”
[9] *Alchian – Demsetz* 1972.
[10] *Bratton* 1989a s. 416.

irrelevantteja. Yritystä oli mahdollista lähestyä puhtaasti mikrotaloustieteen termein eri osapuolten välisten markkinatransaktioiden kautta.[11]

Uuden teorian (*theory of the firm*) perusteesejä hahmoteltiin edelleen *Jensenin* ja *Mecklingin* kirjoituksessa. He hyödynsivät esityksessään päämies-agenttiteoriaa, jossa yrityksen johtajat määriteltiin osakkeenomistajien agenteiksi ja osakkeenomistajat johtajien päämiehiksi. Tällaisessa päämies-agenttisuhteessa päämies antaa toimeksiannon agentille ja päämiehen hyvinvointi jää riippumaan siitä, miten agentti hoitaa tehtävänsä. Jos sekä päämies että agentti ovat omaa etuaan ajavia itsekkäitä yksilöitä, on oletettavaa, että agentti ei aina toimi päämiehensä edun mukaisesti. Intressiristiriidan olemassaolo aiheuttaa päämiehelle kustannuksia agentin valvomisesta ja agentin sitouttamisesta päämiehen intressien mukaiseen toimintaan. Päämiehelle aiheutuu lähes aina kustannuksia myös siitä, että agentti ei tosiasiassa valitse toimintalinjaa, joka eniten hyödyttäisi päämiestä (päämiehen niin sanottu residuaalitappio). Kaikkia edellä mainittuja kustannuksia kutsutaan yhteisnimityksellä *agenttikustannukset*.[12]

Jensen ja *Meckling* määrittelivät yrityksen oikeudelliseksi fiktioksi, joka toimii sopimuksenomaisten suhteiden verkkona. Näin yrityksen olemuksen määrittäviksi elementeiksi nousivat erilaisten sijoittajien väliset *sopimukset*. Oikeudelliseksi fiktioksi typistetyn yrityksen materiaalinen sisältö oli oikeastaan lähes yhdentekevä. Kun yritys määriteltiin sopimusverkoksi, Jensenin ja Mecklingin mukaan oli perusteetonta vetää rajaa yrityksen ”sisäisiin” ja ”ulkoisiin” suhteisiin.[13] Jo edeltävästä määritelmästä huomataan, että yrityksen teoria aiheuttaa ongelmia oikeudellisessa diskurssissa. Osakeyhtiötä kuvaavassa oikeudellisessa teoriassa on keskeistä nimenomaan selkeä rajanveto yhtiön ja markkinoiden sekä markkinoilla toimivien potentiaalisten sopimuskumppanien välillä.

Sopimusverkkomallissa sijoittajien välisillä sopimuksilla ei tarkoiteta sopimuksia oikeudellisessa mielessä. Taloustieteellisessä sopimusverkkomallissa sopimukset tarkoittavat löyhemmin ymmärrettynä pitkäaikaiseen yhteistoimintaan perustuvia suhteita, joissa osapuolten välillä vallitsee informaatioepäsymmetrioita ja opportunismia. Sopimusverkkomallin edustajat ovat siten pitäneet perusteltuna puhua sopimuksista esimerkiksi osakkeenomistajien ja velkojien välillä, vaikka näiden välillä ei voitaisi identifioida sopimusta juridisessa merkityksessä.[14] Kun yhtiöoikeustieteessä kirjoitetaan sopimusverkkomallista, sillä tarkoitetaan siten eri asiaa kuin velvoiteoikeuden tutkimuksessa, jossa käsite

---

[11] *Bratton* 1989a s. 416–417.
[12] *Jensen – Meckling* 1976 s. 308.
[13] *Jensen – Meckling* 1976 s. 310–311. *Timosen* 1997 s. 157 mukaan sopimusverkkoajattelussa ”yrityksen ja sen toimintaympäristön eli markkinoiden välillä ei ole selkeää rajaa ja sopimusverkko koostuu osaksi yrityksen sisäisistä, osaksi ulkoisista sopimuksista”.
[14] *Bainbridge* 2002 s. 10–11 ja siinä mainitut lähteet.

sopimusverkko viittaa nimenomaan *juridisten* sopimusten muodostamaan verkkoon tai verkostoon.[15] Juridisesti osakeyhtiö ei ole johtajien, osakkeenomistajien ja velkojien keskinäisistä sopimuksista muodostuva verkko, vaan osakeyhtiö on itse sopimustensa välityksellä osa sopimusverkostoa.

Jensenin ja *Mecklingin* yritystä koskevasta teoriasta seurasi, että kysymykset yrityksen objektiivisesta päämäärästä ja yrityksen yhteiskuntavastuusta olivat irrelevantteja, koska yritys ei määritelmän mukaan ole yksilö (”the firm is not an individual”). Heidän ajattelussaan yrityksen ”käyttäytyminen” ei eronnut mitenkään markkinoiden käyttäytymisestä eli kyse oli ainoastaan monimutkaisen neuvotteluprosessin lopputuloksesta ja markkinoiden tasapainotilasta. He konkretisoivat näkemystään vertaamalla yritystä vehnämarkkinoihin ja osakemarkkinoihin toteamalla, että ihmiset harvoin erehtyvät pitämään kyseisiä markkinoita yksilöinä, mutta yrityksiä ja muita organisaatioita päädytään usein virheellisesti kohtelemaan henkilöinä, joilla on omat tarkoituksensa.[16]

Ennen kuin tarkastellaan yrityksen teorian kritiikkiä ja teorian vaikutuksia yhtiöoikeudelliseen tutkimukseen, on syytä täsmentää heti, miksi sopimusverkkomallille ja päämies-agenttiteorialle perustuvassa yrityksen teoriassa kaikista sijoittajista juuri osakkeenomistaja on nostettu erityisasemaan. Sopimusverkkomallistahan ei itsessään seuraa, että osakkeenomistajan tulisi nauttia erityisoikeuksista muihin sijoittajiin nähden.[17] Päämies-agenttiteoriakaan ei sellaisenaan kerro, miksi juuri osakkeenomistajan ja johdon välinen suhde on erityislaatuinen, koska päämies-agenttiteorian omilla ehdoilla voidaan väittää, että päämies-agenttisuhde syntyy myös esimerkiksi johtajien ja velkojien välille.

Perinteisen oikeudellisen sopimusteorian peruslähtökohtiin kuului osakkeenomistajan aseman korostaminen. Toisinaan ajatustapa vietiin niin pitkälle, että osakkeenomistajia kutsuttiin osakeyhtiön ”omistajiksi”[18] kuten arkikielessä on tapana sanoa. Oikeustieteessä näkemys, jonka mukaan osakkeenomistajat omistavat osakeyhtiön, on kuitenkin useaan otteeseen hylätty juridisesti virheellisenä.[19] Vaikka osakkeenomistajat käyttävät lainsäädäntöön perustuvaa kontrollivaltaa, he eivät omista osakeyhtiötä.[20] Osakeyhtiötä ei voi omistaa samalla tavalla kuin autoa. Osakkeenomistaja omistaa osakkeen, joka tuottaa tietyt hallinnolliset ja varallisuuspitoiset oikeudet yhtiössä.[21] Osakeyhtiöllä on

---

[15] Ks. esim. *Norros* 2007 s. 10–11.
[16] *Jensen – Meckling* 1976 s. 311.
[17] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1090 alav. 114 tekevät tiukan eron *sopimusteorian* ja *sopimusverkkomallin* välillä. Ks. myös *Parkinson* 2003 s. 487 ja *Lee* 2005a s. 48.
[18] Ks. *Friedman* 1970. Termiä ”owner” käytetään edelleen esimerkiksi kirjoituksissa *Baums – Scott* 2005 s. 32 ja *Krüger Andersen – Sørensen* 2013 s. 197–198.
[19] *Parkinson* 2003 s. 483 toteaa, että suppean osakkeenomistajapiirin yhtiössä näkemys on ”analogisen” päättelyn avulla edes jossain määrin ymmärrettävä. Ks. myös *Lee* 2005a s. 41; *Mähönen – Villa* 2006 s. 75–76; *Robé* 2012 s. 5–8.
[20] *Parkinson* 2003 s. 484 ja siinä mainitut lähteet.
[21] *Robé* 2012 s. 8.

oma itsenäinen varallisuutensa, jonka käytöstä päättävät yhtiön orgaanit laissa määritellyn toimivallanjaon mukaisesti. Jos osakeyhtiön yhteydessä puhutaan omistajanvallasta, sitä käyttävät suurimmassa osassa tapauksista yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja.[22] Osakeyhtiön omaisuus tai osakeyhtiön tuleva voitto on osakkeenomistajien rahaa ainoastaan taloudellisessa mielessä. Juridisesti ne kuuluvat yhtiölle, joka on itsenäinen oikeussubjekti, verovelvollinen ja vastuusubjekti.

Osakkeenomistajan omistusoikeudelle perustuva omistaja-ajattelu osoittautui ongelmalliseksi, joten osakkeenomistajan eritysasemaa korostava ajattelutapa on vaatinut tuekseen jonkin toisen teoreettisen mallin.[23] Teoria yrityksestä sopimuksenomaisten suhteiden verkkona ja päämies-agenttiteoria transaktiokustannusanalyysillä täydennettynä täyttivät tämän tyhjiön. Sopimusverkkomallissa omistusoikeus on yhtä irrelevantti käsite kuin yritysentiteetti, koska yritys koostuu ainoastaan erilaisten sopimusten ja tuotantopanosten kokonaisuudesta. Osakkeenomistajien yrityksen käyttöön toimittama pääoma on vain yksi tuotantopanos muiden joukossa.[24]

Omistaja-analogian sijaan osakkeenomistajan erityisasema on perusteltu täydentämällä sopimusverkkomallia ja päämies-agenttiteoriaa transaktiokustannusanalyysillä sekä tehokasta riskinjakoa koskevilla teorioilla. Tällöin lähtökohtana on, että sopimusverkon muut jäsenet voivat varautua intressiristiriitoihin sopimusteitse osakkeenomistajia halvemmin kustannuksin. Osakkeenomistajat ovat lisäksi erityisen haavoittuvaisia johdon opportunismille, koska he ovat osakeyhtiön maksunsaantijärjestyksessä viimeisenä muiden sijoittajien jälkeen ja kantavat siten residuaaliriskin yhtiön kannattamattomuudesta. Toisaalta osakkeenomistajat ovat oikeutettuja residuaaliin, joka jää yli, kun maksunsaantijärjestyksessä paremmalla sijalla olevien sijoittajien kiinteämääräiset saatavat on maksettu. Residuaaliriskin ja -tuoton kombinaatiosta seuraa, että osakkeenomistajilla on sopimusverkon jäsenistä vahvin kannustin valvoa, että johto tekee työnsä hyvin.[25] Perinteisesti puolletaan näkemystä, jonka mukaan äänioikeus ja erityisesti oikeus hallituksen valitsemiseen kuuluu residuaalioikeuksien haltijoille.[26] Tämä angloamerikkalaisesta keskustelusta tuttu *residual claimant* -näkökohta[27] saattaa olla tärkein ja ensisijainen argumentti, jolle koko osakkeen-

---

[22] *Bainbridge* 2006 s. 776: ”*– – it is error to conceptualize the corporation as a thing capable of being owned.*” Kanta tarkoittaa asiallisesti sitä, että osakeyhtiötä ei voi omistaa samalla tavalla kuin irtainta esinettä. Vaikka kotimaiset ja anglosaksiset säännöt yhtiön orgaanien välisestä toimivallanjaosta poikkeavat toisistaan, Suomessakin voidaan perustella tulkintaa, jonka mukaan osakkeenomistajat eivät omista osakeyhtiötä. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 75–76.

[23] *Parkinson* 2003 s. 485.

[24] *Bratton* 1989a s. 420. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 75.

[25] Esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 183.

[26] Ks. *Robé* 2012 s. 5–6, joka itse arvostelee osakkeenomistajien etujen asettamista kaikkien muiden intressitahojen edelle.

[27] *Fischel* 1982 s. 1262.

omistajakeskeinen yhtiöoikeusteoria on rakennettu.[28] Päätöksenteko-oikeuksien antaminen osakkeenomistajille ja osakkeenomistajien asettaminen johdon velvollisuuksien yksinomaiseksi suojakohteeksi edistävät viime kädessä resurssien tehokasta allokointia, taloudellista tehokkuutta ja yhteiskunnallista kokonaishyvinvointia.[29] Vielä laajemmassa perspektiivissä osakkeenomistajakeskeinen ajattelu voidaan ankkuroida utilitaristiseen oikeudenmukaisuuskäsitykseen.[30] Tämän näkemyksen mukaan kaikki voittavat lopussa, jos yhtiöissä keskitytään yksittäisten päätösten tasolla osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin.

Sopimusteoriassa oletetaan, että osakeyhtiön sidosryhmien välisiä suhteita sääntelevät normit ovat sopimusehtoja, joihin sidosryhmät ovat tavalla tai toisella sitoutuneet.[31] Osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoite johdon velvollisuuksia määrittävänä fundamenttina voidaan olettaa yhdeksi näistä sopimusehdoista. On mahdollista, että johdon velvollisuuksien lieventäminen vähemmän osakkeenomistajakeskeiseen suuntaan johtaisi siihen, että osakeyhtiömuodon suosio vähenee tai osakkeenomistajat ryhtyvät vaatimaan sijoitussuhteeseensa ”sopimusehtoja”, joilla turvataan johdon ehdoton velvollisuus edistää osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia.[32] Ylimääräiset sopimukset lisäävät tyypillisesti transaktiokustannuksia.

3.1.2 Kritiikki

Yhdysvalloissa yrityksen teoriaa ryhdyttiin varsin pian käyttämään osakeyhtiölainsäädännön selittämisessä. Myöhempinä vuosikymmeninä sama ilmiö toistui myös Euroopassa, jossa yhtiöoikeuden teoreettiset juuret ovat kuitenkin perinteisesti poikenneet amerikkalaisesta ajattelusta.[33] Jensenin ja Mecklingin ajatukset eivät toki saaneet varauksetonta vastaanottoa edes Yhdysvalloissa. Itse asiassa on epäselvää, missä määrin heidän ja erityisesti Easterbrookin ja Fischelin propagoima paradigma tosiasiassa edes oli tai on juristikunnan enemmistön hyväksymä ajattelutapa. Useat tunnetut yhdysvaltalaiset yhtiöoikeustieteilijät suhtautuivat kriittisesti sopimusverkkoajatteluun.[34]

---

[28] *Keay* 2011 s. 62 ja siinä mainittu laaja lähdekirjallisuus.
[29] *Talbot* 2013 s. 809 ja siinä mainitut lähteet.
[30] *West* 2009 s. 116 korostaa osakkeenomistajakeskeisen corporate governance -ajattelun ja utilitaristisen moraaliteorian kiinteää yhteyttä. Ks. myös *Jones – Felps* 2013 s. 208.
[31] *Clarke* 2011 s. 94.
[32] Ks. *Bainbridge* 2007 s. 359: ”If shareholders suspect that their constituency would be systematically saddled with losses, for example, they will insist on contract terms precluding directors from making Kaldor-Hicks decisions that leave shareholders worse off. Specifically, shareholders would bargain for terms imposing fiduciary duties on directors and officers that incorporate the shareholder wealth maximization norm.”
[33] *Mäntysaari* 2013a s. 118–120.
[34] *McGaughey* 2015 s. 1061–1062 ja siinä dokumentoidut lähteet.

Uusi yrityksen teoria asetti selvän haasteen managerialistiselle yrityskäsitykselle, joka oli siihen asti leimannut yhdysvaltalaista ajattelua yrityksistä ja osakeyhtiöistä. Uudessa ajattelussa yhtiöentiteetti (”the corporate entity”), joka kuuluu managerialistisen yrityksen teorian keskiöön, hävisi lähes kokonaan. Entiteetti hajosi eri osapuolten välisiin, toisiinsa liittyviin transaktioihin. Koska yrityksen teorian kannattajat eivät tehneet eroa yrityksen sisäisten ja ulkoisten suhteiden välillä, voidaan sanoa, että yrityksen rajat hävisivät. Uuden teorian perusteesit olivat siten selvästi vastakkaisia tavalle, jolla oikeustieteilijät olivat tottuneet ajattelemaan yhtiöoikeudesta. Perinteinen käsitys yhtiöoikeudesta perustui johdon vahvalle asemalle ja tietyissä määrin osakeyhtiölainsäädäntö jopa suojasi johdon itsekästä toimintaa. Uudessa teoriassa johtajilta riistettiin valta, johon oikeustieteilijöiden huomio oli pitkään keskittynyt.[35]

Sopimusverkkomallia voidaan arvostella osin samoilla perusteilla kuin yritystä ja osakeyhtiötä kuvaavia teorioita yleensä. Yritys sopimuksenomaisten suhteiden verkkona on ainoastaan olettama. Sitä voidaan luonnehtia myös metaforaksi ja tautologiaksi. Sopimusverkkomallin paikkansapitävyyttä on vaikea todentaa empiirisesti. Tähän nähden oikeustieteilijät antoivat sopimusverkkomallille tulevissa tutkimuksissaan hyvin pitkälle menevän vaikutuksen.[36] Kuten jäljempänä esitetään, Suomessa teorian perusteella on myös tehty päätelmiä voimassa olevan oikeuden sisällöstä ja esitetty uudistuksia de lege ferenda, vaikka meillä on jo aikaisemmin esimerkiksi *Mähösen* ja *Villan* tapaan korostettu, että kyse on opetuksellisesta apuvälineestä.[37]

Teoria yrityksestä sopimuksenomaisten suhteiden verkkona toi oikeastaan vähän uutta osakeyhtiötä kuvaavaan teoreettiseen diskurssiin. Sopimus on aina ollut osa osakeyhtiön olemusta kuvaavia teorioita. Uusi taloustieteellinen yrityksen teoria siten lähinnä vahvisti ja toisti oikeushistoriaa väitteellä, jonka mukaan yhtiö on sopimus. *Brattonin* mukaan teoria kuitenkin samalla mursi historiallisen jatkumon, koska teoria oli absoluuttisen sopimuksellinen, kun taas oikeusteoria ei ole koskaan ollut sopimuksen dominoima.[38] *Jensenin* ja *Mecklingin* huomioiden, joiden mukaan yritys ei ole henkilö eikä sillä ole luonnolliseen henkilöön verrattavia ominaisuuksia, ei olisi pitänyt tulla uutena ideana oikeustieteilijöille. Samat ajatukset olivat tulleet tutuiksi oikeudellisen teorian kautta ainakin puoli vuosisataa aiemmin.[39]

Uudella yrityksen teorialla oli useita yhtymäkohtia 1800-luvun sopimusteoreettiseen lähestymistapaan. Molemmissa yhtiön reifikaatio puretaan selittämällä yhtiöentiteetti ainoastaan oikeudelliseksi fiktioksi, johtajien ja yhtiön

---

[35] *Bratton* 1989a s. 420.
[36] *Bratton* 1989a s. 410.
[37] Ks. *Mähönen – Villa* 2006 s. 185.
[38] *Bratton* 1989b s. 1513. Brattonin kirjoituksia on kommentoinut myös *Mäntysaari* 2013a.
[39] *Bratton* 1989a s. 424.

välistä suhdetta lähestytään itsekkäiden ”agenttien” aiheuttamien ongelmien kautta ja molemmissa hyödynnetään sopimuksen ideaa torjumaan julkisen vallan interventio yhtiön asioihin.[40]

Brattonin tulkinnan mukaan uudessa yrityksen teoriassa ei toki kokonaan kiistetty entiteetin olemassaoloa: ”[*The nexus of contracts concept*] *does not assert that firm entities do not exist. Instead, it modifies the traditional juridical theme of the corporation as a combination of reified entity and aggregate parts, taking many directions already followed in twentieth century legal theory. It reinforces the proclivity to look through the entity to constitutive contractual relations, the proclivity to look at the entity reification as a means to the end of wealth creation, and the proclivity to resist the introduction of organicist thinking in business contexts.*”[41] Voidaan sanoa, että sopimusverkkomallissa yhdistyivät sopimusteoria ja fiktioteoria. Yhtiöentiteetin olemassaolo ehkä tunnustettiin, mutta se oli pelkkä reifikaatio, lain luoma fiktio. Uusi yrityksen teoria oli siten eräänlainen yhdistelmä sopimusteorian ja fiktioteorian perusteesejä.

Uusi teoria poikkesi oikeudellisesta valtavirta-ajattelusta. Uudessa teoriassa entiteetiltä riistettiin käytännössä kaikki materiaalinen sisältö. Oikeudellisessa teoriassa oli totuttu ajattelemaan, että reifioitu yritys sisälsi eräissä tapauksissa sellaisia etuja (”group interests”), jotka syrjäyttivät yrityksen toimintaan osallistuvien tahojen individuaaliset intressit. Uusklassistit hyväksyivät tällaisten ”ryhmäintressien” olemassaolon, mutta kuvasivat ne puhtaasti välineellisinä arvoina, jotka edistivät sopimusverkon rationaalisten osapuolten itsekkäitä päämääriä: ”*Cooperation becomes a means to the end of productivity. Team spirit arises not because of any inherent value or because of psychological rewards of participation in group effort, but because it increases the pay off for individuals. – – No other values exist in group economic life other than self-interested rationality.*”[42]

Yrityksen teorian äärimmilleen viety individualismi oli ristiriidassa oikeudellisen teorian kanssa. Kun taloustieteilijät tunnustivat ainoastaan rationaalisen *homo economicuksen,* altruismin kaltaiset hyveet voitiin kuitata välineellisinä arvoina tai harhakuvitelmina. Oikeustieteilijöiden ja taloustieteilijöiden näkemysten välinen ristiriita ei toki ollut räikeä, koska oikeustieteessäkin altruismin kaltaisia hyveitä oli erityisesti liiketoiminnan yhteydessä pidetty usein välineellisinä. Keskeinen ero oli kuitenkin siinä, että oikeustieteilijät eivät edes liiketoiminnan yhteydessä operoineet periaatteella, jonka mukaan altruismilla ei ole mitään itseisarvoa, vaan se on ainoastaan itsekkäiden yksilöiden instrumentti omien etujen edistämiseksi. Niin kauan kuin oikeudellinen teoria tunnustaa altruismin kaltaisten arvojen olemassaolon ja liittää ne yritysentiteettiin,

---

[40] *Bratton* 1989b s. 1515.
[41] *Bratton* 1989a s. 427.
[42] *Bratton* 1989a s. 428–429.

oikeudellinen käsitys ei mahdollista sellaista reifikaatiota, jossa entiteetiltä riisutaan kaikki sisältö.[43]

Brattonin katsaus osakeyhtiötä koskevien teorioiden historiaan osoittaa, että käsitys osakeyhtiöstä sopimuksenomaisten suhteiden verkkona on varsin yksinkertaistava: ”*To sum up, the doctrinal theory of the corporate firm refutes the assertion that the corporation 'is contract'. History tells us that the corporation 'is contract, and always has been contract and other things besides.' While the doctrinal theory always takes cognizance of contractual elements, it never makes contract the essence. The doctrinal theory balances contract against the corporate entity and a sovereign presence. – – Contractual notions will be entertained, but any move to foreclose wider discussion by the assertion that contract should govern as a function of the intrinsic nature of the corporation will fail.*”[44] Kuten Brattonin analyysistä käy ilmi, *Jensenin* ja *Mecklingin* ajattelun ongelma oli yrityksen sopimusluonteen ylikorostaminen muiden näkökohtien kustannuksella. Esimerkiksi yrityksen vertaaminen vilja- ja osakemarkkinoihin[45] oli ainakin osakeyhtiöoikeudellisesta näkökulmasta hankala analogia, koska oikeuden sfäärissä osakeyhtiöihin liitetään yleisesti paljon ominaisuuksia, joita sopimuksilla, markkinoilla tai fiktioilla ei voi olla. Jos yrityksen teoriaa sovelletaan oikeudellisessa kontekstissa, ilmeisesti myös sellaiset ilmiöt kuin osakeyhtiön oma tuottamus ja tahallisuus pitäisi johdonmukaisesti kieltää, koska yhtiö ei ole yksilö.[46] Jensenin ja Mecklingin hypoteesit yrityksen ”käyttäytymisestä” pelkkinä sopimusosapuolten välisinä markkinatransaktioina eivät vastaa oikeudellista todellisuutta.[47]

Jensen ja Meckling kuvasivat osakkeenomistajien ja johtajien suhdetta päämies-agenttisuhteena. Tällainen käsitteellistäminen teki merkittävän läpilyönnin myöhemmässä kirjallisuudessa, vaikka se oli oikeudellisesti ongelmallinen ja kriitikoiden mukaan suorastaan virheellinen.[48] Ainakin joissain oikeusjärjestyksissä on voitu argumentoida, että osakkeenomistajat eivät ole sen enempää johtajien päämiehiä ja johtajat osakkeenomistajien agentteja kuin osakkeenomistajat osakeyhtiön omistajia. Oikeudellisesti johtajat ovat yhtiön agentteja.[49] Myös *Berle*, joka yhdessä Meansin kanssa formuloi aikanaan teesin omistuksen ja johdon eriytyneisyydestä, totesi vuonna 1965, että yhtiön hallituksen jäsenet eivät ole osakkeenomistajien agentteja eikä heillä ole velvollisuutta totella osak-

---

[43] *Bratton* 1989a s. 429–430.
[44] *Bratton* 1989b s. 1517.
[45] *Jensen – Meckling* 1976 s. 311.
[46] *Petrin* 2013 s. 26–29 osoittaa, että entiteettiteoriat saavat selvää tukea juuri eri oikeusjärjestysten vahingonkorvausoikeudellisesta sääntelystä. Sopimusverkkomallin avulla olisi varsin hankalaa selittää sellainen ilmiö kuin yhtiön oma tuottamus.
[47] *Robé* 2012 s. 9.
[48] *Robé* 2012 s. 3. Ks. myös *Blair – Stout* 1999 s. 290.
[49] *Robé* 2012. s. 8.

keenomistajien määräyksiä.[50] Jensen ja Meckling seuraajineen eivät selvittäneet Berlen kaltaisten vaikutusvaltaisten juristien näkemyksiä tai voimassa olevan oikeuden tilaa, vaan perustivat käsityksensä taloustieteen premisseille.[51] Kirjallisuudessa on myös huomautettu, että Jensen ja Meckling sekä heidän seuraajansa rinnastivat virheellisesti yrityksen ja osakeyhtiön. Tämä perustui siihen, että ajatussuunnassa kaikkea lakiin liittyvää kohdellaan tyypillisesti fiktiona. Jensenin ja Mecklingin ajattelussa tämä oikeudellinen fiktio oli pelkkä sopimuksenomaisten suhteiden verkko. Näin osakeyhtiöstä tehtiin sama asia kuin yritys.[52] Samalla jäivät huomaamatta ne seuraukset, joita fiktio eli osakeyhtiö saa aikaan oikeudellisessa todellisuudessa. Osakeyhtiön oma vastuu ja mahdollisuus suojata yhtiön itsenäinen varallisuuspiiri erilaisilta vaateilta ovat vain esimerkkejä ilmiöistä, joita on hankala selittää johdonmukaisesti pelkästään päämies-agenttiteorialla ja sopimusverkkomallilla.[53]

Jotkut yhdysvaltalaiset tutkijat pitivät Jensenin ja Mecklingin teoriaa ontologisena löytönä, jolla on välittömiä ja merkittäviä vaikutuksia osakeyhtiöoikeudelliseen keskusteluun. Tutkijat ryhtyivätkin nopeasti selittämään osakeyhtiölainsäädäntöä uudella teorialla, jossa nostettiin tarkastelun keskiöön agenttiongelmat ja agenttikustannukset.[54]

3.1.3 Seuraukset

Sopimusverkkomallin ja päämies-agenttiteorian soveltaminen corporate governance -tutkimukseen oli mullistava idea, jonka käytännöllistä merkitystä ei voi liiaksi korostaa.[55] Tämä idea selittää osaltaan paljolti sen, miksi osakeyhtiölainsäädännöstä, osakeyhtiön tarkoituksesta, yrityksen yhteiskuntavastuusta, johdon velvollisuuksista ja palkitsemisjärjestelmistä on keskusteltu tietyllä tavalla 1980-luvulta 2000-luvulle asti.

Corporate governance -vallankumouksella oli yleisesti ainakin kolme tärkeää seurausta. Ensin oikeudellisia ongelmia ryhdyttiin käsittelemään talouden terminologialla.[56] Toiseksi osakkeenomistajien ja johdon välisen päämies-agenttisuhteen ongelmista tuli pitkäksi aikaa yhtiöoikeuden tärkein tutkimusalue.[57]

---

[50] *Berle* 1965 s. 2. Eri oikeusjärjestyksissä on tällä hetkellä selkeitä eroja de lege lata. Ks. *Sjåfjell ym.* 2015 s. 130–133, 143.
[51] *Robé* 2012 s. 11.
[52] Ibid. s. 7–8.
[53] *Robé* 2012 s. 12–18.
[54] Ks. *Bratton* 1989a s. 408–409 ja siinä mainittu kirjallisuus.
[55] *Jones – Felps* 2013 s. 211. Tämä ilmenee hyvin myös laajoista puheenvuoroista *Rock* 2013 ja *Moore* 2013.
[56] *Romano* 2005.
[57] *Clarke* 2011 s. 82; *Rock* 2013.

Kolmanneksi päämies-agenttiteorian pohjalta pääteltiin, että julkisen osakeyhtiön tarkoitus on tai sen pitäisi olla osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi.[58] Yhtiöoikeuden tutkijoiden huomio keskittyi vuosikymmeniksi eteenpäin agenttikustannusten minimoimiseen. Osakeyhtiölainsäädännön ja sen ulkopuolisten valvontamekanismien sisällöt saivat oikeutuksensa niiden agenttikustannuksia vähentävästä vaikutuksesta. Osakeperusteiset kannustinjärjestelmät, määräysvaltamarkkinat[59] ja vaatimukset hallituksen jäsenten riippumattomuudesta olivat kaikki selitettävissä uuden analyyttisen kehikon puitteissa: ne lähensivät osakkeenomistajien ja johdon intressejä vähentäen agenttikustannuksia.[60] Johdon fidusiaariset velvollisuudet tulkittiin osakkeenomistajien ja johdon välisen epätäydellisen sopimuksen täydentäjiksi[61], kun taas muut sidosryhmät saivat turvautua osakeyhtiölain ulkopuolisen lainsäädännön[62] ja sopimustensa[63] eksplisiittisten ehtojen antamaan suojaan. Hallituksesta tuli määräysvaltamarkkinoita täydentävä yhtiön sisäinen mekanismi, joka valvoo, että toimiva johto edistää osakkeenomistajien etua. Tässä katsannossa hallituksen tärkein tehtävä on varmistaa, että agenttiongelmat eivät riistäydy käsistä.[64] Yhdysvalloissa asiaan liittyy 1960- ja 1970-luvuilta eteenpäin vahvistunut käsitys siitä, että hallitus on ensisijaisesti valvova eikä johtava elin.[65] Käsitys hallituksesta valvovana elimenä on vaikuttanut keskeisesti siihen, että corporate governance -koodit ympäri maailman sisältävät suosituksia hallituksen jäsenten riippumattomuudesta.[66]

Corporate governance -vallankumouksen vaikutus oli siinä määrin voimakas, että esimerkiksi yrityksen yhteiskuntavastuun kaltaiset ilmiöt alkoivat näyttää yhtiöoikeuden näkökulmasta perifeerisiltä teemoilta. Yrityksen yhteiskunnallisen vastuun tai filantropian harjoittamisesta tuli vain yksi tapa, jolla johtajat voivat vedättää osakkeenomistajia, usein omaksi edukseen.[67] Jos ilmiö ei istunut vaikeuksitta uuteen analyyttiseen kehikkoon, se oli kuin vierasta kieltä valtavir-

---

[58] *Blair – Stout* 1999 s. 248–249.
[59] *Manne* 1965 s. 110–120. Viimeaikaisesta kotimaisesta kirjallisuudesta *Mähönen* 2016 s. 150–151.
[60] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 707–708.
[61] *Fischel* 1982 s. 1264.
[62] Yleensä tätä näkökohtaa korostetaan erityisesti yhtiön sopimuksenulkoisten velkojien osalta. Näin esim. *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 38.
[63] Chicagon koulukunnan taloustieteellisessä teoriassa osakeyhtiöoikeutta lähestytään yleisesti juuri sillä premissillä, että yhtiön ulkopuoliset sidosryhmät saavat sopimusteitse riittävän suojan johdon ja osakkeenomistajien opportunismia vastaan. Ks. *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1103 ja siinä mainitut lähteet.
[64] Hallituksen roolista yleisesti näin *Sjåfjell ym.* 2015 s. 83, jotka suhtautuvat itse kriittisesti valtavirta-ajatteluun. Edustava esimerkki valtavirta-ajattelusta on *Butler – McChesney* 1999 s. 1201.
[65] *Clarke* 2011 s. 81 kuvaa 1900-luvun yhdysvaltalaisen keskustelun suuria linjoja.
[66] Ks. esim. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015.
[67] *Butler – McChesney* 1999 s. 1202.

ta-ajattelijoiden korviin.[68] Yrityksen yhteiskuntavastuun tai eettisten hyveiden edistäminen voitiin selittää jatkossa *Jensenin* ja *Mecklingin* hengessä välineiksi, joilla sopimusverkon itsekkäät osapuolet pyrkivät tosiasiassa edistämään omaa etuaan ja vedättämään toisia. Jos aikaisemmin oli ajateltu, että yhtiön tavanomaiseen yhteiskuntavastuuseen kuuluu huolehtia työntekijöiden eduista ja pitää yllä hyviä suhteita paikallisyhteisöön, uuden analyyttisen kehikon puitteissa samaa toimintaa oli mahdollista luonnehtia tehottomaksi vaihdannaksi ja taloudellisessa mielessä jopa varkaudeksi, jolla vähennetään osakkeenomistajille legitiimisti kuuluvaa residuaalivoittoa. Juridisesta näkökulmasta corporate governance -vallankumouksen tärkeimpiin seurauksiin kuului myös se, että johdon *oikeudelliseksi* velvollisuudeksi ymmärrettiin monissa esityksissä pelkästään osakkeenomistajien varallisuuden arvon maksimointi tai yleisesti osakkeenomistajien etujen edistäminen.

Edellä kuvattu sopimusverkkomallin arvoperustan purkaminen avaa myös suomalaisittain tärkeitä näköaloja. Tunnettua on, että sopimusverkkomallille ja päämies-agenttiteorialle perustuva osakkeenomistajakeskeinen yhtiöoikeustiede löi läpi Suomessa 1990- ja 2000-luvuilla. Keskustelua siitä, mitä yritysentiteetti oli siihen asti tarkoittanut suomalaisessa yhtiöoikeudessa ja oliko se ristiriidassa sopimusverkkomallin kanssa, ei juuri käyty. Corporate governance -vallankumous vaikutti siihen, miten yhtiöoikeudesta yleisesti keskustellaan, mutta myös tapaan, jolla hallituksen roolia kuvataan oikeuskirjallisuudessa. Kun *Taxell* pohti väitöskirjassaan vuonna 1946 sitä, kuvasiko hallituksen asemaa parhaiten termi ”ombudsman”, ”fullmäktig”, ”legal företrädare” vai ”organ”[69], nykyisin hallituksen asemaa kuvataan usein taloustieteellisellä termillä ”agentti”.[70] Ruotsissa hallituksen jäsenten korvausvastuusta väitellyt *Dotevall* totesi Taxellin jo aikaisemmin esittämällä tavalla, että ainakin Pohjoismaissa hallituksen ja toimitusjohtajan asemat ovat *sui generis*. Dotevallin mukaan hallitus ja toimitusjohtaja ovat yhtiön orgaaneja, mutta niiden suhde yhtiöön sisältää myös asiamiessuhteeseen verrattavia ominaisuuksia. Toisaalta hallituksen suoraviivainen rinnastaminen asiamieheen tai agenttiin olisi monesta syystä yleisesti ongelmallista.[71] Vuoden 2006 osakeyhtiölain esitöissä terminologia on vaihtelevaa ja jossain määrin epäjohdonmukaista: yhtäältä johdon roolissa ”voidaan nähdä piirteitä *osakkeenomistajien* asiamiehen asemasta ja asiainhuollosta”[72], toisaalta ”*yhtiön* ja johdon suhde voidaan rinnastaa

[68] *Millon* 1990 s. 228: ”It is as though the social responsibility proponents speak a foreign language.”
[69] *Taxell* 1946 s. 61–79.
[70] Terminologisiin muutoksiin ovat kiinnittäneet huomiota myös *Sjåfjell ym.* 2015 s. 83.
[71] *Dotevall* 1989 s. 275–277. Ruotsin voimassa olevan lain kannalta samalla tavalla *Dotevall* 2008 s. 159–160.
[72] HE 109/2005 vp. s. 41.

paljolti päämiehen ja asiamiehen suhteeseen”[73], välillä taas ”johdon ja *yhtiön* suhdetta voidaan kuvata asiamiessuhteeksi”[74]. Uudemmassa kotimaisessa lainvalmistelussa ja kirjallisuudessa on toistaiseksi analysoitu melko vähän edellä tarkoitettujen päämiesten ja asiamiesten eli yhtiön ja osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita. Varsinkin yhtiön suojaksi säädettyjä normeja tulkittaessa yhtiö ja osakkeenomistajat oletetaan helposti itsestään selvästi yhdeksi ja samaksi asiaksi.

Yhdysvaltalaisessa kehityksessä on merkille pantavaa, että corporate governance -vallankumous tapahtui oikeudellisten instituutioiden ulkopuolella. Osakeyhtiölainsäädännöllä on sanottu olleen jopa perifeerinen rooli 1980- ja 1990-lukujen mullistuksissa.[75] On myös väitetty, että osakkeenomistajakeskeisen corporate governace -ajattelun lopputuote *shareholder value* oli enemmän 1980-luvun sosiaalinen kuin oikeudellinen normi.[76] Yhdessä esityksessä on puolestaan epäilty, olisiko uusi yrityksen teoria lyönyt läpi samalla tavalla kuin se teki, jos määräysvaltamarkkinat ja yritysvaltausliikehdintä eivät olisi vilkastuneet 1960-luvulta eteenpäin.[77] Vallankumouksen lopputulos oli kuitenkin se, että oikeussäännöt saivat monien tutkijoiden tulkinnoissa sisällön ja oikeutuksen, jotka vastasivat taloustieteellisiä teorioita.

Jenseniläis-mecklingiläinen liike saavutti tavoitteensa siinäkin mielessä, että 1990- ja 2000-luvuilla johtajat ryhtyivät enenevästi ”ajattelemaan kuin osakkeenomistajat”.[78] Empiiristen tutkimusten perusteella näyttää selvältä, että toimitusjohtajien kannustinjärjestelmät eivät yleisesti juuri poikkea osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoitteesta.[79] Corporate governance -keskustelussa hallituksen tehtäväksi jää valvoa, että toimiva johto ponnistelee riittävästi osakkeenomistajien varallisuuden maksimoimiseksi.

Edelleen on epäselvää, missä määrin *osakeyhtiölainsäädäntö* kulki samoja ratoja kuin taloustieteellinen teoria, sosiaaliset normit ja niille rakentuvat kannustinjärjestelmät. Toisinaan voi olla, että kannustinjärjestelmät ohjaavat johdon päätöksentekoa osakkeenomistajien taloudellista etua painottavaan suuntaan, mutta osakeyhtiölainsäädäntö ainoastaan *sallii* tämän. Yhdysvalloissa on käytetty esimerkkinä *staggered board* -defenssiä, jota on siellä pidetty voimakkaimpana keinona torjua yritysvaltauksia.[80] *Staggered board* -defenssissä yhtiön sisäisissä säännöissä määrätään, että hallituksen jäsenistä valitaan vuosittain vain yksi kolmasosa kerrallaan. Yritysvaltaajan tarkoituksena on yleensä vaih-

---

[73] HE 109/2005 vp. s. 194.
[74] HE 109/2005 vp. s. 31.
[75] *Rock* 2013 s. 1917. Ks. myös *Deakin* 2005 s. 11–18.
[76] *Deakin* 2005 s. 11–18. Ks. myös *Sjåfjell ym.* 2015 s. 83–84.
[77] *Bratton* 1989b s. 1518.
[78] *Rock* 2013 s. 1910.
[79] *Rock* 2013 s. 1918–1919 ja siinä mainitut lähteet.
[80] *Rock* 2013 s. 1922.

taa koko hallitus yhdellä kertaa määräysvallan siirryttyä hänelle, mutta *staggered board* -defenssi hankaloittaa ja viivästyttää mahdollisuutta tähän. Defenssin tukena voidaan käyttää yhtiöjärjestysmääräystä, jonka mukaan hallituksen jäsenen saa erottaa tehtävästään vain esimerkiksi siksi, että hän on rikkonut huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiaan.[81] Siten *staggered board* -defenssi tekee yhtiöstä vähemmän kiinnostavan valtauskohteen. Yhdysvalloissa on tulkittu, että laki sallii *staggered board* -defenssin, mutta johdon ja osakkeenomistajien intressien yhtenäistäminen erilaisilla insentiiveillä on tehnyt sen käytännössä irrelevantiksi. Laki ei siis pakota osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun, mutta insentiivit kyllä.[82] Kirjallisuudessa erityisesti *Bebchuk* on arvostellut staggered board -defenssejä ja vaatinut voimakkaasti osakkeenomistajien päätöksentekooikeuksien vahvistamista.[83] Defenssien käytännön merkityksen väheneminen voi liittyä insentiivejäkin vahvemmin siihen, että ne eivät ole aktivistisijoittajien intressien mukaisia.[84] Olennaista on tässäkin se, että *laki* ei itsessään kiellä hallituksen asemaa vahvistavaa defenssiä, mutta markkinoilta tulevat impulssit tekevät sen käytännön merkityksen vähäiseksi.

On väitetty, että osakkeenomistajien odotukset sekä määräysvalta- ja osakemarkkinat ohjaavat johtoa osakeyhtiölainsäädäntöä voimakkaammin.[85] Johdon päätöksentekoa koskevat *oikeudelliset* rajoitteet ovat markkinoihin nähden toissijaisessa asemassa johdon harkintavallan ja sitä kautta agenttikustannusten hillitsemisessä. Osakeyhtiölainsäädännön tarjoamat oikeuskeinot ovat osakkeenomistajien käytettävissä vain, jos johto syrjäyttää osakkeenomistajien intressit varsin räikeällä tavalla.[86] Tosiasiassa johdon toiminnan oikeudelliset kontrollimekanismit sallivatkin todennäköisesti varsin paljon agenttikustannuksia. Oma kysymyksensä on se, miksi laki sallii tämän. Kysymykseen palataan myöhemmissä jaksoissa.

Osakemarkkinat ja johdon palkitsemisjärjestelmät kannustavat johtoa maksimoimaan osakkeenomistajien taloudelliset edut. Osakemarkkinoille osallistuvien henkilöiden keskimääräiset preferenssit määrittävät sen, missä laajuudessa johto voi poiketa voiton maksimoinnista.[87] Voiton maksimoinnista tulee käytännössä normi, koska yritysjohto toimii sijoittajien tuottovaatimusten alaisena.[88] *Shareholder value* on keskeinen hallitustyöskentelyä ohjaava sosiaalinen normi.[89]

---

[81] *Stattin* 2009 s. 378.
[82] *Rock* 2013 s. 1924–1925.
[83] Esim. *Bebchuk* 2005 s. 833–914.
[84] Ks. aktivistisijoittajien omistajaohjauksesta *Mähönen* 2016 s. 147–157.
[85] *Lee* 2005a s. 37–38.
[86] *Butler – McChesney* s. 1199–1200: ”[Corporate law] provides a standard-form governance structure, including a set of legal remedies that are available to shareholders when managers get too far out of line.”
[87] *Lee* 2005a s. 38.
[88] *Knuutinen* 2014 s. 62.
[89] *Sjåfjell ym.* 2015 s. 83–84 väittävät, että kyse on nimenomaan enemmän sosiaalisesta kuin oi-

3.2 VALISTUNUT ARVONMAKSIMOINTI – UUSI VAI VANHA PARADIGMA?

Finanssikriisin jälkeen maailmalla on keskusteltu poikkeuksellisen paljon osakeyhtiön tarkoituksesta ja institutionaalisista järjestelyistä, joilla vaikutetaan osakeyhtiöiden toimintaan. Keskustelu alkoi rahoitussektorin ongelmista, mutta se on levinnyt myös muiden yhtiöiden corporate governance -kysymyksiä koskevaksi. Myös muiden tieteenalojen kuin oikeustieteen piirissä on pohdittu yritystoiminnan tavoitteita uusista näkökulmista. Joidenkin esitysten mukaan keskeisenä syynä ajatustapojen muutoksille on ollut se, että erilaisten sosiaalisten, ekologisten ja taloudellisten häiriöiden takia liiketoiminnan legitimiteettiä on pidetty huonompana kuin kertaakaan lähihistoriassa.[90]

Osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun kuuluu se, että muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien suoja jää osakeyhtiölainsäädännön ulkopuolisten institutionaalisten järjestelyjen kuten lainsäädännön ja sopimusten varaan. Epäily näiden järjestelyjen puutteellisuuksista on kuitenkin ajanut tutkijat etsimään ratkaisua suoraan osakeyhtiön tarkoituksen uudelleenarvioinnista sen sijaan, että yhteiskunnalle vahingollista voitonpyyntiä suittaisiin muilla tavoilla.[91]

Normatiivisen *stakeholder-teorian* ytimessä on ajatus siitä, että yhtiön johdolla on moraalinen velvollisuus ottaa huomioon yhtiön kaikkien sidosryhmien mukaan lukien osakkeenomistajien intressit. Stakeholder-teoreetikot ovat identifioineet useita eri tapoja sen perustelemiseen, miksi lähtökohta on oikeutettu ja miten se tulisi toteuttaa. Perustelut nojaavat usein erilaisiin filosofisiin ja jotkut uskonnollisiinkin traditioihin, toisinaan myös ihmisoikeusajatteluun.[92] Tutkijat saattavat olla erimielisiä kantojensa perusteluista, mutta yhteinen johtopäätös eli yhtiön johdon oikeus ottaa muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut huomioon tunnustetaan kaikissa.[93] Muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien tärkeyttä korostavat mallit perustellaan usein myös osittain tai *kokonaan* taloudellisella tehokkuudella. Kaikki stakeholder-teoriaan perustuvat corporate governance -mallit eivät siis ole lähtökohtaisesti ristiriidassa voitontuottamistarkoituksen ja osakeyhtiön kapitalistisen luonteen kanssa. Niissä on ainoastaan riitautettu osakkeenomistajien asema johdon yksinomaisena päämiehenä. Monet stakeholder-teorialle rakentuvat corporate governance -mallit perustuvat nimenomaan taloudelliseen tehokkuuteen siinä missä osak-

---

keudellisesta normista. *Licht* 2012 s. 611 käyttää ilmaisuja ”shareholder primacy norm” ja ”shareholder wealth maximization norm”.

[90] *Porter – Kramer* 2011 s. 64.

[91] *Jones – Felps* 2013 s. 211.

[92] *Jones – Felps* 2013 s. 214–215 ja siinä mainittu mittava lähdekirjallisuus. Ks. myös *van de Ven* 2005 s. 48–59.

[93] Ks. *Jones – Felps* 2013 s. 214–215.

keenomistajakeskeinenkin ajattelu.[94] Taloudellista tehokkuutta korostavien stakeholder-mallien kannattajat ”puhuvat samaa kieltä” kuin osakkeenomistajakeskeisen ajattelun kannattajat, minkä vuoksi tällaiset mallit ovat saaneet paljon huomiota ja kritiikkiä jälkimmäisenä mainittujen tutkijoiden keskuudessa.[95]

Stakeholder-teorioissa nojataan sellaiseen yhtiön etuun tai intressimatriisiin, jossa otetaan huomioon kaikki tahot, joiden kanssa yhtiö tekee yhteistyötä. On väitetty, että stakeholder-teoriat ovat lähinnä *normatiivisia* eli niillä kuvataan sitä, miten osakeyhtiöistä pitäisi ajatella ja miten niitä pitäisi säännellä. Edelleen on sanottu, että niitä käytetään harvoin jos milloinkaan voimassa olevan oikeuden sisällön selittämisessä.[96] Kansainvälisesti ei ole kuitenkaan harvinaista, että tutkijat selittävät voimassa olevaa osakeyhtiölainsäädäntöä stakeholder-teorialle rakentuvan corporate governance -mallin avulla. *Blairin* ja *Stoutin* team production -malli osakeyhtiön hallituksen roolista on hyvä esimerkki. Heidän mukaansa Delawaren osakeyhtiölainsäädäntö sopii yhteen team production -malliin, jossa hallitus ei toimi osakkeenomistajien agenttina vaan korostuneen itsenäisenä tahona, joka tasapainottaa ja ratkaisee yhtiön sidosryhmien välisiä intressiristiriitoja (*mediating hierarch*). Team production -malliin kuuluu olennaisena osana hallituksen vahva itsenäinen harkintavalta, jota the business judgement rule suojaa.[97] Mallin arvostelemiselle on omistettu useita kriittisiä puheenvuoroja.[98]

Vuosituhannen vaihteen jälkeen eräät kirjoittajat julistivat osakkeenomistajakeskeisen ajattelun voittoa kilpailevista malleista. Corporate governance -vallankumous ja managerialismin korvaaminen osakkeenomistajakeskeisellä ajattelulla saivat provokatiivisimmat tutkijat kirjoittamaan jo osakeyhtiöoikeuden historian lopusta. Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun peruselementteihin kuuluu johdon velvollisuuksien sitominen osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoitteeseen, mutta amerikkalaisten ennusteessa otettiin huomioon kielteiset vaikutukset, joita lyhytnäköisellä voitonmaksimoinnilla toisinaan voi olla. Johtopäätökseksi jäi, että osakeyhtiölainsäädännön lähtökohtana tulee olla osakkeenomistajien varallisuuden kasvattaminen pitkällä aikavälillä.[99]

Samaan aikaan historian loppu -teesin kanssa julkaistiin toinen laajasti siteerattu kirjoitus, jossa pohdittiin ikuisuuskysymyksiä osakeyhtiön tarkoituksesta

---

[94] *Blair – Stout* 1999 s. 247–328 lienee yksi tunnetuimmista esimerkeistä. Ks. *Lee* 2006a, joka asemoi *Blairin* ja *Stoutin* mallin suhteessa osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun. *Rojas* 2014 s. 98–101 toteaa, että Blairin ja Stoutin team production -mallin perusta on stakeholder-teorioissa ja shareholder primacy -mallin tavoin taloudellisessa tehokkuudessa.

[95] *Lee* 2006a s. 536.

[96] *Stattin* 2009 s. 54.

[97] *Blair – Stout* 1999 s. 247–328.

[98] Esim. *Meese* 2002 s. 1629–1702.

[99] *Hansmann – Kraakman* 2001 s. 439: ”– – corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value.”

sekä osakkeenomistajien ja yhtiön muiden sidosryhmien välisistä suhteista. *Michael Jensen* esitteli ajatuksen nimeltä ”enlightened value maximization” (valistunut arvonmaksimointi), jolla hän viittasi siihen, että yhtiön tulee pyrkiä maksimoimaan sen kaikkien arvopaperien haltijoiden eikä ainoastaan osakkeenomistajien varallisuuden arvo.[100]

Osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi pitkällä aikavälillä ja valistunut arvonmaksimointi ovat saaneet erilaisia sisältöjä tarkastelijasta riippuen. Kun nämä käsitteet on siirretty yhtiön etua ja tarkoitusta koskevaan keskusteluun, ne ovat tarjonneet ensi näkemältä loogisen tavan ratkaista osakkeenomistajakeskeisen ajattelun ja sidosryhmäajattelun väliset jännitteet. Usein korostetaan sitä, että osakkeenomistajien varallisuuden kasvattaminen edellyttää tosiasiassa muiden sidosryhmien eduista huolehtimista tai sitä, että muiden sidosryhmien intressi toteutuu, kun osakkeenomistajien intressi toteutuu. Vaikka yhtiöiden tapa tuottaa voittoa olisi muuttunut sidosryhmäystävällisemmäksi kuin ennen, viime kädessä kyse olisi kuitenkin voiton tuottamisesta osakkeenomistajille. Jos yhtiö menettelee yleisesti hyväksyttyjen tapojen vastaisesti, tällä voi olla kielteinen vaikutus yhtiön osakekurssiin ja kykyyn tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen. Toisaalta eri sidosryhmien suojaksi annetulla lainsäädännöllä varmistetaan, että yhtiö ottaa riittävissä määrin huomioon muutkin sidosryhmänsä kuin osakkeenomistajat.[101]

Valistuneen arvonmaksimoinnin keskiössä on oletus siitä, että julkinen valta, yleinen mielipide ja markkinat varmistavat, että yhtiö ei maksimoi osakkeenomistajien varallisuutta ympäröivästä yhteiskunnasta välittämättä. Julkisen vallan asettamien lakien rikkominen voi aiheuttaa yhtiölle vahingonkorvausvastuun ja muita seuraamusmaksuja, jotka vähentävät osakkeenomistajille jaettavissa olevaa voittoa.[102] Myös lain kirjaimen mukainen, mutta eettisesti kyseenalainen menettely voi vaikuttaa negatiivisesti yhtiön voitontuottamiskykyyn esimerkiksi niin, että asiakkaat, työntekijät ja muut sopimuskumppanit kieltäytyvät tekemästä yhteistyötä yhtiön kanssa.[103] Keskustelijoiden välillä ei useinkaan ole erimielisyyttä sen suhteen, pitäisikö voitonmaksimointia ylipäätään rajoittaa jollain tavalla. Jonkinasteinen yksimielisyys vallitsee siitä, että pitäisi. Erimielisyydet liittyvät enemmän siihen, millä keinoin tämä pitäisi tehdä. Joidenkin mukaan yhtiön ulkopuoliset mekanismit kuten lainsäädäntö ja markkinat ovat riittäviä, kun taas toisten mukaan tarvitaan myös osakeyhtiölainsäädäntöön perustuvia yhtiön sisäisiä mekanismeja.[104]

---

[100] *Jensen* 2001 s. 305–360.
[101] Ks. tässä esitetyistä argumenteista esim. *Vahtera* 2011a s. 148–153.
[102] Viimeisenä mainitusta näkökohdasta *Mähönen – Villa* 2015 s. 333–334.
[103] *Lee* 2005a s. 60.
[104] *Lee* 2005a s. 44.

Valistuneessa arvonmaksimoinnissa tai osakkeenomistajien pitkän aikavälin etuja korostavassa ajatustavassa jäädään helposti kiinni ilmeisimpään vastaukseen eli siihen, että muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen edistäminen on *yleensä* tai *joskus* viime kädessä paras toimintatapa myös osakkeenomistajien kannalta, jolloin intressiristiriitaa ei pääse syntymään. Yhteiskunnallisesti hyväksytyt menettelytavat eivät kuitenkaan tosiasiassa ole aina paras ratkaisu, jos yhtiö haluaa maksimoida voittonsa. Ruotsalainen ekonomi ja filosofi *Joakim Sandberg* on selvittänyt yhteiskuntavastuukysymyksiä eläkevakuutusyhtiöiden fidusiaarisia velvollisuuksia koskevissa tutkimuksissaan. Ongelmana on hänen mielestään se, että kausaalinen linkki yhteiskuntavastuun toteuttamisen ja parhaan mahdollisen taloudellisen tuloksen välillä otetaan annettuna. Empiiriset tutkimukset ovat kuitenkin osoittaneet, että selkeää kausaalista yhteyttä ei ole olemassa. Yhtiön sosiaalinen suorituskyky (*corporate social performance*) ei väistämättä paranna sen taloudellista suorituskykyä (*corporate financial performance*). Sandbergin mukaan monien tutkijoiden käsitys perustuu siihen, että he *haluaisivat* kausaalisen linkin olevan selvä, vaikka näin ei välttämättä ole.[105] Muissa tutkimuksissa on puolestaan varoitettu tulkitsemasta liian suoraviivaisesti, että markkinat todella yhdenmukaistavat osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien intressit.[106]

Valistunut arvonmaksimointi on muodostunut retoriseksi väistöliikkeeksi, jolla kierretään yhtiöoikeudellisesti hankalimmat kysymykset, eli saako yhtiö joissain olosuhteissa tehdä moraalisesti oikeaksi koetun päätöksen, vaikka se olisi epäoptimaalinen voitonmaksimoinnin näkökulmasta, tai saako yhtiö ylipäätään edistää toiminnassaan muitakin tavoitteita kuin voitonmaksimointia.[107] Valtionyhtiöt tarjoavat hyvän esimerkin yhtiöoikeudellisesti hankalimmista päätöksentekotilanteista. Valtio-osakkeenomistajan preferoimat tavoitteet työllisyyden edistämisestä sekä tiettyjen tuotteiden tai palvelujen tarjoamisesta kansalaisille voivat hyvin olla ristiriidassa muiden osakkeenomistajien preferoiman voiton maksimoinnin tavoitteen kanssa.[108] Pisimmilleen vietynä valistuneen arvonmaksimoinnin retoriikalla hämärretään kokonaan voitontuottamistarkoituksen ja muiden tavoitteiden välille mahdollisesti syntyvä ristiriita.

Kun *Easterbrook* ja *Fischel* huomauttivat klassikkokirjassaan, että voitonmaksimoinnin ja muiden tavoitteiden yhteensopivuus menee säännöllisesti kes-

---

[105] *Sandberg* 2013a s. 440.
[106] *Lee* 2005a s. 45–46.
[107] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 710. Ks. myös *Sjåfjell – Anker-Sørensen* 2013 s. 159, joiden mukaan yhteiskuntavastuun yhtiöoikeudellinen arviointi on hankalinta niissä tapauksissa, joissa yhteiskuntavastuun toteuttaminen vähentää yhtiön voittoa tai ainakaan ei voida osoittaa selvää yhteyttä yhteiskuntavastuun toteuttamisen ja voitontuottamiskyvyn paranemisen välillä.
[108] *Licht* 2012 s. 601 alav. 65 ja häneen viitaten *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1082. Ks. myös *Kahan – Rock* 2011 s. 1317–1319. Valtionyhtiöiden yhteiskunnallisista tavoitteista *Kaisanlahti* 2001 s. 17–18.

kustelijoilta ohi[109], nykyisin yhteensopivuutta korostetaan toisinaan niin, että vältytään ottamasta kantaa siihen, kannustaako voitonmaksimointi liian herkästi esimerkiksi ympäristölainsäädännön rikkomiseen tai työhyvinvoinnin laiminlyömiseen. Vaikka yhtiön sidosryhmien edut ovat usein samansuuntaiset, yhtiön johto joutuu toisinaan ratkaisemaan ristiriitoja, jotka ovat sidosryhmien näkökulmasta enemmän tai vähemmän nollasummapeliä.[110]

Suomessa valistunut arvonmaksimointi on ymmärretty niin, että muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen huomioon ottaminen on sallittu ainoastaan, jos toiminnalla pyritään samalla yhtiön voitontuottamiskyvyn parantamiseen.[111] Tästä reunaehdosta seuraa, että velvollisuus edistää osakkeenomistajien pitkän aikavälin taloudellista etua ei tosiasiassa eroa klassisesta shareholder value -ajattelusta, eikä sitä ole tarpeen kohdella vallankumouksellisena intressimatriisina, joka on ratkaissut loogisesti osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien väliset ikuiset intressiristiriidat.[112] Jotta voitaisiin puhua osakkeenomistajien varallisuuden vastuullisesta tai valistuneesta maksimoinnista, uuden paradigman tulisi erota jossain suhteessa sen aikaisemmasta versiosta. Osakkeenomistajien varallisuuden valistunut tai vastuullinen maksimointi ainoastaan sallii, mutta ei vaadi pitkän aikavälin arvonmaksimointia. Ilman täydentäviä kriteerejä ratkaisevaa on edelleen se, miten osakkeenomistajat voittavat taloudellisesti eniten.[113] Valistuneen arvonmaksimoinnin reunaehdoista seuraa loogisesti, että yhtiön johto on *velvollinen* edistämään lyhyen tähtäimen voiton maksimointia muista näkökohdista riippumatta, jos näin toimimalla osakkeenomistajat voittavat eniten. Toisin sanoen jos sektorikohtainen lainsäädäntö ja markkinat eivät rankaise yhtiötä, mitkään pidäkkeet eivät rajoita voiton tavoittelussa käytettäviä keinoja, vaan laki päinvastoin velvoittaa käyttämään kaikkia kuviteltavissa olevia keinoja.

Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun arvopohjasta on sanottu, että on eettisesti korruptoitunutta menetellä ”oikein” vain silloin, kun laki niin käskee tai se on taloudellisesti kannattavaa. Muun muassa tästä syystä on ajateltu, että voiton maksimoinnille tarvitaan ainakin joitain yhtiön sisäisiä rajoitteita, jotka eivät syrjäytä ulkoisia rajoitteita, vaan *täydentävät* niitä.[114] Vaikka laki ei nimenomai-

---

[109] *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 153. Samoin *Fischel* 1982 s. 1269.

[110] ” – – which constituency’s interests will prevail when the ultimate decision-maker is presented with a zero sum game?” Ks. *Bainbridge* 2004 s. 85.

[111] *Pönkä* 2013 s. 28. Tällaisessa hahmotuksessa yritysvastuun toteuttaminen on toisin sanoen instrumentaalista. Ks. tästä näkökohdasta esim. *Aguilera ym.* 2006 s. 147–158. Yleisesti yritysvastuusta myös *Devinney ym.* 2013 s. 413–419.

[112] *Mähönen* 2009a s. 146–157 on todennut, että osakkeenomistajakeskeinen ajattelu ei muuksi muutu, vaikka sitä pehmennettäisiin valistuneella arvonmaksimoinnilla. Ks. myös *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 708–711. Yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa kirjoitettiin jo 1980-alussa voitonmaksimoinnista ”pitkällä aikavälillä”. Ks. *Pritchett* 1983 s. 1011.

[113] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 708–711.

[114] *Lee* 2005a s. 44.

sesti kieltäisi jotain tekoa tai markkinat eivät rankaisisi siitä, teko voi silti olla epäoikeudenmukainen tai moraaliton[115] sekä joidenkin *osakkeenomistajien* eettisten preferenssien vastainen. Tästä muodostuu valistuneen arvonmaksimoinnin sokea piste ja kansallisten osakeyhtiölakien varsinainen koetinkivi. Valistuneessa arvonmaksimoinnissa uskotaan muualla kirjallisuudessa käytettyä ilmaisua lainaten ”täydelliseen normatiiviseen toimintaympäristöön”[116], jossa yhtiöoikeuden ulkopuolinen lainsäädäntö, yleinen mielipide ja markkinat ratkaisevat kaikki moraaliin ja kielteisiin ulkoisvaikutuksiin liittyvät ongelmat.[117]

3.3 ALUSTAVA KATSAUS FIDUSIAARISIIN VELVOLLISUUKSIIN

Päämies-agenttiteoriassa osakkeenomistajia kohdellaan johtajien päämiehinä ja johtajia osakkeenomistajien agentteina. Kun päämies-agenttikonstruktio on siirretty oikeudelliseen diskurssiin, johdon fidusiaariset velvollisuudet määritellään johdon velvollisuudeksi edistää osakkeenomistajien etuja. *Fidusiaarilla* tarkoitetaan henkilöä, jolla on erityiseen asemaan perustuvasta luottamussuhteesta seuraava velvollisuus hoitaa toisen henkilön eli *fidusiantin* asioita. Tällainen luottamussuhde voi syntyä niin sopimuksen kuin lain nojalla.[118] Fidusiaarin toimeksianto voi sisältää toisen henkilön omaisuuden, mutta myös muiden asioiden tai intressien hoitamista. Fidusiaariset velvollisuudet ymmärretään yleensä fidusiaarin velvollisuudeksi edistää lojaalisti fidusiantin parasta sekä velvollisuudeksi toimia järkevästi ja huolellisesti.[119] Näin ollen fidusiaarisilla velvollisuuksilla viitataan tyypillisesti sekä velvollisuuteen toimia lojaalisti että velvollisuuteen toimia huolellisesti. Toisinaan on tulkittu, että huolellisuusvelvollisuus ei ole fidusiaarinen velvollisuus, koska huolellisuusvelvollisuus on voimassa sellaisissakin henkilörelaatioissa, joihin ei liity fidusiaarin ja fidusiantin välistä erityissuhdetta. Tällaista argumenttia on toisaalta myös arvosteltu ja puollettu huolellisuusvelvollisuuden lukemista fidusiaariseksi velvollisuudeksi.[120] Yhtiöoikeudessa fidusiaarisilla velvollisuuksilla tarkoitetaan joka tapauksessa tyypillisesti sekä huolellisuus- että lojaliteettivelvollisuutta. Molemmilla velvollisuuksilla pyritään siihen, että agentti toimisi päämiehen edun mukaisesti.[121]

---

[115] *Lee* 2006a s. 575.
[116] *Robé* 2012 s. 19.
[117] Osakeyhtiölain esitöiden on toisinaan sanottu kuvastavan tällaista ajattelua. Sitä on kirjallisuudessa luonnehdittu ”etiikan ulkoistukseksi”. Ks. *Aitta* 2015 s. 434–436 ja siinä mainitut lähteet.
[118] *Mähönen – Villa* 2015 s. 368–371.
[119] *Richardson* 2011 s. 5.
[120] Keskustelusta laajasti *Velasco* 2015 s. 676–679 ja siinä mainitut lähteet.
[121] *Velasco* 2015 s. 679.

Käsitettä fidusiaariset velvollisuudet käytetään erityisesti common law -oikeuskulttuureissa, mutta niiden ulkopuolisissa oikeusjärjestyksissä on usein oikeusnormeja, joiden vaikutus on sama kuin fidusiaarisilla velvollisuuksilla.[122] Esimerkiksi Suomessa hallituksen jäsenten fidusiaarisia velvollisuuksia vastaavat velvoitteet ilmenevät OYL 1:8:stä, jonka mukaan johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Kirjallisuudessa on tulkittu, että osakeyhtiössä fidusiantteina ovat osakkeenomistajat ja fidusiaareina yhtiön johtajat, joskin samalla on nostettu esiin kysymys fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavasta funktiosta eräissä olosuhteissa.[123] Termi fidusiaariset velvollisuudet on vakiintunut meillä vasta vuoden 2006 osakeyhtiölain voimaantulon jälkeen, mutta epäselvyyttä ei ole siitä, että johdon lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuudet olivat osa voimassa olevaa oikeutta jo vuosien 1895 ja 1978 osakeyhtiölakien aikoina.[124]

Osakeyhtiön tarkoitus ja hallituksen fidusiaariset velvollisuudet ovat erottamattomassa yhteydessä toisiinsa. Hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet ovat ne mekanismit, joiden avulla yhtiön tarkoitus voidaan käytännössä panna täytäntöön.[125] Asia voidaan ilmaista myös niin, että kokonaan täytäntöönpanokelvottomat fidusiaariset velvollisuudet antaisivat johdolle rajoituksettoman oikeuden määritellä yhtiön tarkoituksen haluamallaan tavalla.

Johdon fidusiaaristen velvollisuuksien sisältö on osakeyhtiöoikeuden vaikeimpia ja vanhimpia ongelmia. Kyse on yhtä lailla vahingonkorvausoikeudellisesta ongelmasta. Epäselvyyttä ei liene siitä, että yhtiön johtajat ovat fidusiaareja. Vaikeampi kysymys kuuluu, *kenen* fidusiaareina johtajat toimivat? Osakkeenomistajien ja johtajien välistä relaatiota käsitellään oikeustaloustieteessä päämies-agenttisuhteena, mutta kirjallisuudessa on usein huomautettu, ettei oikeudellinen todellisuus ole yhtä selvä. Oikeuskirjallisuudessa näkemystä, jonka mukaan johdon velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön entiteettinä, pidetään traditionaalisena tarkastelutapana. Sen sijaan yhtiön ja osakkeenomistajien identifikaatiota, joka on viimeisten vuosikymmenten aikana inspiroinut erityisesti oikeustaloustieteilijöitä, pidetään tavanomaisena, joskin melko nuorena ilmiönä.[126] Vaikka yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastamista on toisinaan pidetty perinteisenä tulkintana[127], se edustaa oikeustieteessä uudenlaista oikeustaloustieteellistä tulkintaa, joka yleistyi vasta corporate governance -vallankumouksen jälkeen.

Oikeudellinen epäselvyys johtuu siitä, että tuomioistuimet eivät yleensä

---

[122] Ks. *Sandberg* 2013a s. 437, joka tarkastelee eläkerahastojen fidusiaarisia velvollisuuksia.
[123] *Mähönen – Villa* 2006 s. 109, 115, 124–125.
[124] Ks. pääluku 6.
[125] *Sharfman* 2014 s. 102.
[126] *Rock* 2013 s. 1959.
[127] *Savela* 1999 s. 198.

määrittele yksiselitteisesti, miten johdon velvollisuuksia tulisi tulkita. Maailman tunnetuin yhtiöoikeusasioita ratkova tuomioistuin eli Delaware Supreme Court totesi klassikkoratkaisussaan *Guth v. Loft*, että hallituksen jäsenet ovat fidusiaarisuhteessa yhtiöön *ja* osakkeenomistajiin nähden (”directors stand in a fiduciary relationship to the corporation and its shareholders”).[128] Se toisti saman arvoituksellisen ilmaisun vielä 68 vuotta myöhemmin modernissa merkkipaaluratkaisussa *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*.[129] Ilmaisun ”yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu” sisältöä ei ole koskaan avattu yksiselitteisesti.[130] Monesti on jo normaalien lain-tulkintasääntöjen nojalla päätelty, että normilauseessa ei mainita erikseen useita oikeussubjekteja, jos niillä tarkoitetaan tosiasiassa vain yhtä tahoa eli tässä tapauksessa eräänlaista ”osakkeenomistajakollektiivia”. Näin ollen yhtiön ja osakkeenomistajien mainitseminen erillään toisistaan voi oikeuttaa tulkinnan, jonka mukaan kyse on erillisistä intressitahoista.[131] Toisaalta se, että ainoastaan osakkeenomistajat on mainittu erikseen yhtiön jälkeen, voi olla indisio juuri osakkeenomistajien erityisasemasta.[132] Jo alustavan katsauksen pohjalta voidaan sanoa, että Suomessa yleistynyt tapa tehdä automaattinen identifikaatio yhtiön ja osakkeenomistajien välillä osakeyhtiölainsäädännön suojaamista intresseistä keskusteltaessa ei ole aina perustunut analyyttiseen päättelyyn. Yhtiön edun merkityssisältö ja lojaliteettivelvollisuuden suojaama henkilöpiiri ovat oikeudellisesti avoimia ongelmia.

Tutkimuksen jälkimmäisissä pääluvuissa tarkastellaan erikseen fidusiaaristen velvollisuuksien kohdentumista eri oikeusjärjestyksissä. Seuraavissa alaluvuissa arvioidaan sen sijaan yleisemmän tason ongelmia, jotka nousevat esiin riippumatta siitä, pidetäänkö johdon fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteena yhtiötä, yhtiötä ja osakkeenomistajia vai ainoastaan osakkeenomistajia. Fidusiaaristen velvollisuuksien suojaama *henkilöpiiri* ei nimittäin ole ainoa avoin ongelma. Yhtä tärkeää on arvioida, mitä velvollisuus edistää päämiehen ”parasta”, ”etua” tai ”intressiä” tarkoittaa, kohdistettiinpa fidusiaariset velvollisuudet kehen henkilötahoon tahansa. Vaikka fidusiaariset velvollisuudet tulkittaisiin radikaaleimman vaihtoehdon mukaan niin, että ne suojaavat ainoastaan osakkeenomistajia, tästä on vaikea päätellä, mitä osakkeenomistajat pitävät omana parhaanaan ja mitkä intressit nauttivat oikeusjärjestyksen antamaa suo-

---

[128] *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).
[129] *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 99 (Del. 2007).
[130] Esim. *Millon* 1990 s. 255. Ks. myös *Murray* 2011 s. 577–623; *Bruner* 2010 s. 599; *Rock* 2013 s. 1907–1988; *Miller – Gold* 2015 s. 536–539.
[131] Pohjoismaiden kirjallisuudesta erityisesti *Stattin* 2009 s. 70. Ks. myös *Sjåfjell* 2009 s. 349. Muusta kansainvälisestä kirjallisuudesta *Blair – Stout* 1999 s. 293–294; *Bruner* 2010 s. 599; *Gold* 2012 s. 1097; *Miller – Gold* 2015 s. 538; *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1072.
[132] *Bruner* 2010 s. 600.

jaa. Vielä on huomioitava sellainen mahdollisuus, että fidusiaarisia velvollisuuksia ei tule ylipäätään määritellä viittauksin tiettyjen henkilötahojen intresseihin, vaan määrittely on tehtävä jotenkin muuten.[133]

Olisi epätäsmällistä sanoa, että johdon fidusiaariset velvollisuudet liittyvät läheisesti kysymykseen osakeyhtiön yhteiskuntavastuusta, koska kyse on paremminkin lähes identtisistä näkökulmista. Fidusiaaristen velvollisuuksien merkityssisältö määrää, millaista yhteiskuntavastuuta yhtiö voi ylipäätään toteuttaa ilman, että sen johtajat joutuvat henkilökohtaiseen vahingonkorvausvastuuseen. Samalla on huomautettava, että ”osakeyhtiön yhteiskuntavastuu” on käsitteenä monesti tarpeettoman monimerkityksellinen ja provokatiivinen. Osakeyhtiön yhteiskuntavastuun sijaan voitaisiin yhtä hyvin puhua esimerkiksi johdon oikeudesta tai joissain tapauksissa velvollisuudesta ottaa huomioon muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien intressit. Tällainen kielenkäyttö on yhtiöoikeuden tutkijoille tuttua vuosikymmenten ajalta.

Hallituksen fidusiaarisia velvollisuuksia ja yhtiön yhteiskuntavastuuta koskeva keskustelu jää helposti epäanalyyttiseksi, jos ei erotella toisistaan tasoja, joilla asiasta voidaan puhua. Keskustelussa voidaan hahmottaa ainakin kolme tasoa:

1. Deskriptiivinen taso. Toteuttavatko yritykset tosiasiassa jonkinlaista yhteiskuntavastuuta ja jos toteuttavat, mitkä ovat niiden motiivit?
2. Normatiivinen taso. Tulisiko fidusiaaristen velvollisuuksien ylipäätään sallia yhteiskuntavastuun toteuttaminen?
3. Voimassa olevan oikeuden taso. Sallivatko fidusiaariset velvollisuudet yhteiskuntavastuun toteuttamisen ja jos sallivat, millaisin reunaehdoin?

Donaldson on arvostellut tuotannossaan liike-elämän etiikan tutkijoita siitä, että he painottavat liiaksi normatiivista näkökulmaa *reaalielämän* eli deskriptiivisen tason näkökulman kustannuksella. Toisaalta hän arvostelee useita tutkijoita siitä, että nämä tekevät laajamittaisia selvityksiä siitä, miten yritykset tosiasiassa toimivat, mutta eivät ota kantaa löydöksiinsä normatiiviselta kannalta.[134] Yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa ongelmana on puolestaan usein se, että keskustelijat olettavat argumentoivansa voimassa olevan oikeuden tasolla, vaikka argumentit ovat tosiasiassa normatiivisia tai deskriptiivisiä. Tällainen argumentaatio hämärtää helposti voimassa olevan oikeuden, politiikan, kulttuurin ja teorian väliset erot.[135] Esimerkiksi standardiargumentti, jonka mukaan usean päämiehen palveleminen johtaa taloudelliseen tehottomuuteen, on lähtö-

---

[133] Tuoreimmasta yhdysvaltalaisesta keskustelusta *Miller – Gold* 2015 s. 513–586.

[134] Esim. *Donaldson* 2012 sekä viittauksin Donaldsonin tuotantoon *Jones – Felps* 2013 s. 212.

[135] Kuten *Sjåfjell ym.* 2015 s. 94 huomauttavat, erilaiset ”vääristymät” vaikuttavat myös osakeyhtiön tarkoitusta koskevaan keskusteluun: ”Political, cultural and theoretical biases will influence our understanding of this concept.”

kohtaisesti normatiivinen ja empiirisesti testattava argumentti. Samoin jos väitetään, että osakeyhtiö toteuttaa ja voi toteuttaa vain yhtä päämäärää kerrallaan, kyse on deskriptiivisestä argumentista, joka voidaan myös yrittää falsifioida empiirisellä näytöllä. Monia normatiivisen tason näkökohtia voidaan toki pitää perinteisen oikeuslähdeopin tyypittelyssä esimerkiksi reaalisina tai moraalisina argumentteina. Tämä on kuitenkin toinen asia kuin se, saavatko normatiiviset argumentit tukea velvoittavista oikeuslähteistä. Esimerkiksi agenttiteoria on normatiivinen teoria, joka antaa suosituksia siitä, miten yhtiöitä *pitäisi* hallinnoida ja säännellä.[136] Ilman voimassa olevan oikeuden nyansoitua analyysia on vaikea sanoa, saako agenttiteoria muodossa tai toisessa institutionaalista tukea oikeuslähteistä.

Timonen on pohtinut toisessa asiayhteydessä lainopillisen ja oikeuspoliittisen tutkimuksen välisen rajan suhteellistumista.[137] Osakeyhtiön sidosryhmäsuhteita koskevassa keskustelussa tapahtuu helposti normatiivisten, deskriptiivisten ja lainopillisten tasojen suhteellistumista. Tietyllä tavalla tässäkin voidaan siis puhua lainopin ja oikeuspolitiikan välisen rajan suhteellistumisesta, jos voimassa olevaa oikeutta tulkitaan ennalta määrätyt teoriat edellä.

3.4 USEAN ISÄNNÄN ONGELMA

Jensen totesi paljon siteeratussa puheenvuorossaan seuraavasti: ”– – multiple objective is no objective. It is logically impossible to maximize in more than one dimension at the same time – –”.[138] Kotimaisessa kirjallisuudessa näkemystä on pidetty osuvana ja sen on todettu osoittavan, että useiden päämiesten etujen ajaminen johtaa tehottomuuteen.[139] Samalla kun korostetaan usean isännän ongelmaa, on tapana pohtia, miksi yhtiön etu ei voi tarkoittaa jonkin muun sidosryhmän kuin osakkeenomistajien etuja. Jos yhtiön etu tarkoittaisi esimerkiksi työntekijöiden etua, kannustin tehdä oman pääoman ehtoisia sijoituksia romahtaisi[140] ja irtisanomisia ei tehtäisi, koska johtajat keskittyisivät rakentamaan vanhojen aikojen tapaan yrityspyramideja[141]. Jos yhtiön etu rinnastuisi johdon etuun, johtajat maksimoisivat oman etunsa ja voisivat syyllistyä helposti suoranaisiin varkauksiin.[142]

Yhtiön tarkoitusta ja etua lähestytään monesti niin, että ne on ymmärrettävä maksimointisäännöiksi. Harvoissa teorioissa kuitenkaan väitetään, että yhtiön

---

136 *Donaldson* 2012 s. 258.
137 *Timonen* 1997 s. 103–130, erityisesti s. 113–114.
138 *Jensen* 2001 s. 10–11.
139 *Pönkä* 2013 s. 27.
140 *Pönkä* 2013 s. 25–26.
141 *Airaksinen* 2013b.
142 Ibid.

etu pitäisi määritellä velvollisuudeksi maksimoida yksinomaan tietyn sidosryhmän edustajien edut. Edes normatiivinen sidosryhmälähtöinen ajattelu ei edellytä markkinatalouden, osakeyhtiön kapitalistisen luonteen tai massairtisanomisten kieltämistä. Sen keskiössä on ainoastaan käsitys, jonka mukaan johdon fidusiaariset velvollisuudet eivät redusoidu pelkästään velvollisuudeksi maksimoida osakkeenomistajien varallisuuden arvo. Usean isännän argumentti jää tästä syystä usein olkinukkeargumentiksi.

Corporate governance -järjestelmissä saatetaan suhtautua hyvin erilaisin tavoin yhtiön etuun. Keskustelu järjestelmien yhdenmukaistumisesta ei liity vain corporate governance -järjestelmiin kokonaisuudessaan, vaan myös erilaisiin käsityksiin yhtiön edusta ja tarkoituksesta.[143]

Usean isännän ongelma on standardiargumentti, johon viitataan kritiikittömästi siihen nähden, miten paljon se yksinkertaistaa todellisuutta. *Lynn Stout* on todennut argumentista seuraavasti: ”Ihmisillä on koko ajan useita päämääriä. Kun menet lounaalle, sinulla ei ole vain yhtä päämäärää. Jos haluaisit maksimoida maun, söisit vain jälkiruokaa. Jos ravintoarvot, söisit vain salaatteja. Jos haluaisit mahdollisimman vähän kaloreita, et söisi ollenkaan. – – Kukaan, paitsi ehkä sijoitusrobotti, ei ole vain sijoittaja. Ihmiset ovat aina myös yhteiskunnan jäseniä.”[144] Niin ihminen kuin yritys voi tavoitella samaan aikaan useita päämääriä, eikä siitä seuraa, ettei ole tavoitetta ollenkaan. Taloudellinen kannattavuus ei ole sama asia kuin voiton maksimointi.[145] Taloudellisen kannattavuuden rinnalla on mahdollista edistää muita tavoitteita, voiton maksimointi ei välttämättä mahdollista sitä. Väite, jonka mukaan useaan suuntaan ei voi maksimoitua samaan aikaan, pitää sinänsä paikkansa. Eri asia on kuitenkin se, pyrkivätkö kaikki reaalimaailman yhtiöt maksimoimaan vain yhden tavoitteen toteutumisen ja onko velvollisuus edistää yhtiön etua maksimointisääntö.

Jotta lainopillinen tai normatiivinen keskustelu olisi mielekästä, ensin on syytä tarkastella sitä, toimiiko reaalimaailmassa ylipäätään sidosryhmälähtöisiä yrityksiä, joiden osalta lainopillinen ongelma voi konkretisoitua. *Knuutinen* on tarkastellut yrityshistoriikkien avulla suomalaisten yhtiöiden suhtautumista yhteiskuntavastuuseen. Hänen johtopäätöksensä on, että ”patriarkalismin” kaudella yhtiöt suorittivat paljon sellaisia sosiaalisia tehtäviä, jotka myöhemmin tulivat valtion ja kuntien hoidettaviksi. Yhteiskuntavastuun toteuttamisen motiiveina olivat kuitenkin pitkälti yhtiön omat tarpeet, joskin aikakaudella vallitsi myös sellaisia käsityksiä, joiden mukaan yritys oli ”vastuussa työntekijöiden-

---

143 Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 305–318, jossa todetaan, että nimenomaan suhtautuminen yhtiön etuun ja tarkoitukseen on ollut keskeinen corporate governance -järjestelmiä erottava tekijä. Samoin *Vahtera* 2011a s. 116.

144 *Stout* 2013.

145 *Halme* 2013.

sä hyvinvoinnista ja menestyksestä".[146] Yhtiöiden yhteiskuntavastuun toteuttamisessa tapahtui selvä käänne 1900-luvun jälkimmäisellä puoliskolla. Patriarkalismista siirryttiin aikakauteen, jolla yksityisen ja julkisen välinen rajanveto tuli selväpiirteisemmäksi ja sosiaaliset tehtävät käsitettiin enenevissä määrin julkisen vallan eikä yritysten tehtäväkenttään kuuluviksi. *Knuutinen* mainitsee kotimaisiin lähteisiin viitaten useita tekijöitä, jotka vaikuttivat kehityskulkuun. Tällaisina voidaan pitää sosiaalilainsäädännön kehitystä, osakeyhtiöiden omistusrakenteiden hajautumista ja sijoittajien kasvavia tuottovaatimuksia. Yrityksen ja yhteiskunnan välinen suhde muuttui.[147]

Yrityksen ja yhteiskunnan tai yksityisen ja julkisen välinen suhde on jälleen muutostilassa, mutta eri tavalla kuin ennen. Julkinen valta hoitaa edelleen suuren osa niistä sosiaalisista tehtävistä, jotka kuuluivat aikaisemmin myös yrityksille. Julkinen valta kuitenkin toteuttaa näitä tehtäviä perustamalla yrityksiä ja usein nimenomaan osakeyhtiöitä. Tällainen yksityisen ja julkisen sekoittuminen johtaa ongelmiin, jotka vaativat kotimaisen yhtiöoikeuden teoriaperustan kriittistä arviointia.

Valistuneen arvonmaksimoinnin logiikka lienee yleinen syy siihen, että yritykset ottavat päätöksenteossaan huomioon muitakin seikkoja kuin osakkeenomistajien välittömät tuotto-odotukset. Ongelmana on se, että yritysten motiivit oletettavasti vaihtelevat, eikä ulkopuolinen voi tietää varmuudella, missä määrin yritys antaa esimerkiksi työntekijöiden reilulle kohtelulle myös itseisarvoa. Osakkeenomistajatkaan eivät välttämättä ole perillä siitä, millaista toiminnan tarkoitusta johtajat tosiasiassa edistävät. Osakeyhtiöllä voi olla "salainen toiminnan tarkoitus".[148] Salainen toiminnan tarkoitus voidaan yrittää legitimoida selittämällä, että kyse on vain "osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnista pitkällä aikavälillä".

Adams, *Licht* ja *Sagiv* ovat melko tuoreessa empiirisessä tutkimuksessaan selvittäneet ruotsalaisten noteerattujen yhtiöiden hallitusten jäsenten, toimitusjohtajien ja varatoimitusjohtajien suhtautumista erilaisiin päätöksentekotilanteisiin, joissa osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien edut voivat olla keskenään ristiriidassa. Maailmalla ei ole saatavilla paljoakaan tutkimuksia, joissa olisi selvitetty vastaavalla tavalla johtajien henkilökohtaisten vaikuttimien merkitystä päätöksenteossa. Tutkimuksella selvitettiin esimerkiksi sitä, miten hallitusten jäsenten arvot ohjaavat heidän suhtautumistaan yhtiön osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien etujen edistämiseen. Tutkimus osoitti, että erilaiset arvot vaikuttavat siihen, miten johtajat suhtautuvat osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välisten intressiristiriitojen ratkaisemiseen. Merkitystä oli myös sillä, kuka hallituksen jäsenen oli nimittänyt. Johtajille esitetyt pää-

---

146 *Knuutinen* 2014 s. 50.
147 *Knuutinen* 2014 s. 51–58.
148 Termiä käyttävät *Mähönen – Villa* 2015 s. 336.

töksentekotilanteet rakennettiin käyttäen hyväksi todellisia tapahtumakulkuja, joiden pohjalta johtajia on haastettu oikeuteen Yhdysvalloissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Tutkimuksessa hyödynnettiin esimerkiksi klassisten yhdysvaltalaistapausten *Shlensky v. Wrigley*[149] ja *Dodge v. Ford*[150] oikeustosiseikastoja. Tutkimuksen laajan otannan vuoksi sitä voitaneen pitää varsin hyvin yleistettävänä.[151]

Tutkimuksen perusteella voidaan sanoa, että määriteltiinpä hallituksen fidusiaariset velvollisuudet miten tahansa, ne eivät estä henkilökohtaisten vaikuttimien vaikutusta päätöksentekoon. Sitä ne eivät myöskään tehneet tosielämän tapauksissa, joiden pohjalta tutkimuksen vastaajille esitettiin erilaisia päätöksentekoskenaarioita.[152] Tutkimus on tältä kannalta mielenkiintoinen, koska Ruotsin vuoden 2005 aktiebolagslagenissa säädetään, että yhtiön on erikseen määriteltävä toimintansa tarkoitus yhtiöjärjestyksessä, jos se on jokin muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Ainakin yhden tulkintavaihtoehdon mukaan johdon fidusiaariset velvollisuudet ovat Ruotsissa ”deterministiset” eli ne velvoittavat hallitusta edistämään yksinomaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia. Jos tämä tulkintavaihtoehto hyväksytään, jotkut johtajat rikkovat ilmeisesti lakia, kun he antavat päätöksenteossaan merkitystä myös muille näkökohdille. Toisaalta ei ole selvää, mitä velvollisuus edistää yhtiön etua tarkoittaa Ruotsissa ja miten se suhtautuu yhtiön toiminnan tarkoitukseen.[153]

Adams, *Licht* ja *Sagiv* arvioivat, että johtajilla on erilaiset käsitykset roolistaan ja oikeudellisista velvollisuuksistaan. Käsitykset ”yhtiön edusta” tai ”yhtiön parhaasta” siis vaihtelevat. Tämä varianssi korreloi hallituksen jäsenten erilaisten arvojen kanssa.[154] Tutkimuksen mukaan monet johtajat noudattavat osakkeenomistajakeskeistä ajattelutapaa. Siitä käy kuitenkin myös ilmi, että jotkut johtajat ajattelevat sidosryhmäkeskeisemmin. Tutkijat päättävät artikkelinsa paljonpuhuvaan toteamukseen osakkeenomistajakeskeisen ja sidosryhmäkeskeisen ajattelutavan suhteesta: ”The findings of this study suggest that these controversies may never be resolved, as they are rooted in the most basic beliefs that people hold about their goals in life.”[155] *William T. Allen* on puolestaan todennut, että kertoessaan näkemyksensä osakeyhtiön olemuksesta (ja tarkoituksesta) ihminen kertoo samalla jotain olennaista suhtautumisestaan sosiaalisen elämämme perusteisiin.[156] Lienee realistista olettaa, että johtajien erilaiset arvot ja vaikuttimet suodattuvat monissa yhtiöissä myös käytännön päätöksentekoon.

---

[149] *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776, 780 (11. App. Ct. 1968).
[150] *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).
[151] *Adams – Licht – Sagiv* 2011 s. 1331–1333, 1339–1340.
[152] Ibid. s. 1337.
[153] Ks. voitontuottamistarkoituksen tulkinnasta Ruotsissa esim. *Dotevall* 2015 s.200–202.
[154] *Adams – Licht – Sagiv* 2011 s. 1337.
[155] *Adams – Licht – Sagiv* s. 1350.
[156] *Allen* 1992 s. 281.

Suomessa uutisoitiin vuonna 2014 siitä, että kolmen yksityishenkilön ryhmä hankki perinteisen tekstiilialan yrityksen Finlaysonin osakekannan omistukseensa. Vuoden 2015 huhtikuussa yhtiön toimitusjohtaja kertoi yhtiön lopettaneen yhteistyön erään tavaratalon kanssa, koska yhtiö ei hyväksynyt tavarataloa lähellä olevan julkaisun rasistisia kirjoituksia. Toimitusjohtaja peräänkuulutti samalla suomalaisilta yrityksiltä yleisesti enemmän yhteiskunnallista vastuuta. Hänen mielestään yrityksellä pitää olla moraali. Kiinnostavaa asiassa oli se, että toimitusjohtajan mukaan yhtiö tulee tekemään moraalisen päätöksensä takia 100.000 euron tappion. Toimitusjohtaja kuvaili yhteistyön lopettamista koskevaa päätöstä vaikeaksi. Yhtiöoikeudellisena kysymyksenä päätös oli lopulta vähemmän kiinnostava, koska toimitusjohtaja ja osakkeenomistajat tekivät päätöksen yksimielisesti.[157] Tapaus Finlaysonissakin on olennaista se, että empiirisesti havainnoitavana seikkana yrityksen yhteiskuntavastuun toteuttamista on hankala väistää pelkästään valistuneeseen arvonmaksimointiin viittaamalla. Johdon päätös oli tapauksessa lopulta yhtiöoikeudellisesti ongelmaton, koska suppea omistajapiiri oli hyväksynyt päätöksen yksimielisesti. Monissa tapauksissa osakkeenomistajat eivät kuitenkaan ole yksimielisiä päätöksestä tai heidän preferensseistään ei ole ylipäätään tietoa, jolloin yhtiöoikeudellinen ongelma konkretisoituu aivan eri tavalla kuin tapaus Finlaysonissa.[158]

Sidosryhmälähtöisesti ajattelevat johtajat aiheuttavat osakeyhtiölainsäädännön näkökulmasta saman ongelman kuin erilaiset eettisesti tai sosiaalisesti vastuulliset sijoittajat. Sosiaalisesti vastuullisessa sijoittamisessa (*socially responsible investment,* SRI) on kyse käytännöistä, joissa sosiaaliset, eettiset ja ympäristölliset näkökohdat integroidaan osaksi sijoitusprosessia. Tavanomaisessa sijoitustoiminnassa on kyse ainoastaan riskin ja tuoton kombinaatiosta, kun taas sosiaalisesti vastuullisessa sijoittamisessa *myös* sosiaaliset ja ympäristölliset päämäärät ja pidäkkeet vaikuttavat sijoituspäätöksiin.[159] Eurosifin tutkimusten perusteella markkinoilla liikkuu merkittävät määrät SRI-rahaa.[160] Osakeyhtiöoikeuden tutkimuksessa tuskin voidaan siis sivuuttaa sellaista mahdollisuutta, että jotkut osakkeenomistajat ovat kiinnostuneita muustakin kuin sijoitukselle saatavasta tuotosta, vaikka monille sijoittajille tuotto on ainoa ratkaiseva kriteeri.[161] Toisaalta on toki vaikea sanoa, missä laajuudessa esimerkiksi erilaiset eettisesti valveutuneet osakkeenomistajat tosiasiassa sijoittavat ”omallatunnollaan”.[162]

---

[157] Radio Helsinki 27.4.2015.
[158] Ks. myös *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 714–715 ja siinä arvioitu Arctia Shipping Oy:n tapaus.
[159] *Sandberg* 2013a s. 436.
[160] Ks. Eurosif 2010 ja Eurosif 2014.
[161] Toisin *Nuolimaa* 1998 s. 1065–1078, jonka mukaan sijoittajaa ei kiinnosta mikään muu kuin sijoitukselle saatava tuotto.
[162] *Lee* 2005a s. 53.

Yhtiöoikeuden näkökulmasta on yhdentekevää, pidetäänkö yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamista ensisijaisesti johdon ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen vai osakkeenomistajien keskinäiseen suhteeseen liittyvänä ongelmana. Velkojainsuoja-aspektiakaan ei sovi unohtaa. Velkojan ja osakkeenomistajan välille voi syntyä intressiristiriita, jos velkojan etu edellyttää tiukkaa pitäytymistä voiton maksimoinnin tavoitteessa, mutta sosiaalisesti vastuullinen määräysvaltaosakkeenomistaja vaatii yhtiötä toteuttamaan muitakin päämääriä.[163] Kaikissa näissä perinteisen päämies-agenttiteorian mukaisissa relaatioissa vallitsee opportunismin uhka ja niissä kaikissa tärkein oikeudellinen ratkaisukriteeri on yhtiön etu.

SRI-sijoittajat investoivat myös osakeyhtiölakien alaisuudessa toimiviin voitontuottamisyhtiöihin, mikä herättää kysymyksen, rikkovatko nämä sijoittajat omistajaohjauksessaan systemaattisesti osakeyhtiölainsäädäntöön sisältyvää lupausta tai osakkeenomistajien välistä hypoteettista sopimusehtoa, jonka mukaan yhtiön toiminnassa tavoitellaan ainoastaan maksimaalista voittoa? Problematiikka ilmenee erityisen hyvin valtionyhtiöissä[164] ja kuntayhtiöissä, mutta se voi aktualisoitua myös pelkästään yksityisten sijoittajien varoilla toimivissa yhtiöissä.[165] Empiiriset tutkimukset osoittavat, että todellisuudessa raja voitontuottamisyhtiöiden ja ei-voitontuottamisyhtiöiden välillä ei kaikissa tapauksissa ole niin selkeä kuin monissa puheenvuoroissa annetaan ymmärtää.[166] Valtionyhtiöiden osalta ongelma on johtanut pohdintoihin siitä, tarvitsevatko valtionyhtiöt kokonaan oman lakinsa, koska niiden toimintapolitiikat ja tavoitteenasettelut poikkeavat lähtökohtaisesti yksityisten sijoittajien varoilla toimivien yhtiöiden strategioista.[167] Vastaus kysymykseen riippuu olennaisesti muun ohella siitä, salliiko lakiin kirjattu yhtiön etu valtion tai muun eettisesti valveutuneen sijoittajan edistävän omistajaohjauksessaan muitakin päämääriä kuin voiton tuottamista.[168]

Oikeustaloustieteessä sosiaalisesti vastuullisten sijoittajien aiheuttama ongelma on toisinaan pyritty ratkaisemaan jakamalla sijoittajat ”sosiaalisesti valveutuneisiin sijoittajiin” ja ”oikeisiin sijoittajiin”. Sijoittajan tai osakkeen-

---

[163] Kotimaisessa kirjallisuudessa *Immonen – Villa* 2015 s. 39 korostavat velkojan oikeutta luottaa siihen, että yhtiön liiketoimintaa harjoitetaan toiminnan tarkoituksen mukaisesti.

[164] Ks. valtionyhtiöistä *Kaisanlahti* 2001 s. 17–18 ja *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 695–718. Esimerkiksi Brasiliassa valtio-omistajuudella on pitkät ja vahvat perinteet. Kysymys valtio-osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välisistä intressiristiriidoista on ollut siellä keskeinen ongelma. Brasilian vuoden 1976 osakeyhtiölaissa säädettiin johdon ja määräävän osakkeenomistajan velvollisuuksista, joiden sisällöt sopivat hyvin valtio-osakkeenomistajan tarkoitusperiin. *Pargendler* 2012a s. 510–511; *Pargendler* 2012b s. 2935.

[165] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 710–711 ja siinä mainitut esimerkit.

[166] Ks. esim. *Porterin* ja *Kramerin* havaintoja yhtiöistä, joita on ilmeisesti vaikea sijoittaa yksiselitteisesti kumpaankaan luokkaan. *Porter – Kramer* 2011 s. 67–68.

[167] *Pargendler* 2012b s. 2962–2968.

[168] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.

omistajan käsite sulkisi siten jo sellaisenaan pois sosiaalisesti valveutuneet sijoittajat. Kirjallisuudessa on huomautettu, että tällaiset kategorisoinnit eivät vastaa todellisuutta, koska ”oikea” taloudellista hyötyä tavoitteleva sijoittaja voi olla yhtä lailla eettisesti valveutunut. Näin ollen olisi ennemmin syytä kyseenalaistaa selitysvoimaltaan ongelmallinen teoria kuin reaalielämän osakkeenomistajien odotusten ”oikeellisuus”.[169] *David Wishart* on varoittanut tutkijoita rekonstruoimasta todellisuutta teorian muottiin.[170] Pelkkä väittämä siitä, että sosiaalisilla ja eettisillä näkökohdilla ei ole merkitystä sijoitustoiminnassa, ei todista, miten asia on todellisuudessa.[171]

On esitetty, että osakeyhtiöiden sidosryhmälähtöisemmäksi muuttunut tapa toteuttaa voiton tuottamisen tarkoitusta ei kuitenkaan tosiasiassa ole sidosryhmälähtöistä ajattelua, vaan voiton tuottamista osakkeenomistajille.[172] Asia on ilmaistu myös niin, ettei osakkeenomistajakeskeisestä ajattelusta olla missään määrin luopumassa, vaikka voiton tuottamisen tarkoitus olisikin muuttunut tosiasiallisesti sidosryhmäkeskeisemmäksi.[173] Sidosryhmälähtöisessä ansaintalogiikassa voi kuitenkin olla tosiasiassa kysymys aidosti useiden tavoitteiden edistämisestä eikä vain voiton tuottamisesta osakkeenomistajille. Jos yritys osoittautuu tehokkaaksi ja kannattavaksi, osakkeenomistajien taloudellinen hyötyminen voi olla yksi keskeinen *seuraus*, ei välttämättä yrityksen ainoa itsetarkoituksellinen lähtökohta.[174] Keskeinen haaste on nimenomaan eräiden yritysten moninaisten tavoitteiden identifioiminen ja niiden yhtiöoikeudellisen hyväksyttävyyden arviointi.

On väitetty, että EU:n yhtiöoikeus kehittyy joka suhteessa osakkeenomistajakeskeisempään suuntaan.[175] EU-oikeus näyttää kuitenkin kehittyvän myös niin, että yritykset joutuvat jatkossa raportoimaan nykyistä enemmän ei-taloudellisista seikoista kuten siitä, miten ne toteuttavat yhteiskuntavastuutaan. Erilaisia raportointivelvoitteita ja niiden merkitystä olisi vaikea käsitellä irrallaan yhtiön tarkoituksesta ja edusta. Se, miten yhtiön tarkoitus ja etu ymmärretään kansallisesti, voi periaatteessa aiheuttaa ongelmia pakottavan EU-oikeudellisen raportointisääntelyn kannalta. Laajaa keskustelutarvetta yhtiön tarkoituksesta ja edusta ei voida sivuuttaa vain yhdellä raportointidirektiivillä.[176] Yhteiskuntavastuuraportointiin liittyvien vaatimusten kasvu indikoi useita asioita. Jos yhtiöille asetetaan yhteiskuntavastuun toteuttamiseen liittyviä raportointivelvollisuuksia, tämä kertoo itsessään jotain sekä yhteiskunnan yhtiöihin kohdis-

---

169 *Lee* 2005a s. 55–56 ja siinä arvostellut lähteet.
170 *Wishart* 2003 s. 546.
171 *Lee* 2005a s. 57.
172 *Vahtera* 2011a s. 152.
173 *Pönkä* 2013 s. 28 alav. 30.
174 *Toiviainen* 2002 esittää, että päämäärien ja keinojen suhde näyttäytyy toisinaan juuri näin.
175 *Krüger Andersen – Sørensen* 2013 s. 186.
176 *Mähönen* 2013a, erityisesti s. 578.

tamista odotuksista että yhtiöistä itsestään. Olisi ristiriitaista vaatia yhtiöitä raportoimaan toiminnasta, joka on yksiselitteisesti yhtiön tarkoituksen ja edun vastaista.

Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun deskriptiivinen selitysvoima on vahva. Jos tarkoituksena on muodostaa kokonaisvaltainen teoria siitä, mikä osakeyhtiö on ja mitä osakeyhtiö tekee, osakkeenomistajan varallisuuden maksimointia ja sille rakentuvia selitysmalleja ei voi sivuuttaa. Lainopillisesti suuntautuneessa tutkimuksessa ei kuitenkaan voida tyytyä teorian deskriptiiviseen selitysvoimaan, koska lainopissa joudutaan arvottamaan oikeudellisesti sellaisiakin reaalielämän ilmiöitä, jotka ovat osakkeenomistajakeskeisen ajattelun näkökulmasta selviä anomalioita. Jos tuomioistuimessa riidellään yhtiön yhteiskuntavastuupolitiikan lainmukaisuudesta tai eettisesti valveutuneen osakkeenomistajan preferenssien yhteensopivuudesta voitontuottamisen kanssa, teoria ei auta, oli sen deskriptiivinen yleistettävyys miten hyvä tahansa. Juuri tämä ulottuvuus erottaa lainopillisen näkökulman normatiivisen ja deskriptiivisen tason tarkasteluista.

3.5 OSAKEYHTIÖOIKEUDEN MORAALITEORIA

3.5.1 Utilitarismi

Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun normatiivinen perustelu ei yleensä ole osakkeenomistajien vaurastuttaminen sellaisenaan, vaan yhteiskunnallisen hyvinvoinnin lisääminen.[177] Suuri erimielisyys vallitsee kuitenkin siitä, miten tavoitteeseen päästään parhaiten osakeyhtiölainsäädännön tasolla, eli miten osakeyhtiön *toiminnan* tarkoitus tai yhtiön etu pitäisi määritellä. Sekä sopimusteorian että entiteettiajattelun ja niiden modernien sovellutusten kannattajat perustelevat kantaansa sillä, että malli tuottaa kaikkien kannalta parhaan taloudellisen lopputuloksen.[178] Kumpaakaan kantaa on kuitenkin lähes mahdoton osoittaa aukottomasti todeksi tai epätodeksi ilman luotettavaa empiiristä näyttöä, jos sellaisen esittäminen on ylipäätään mahdollista. Empiiristä näyttöä on myös melko vähän siitä, mikä malli osakeyhtiön tarkoituksesta parantaa eniten yhtiön suorituskykyä.[179]

Osakkeenomistajakeskeinen yhtiöoikeusajattelu ja oletus osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnista parhaana keinona edistää yhteiskunnallista

---

[177] *Jones – Felps* 2013 s. 215. Yleisenä ja hyväksyttävänä voidaan pitää näkemystä, jonka mukaan osakeyhtiön viimekätisenä tarkoituksena on edistää koko yhteiskunnan hyvinvointia. Ks. *Hansmann – Kraakman* 2001 s. 441.

[178] *Allen* 1992 s. 272. Ks. yhtiöoikeuden ja taloudellisen tehokkuuden välisestä suhteesta myös kriittinen teoreettinen puheenvuoro *Ellis – Hayden* 2010 s. 239–265.

[179] *Bezemer ym.* 2015 s. 61, joiden mukaan voimakkaiden näkemysten tukemiseksi tai kiistämiseksi on olemassa suhteellisen vähän todistusaineistoa.

hyvinvointia on toisinaan ankkuroitu viime kädessä *Adam Smithin* kirjoituksista johdettuun teoriaan näkymättömästä kädestä.[180] Tästä ei kuitenkaan voi tehdä suoria johtopäätöksiä siitä, saako nykymuotoinen osakkeenomistajakeskeinen yhtiöoikeusteoria jollain tavalla tukea Smithin ajatuksista ja mitä Smith olisi ajatellut tämän päivän osakeyhtiön institutionaalisista ominaisuuksista tai osakeyhtiön yhteiskunnallisesta tarkoituksesta. Smithin mukaan osakeyhtiömuoto helpotti pääomien keräämistä, mutta hän huomioi samalla omistuksen ja johdon eriytyneisyydestä aiheutuvan ongelman eli sen, että johtajat käyttävät sijoittajien rahaa ”leväperäisemmin ja tuhlaavaisemmin” kuin omia varojaan.[181] Smith ei kannattanut täysin sääntelemättömiä markkinoita eikä häntä voi kuvata ”itsekkyyden tai ahneuden apostoliksi”.[182]

Osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi ei tarkoita automaattisesti samaa asiaa kuin yhteiskunnallisen hyvinvoinnin lisääminen tai lisääntyminen. Osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi on vain yksi keino, jolla voidaan pyrkiä lisäämään yhteiskunnallista hyvinvointia.[183] Osakkeenomistajakeskeinen ajattelu ankkuroituu viimekätisen tavoitteensa kautta yhteen maailmanhistorian vaikutusvaltaisimpaan normatiivisen etiikan suuntaukseen eli utilitarismiin. Seuraavassa käsitellään ensin utilitarismia yleisellä tasolla ja vasta sen jälkeen nimenomaan yhtiöoikeuden utilitaristista logiikkaa.

Utilitarismilla tarkoitetaan moraaliteoriaa tai normatiivisen etiikan ajatussuuntaa, jossa teon moraalinen hyvyys ratkaistaan sen seurausten perusteella. Utilitarismissa tekojen hyviä seurauksia, kuten ihmisten preferenssien täyttymistä tai onnellisuuden lisääntymistä, punnitaan niiden huonoja seurauksia kuten kipua ja kärsimystä vasten. Moraalisen agentin eettisenä velvollisuutena on toteuttaa tietyssä päätöksentekotilanteessa ne teot, joiden kokonaisvaikutukset ovat parhaat tai hyödyllisimmät.[184]

Utilitarismi on seurausetiikan keskeinen suuntaus. Siinä teon oikeudenmukaisuus tai vääryys ei riipu siitä, millainen teko itsessään on tai mikä teon tarkoitus on. Näin ollen esimerkiksi valehtelu tai edes toisen tappaminen ei utilitaristisessa logiikassa tarkoita sellaisenaan moraalisesti väärää tekoa. Myöskään teon huono tai hyvä tarkoitus ei sellaisenaan kerro, onko kyse oikeasta vai väärästä teosta. Utilitarismissa ratkaisevaa on se, millaisia seurauksia teosta aiheutuu. Historiallisesti utilitarismi on tapana liittää kahteen 1700- ja 1800-lukujen brittiläiseen filosofiin, *Jeremy Benthamiin* ja *John Stuart Milliin*.[185]

---

[180] *Bénabou – Tirole* 2010 s. 1.
[181] *Smith* 2015 s. 736–737.
[182] *Korkman* 2015 s. 12.
[183] *Bratton – Wachter* 2013 s. 502.
[184] *Sandberg* 2013b s. 2324.
[185] Ibid.

Viime kädessä koko markkinatalouden moraalinen oikeutus on utilitaristinen. Utilitaristi lähestyy moraalia siitä näkökulmasta, mitkä järjestelyt tuottavat suurimman mahdollisimman kokonaishyödyn yhteiskunnalle. Kärjistäen erilaisista vaihtoehdoista tulee valita se, joka tuottaa mahdollisimman paljon hyvää tai onnellisuutta mahdollisimman monelle ihmiselle.[186] Sekä kantilaisille deontologeille että utilitaristeille on ominaista usko moraaliseen kaavaan. Kantilaisille tuo kaava on kategorinen imperatiivi ja utilitaristeille utiliteettikalkyyli. Kaavan avulla koulukunnat perustelevat yksiselitteisesti, mitkä moraaliset väittämät ovat objektiivisesti oikeita ja mitkä vääriä.[187]

Moraalisen dilemman ratkaisussa utilitaristiset argumentit voivat toisinaan puoltaa kahta toisilleen vastakkaista ratkaisua. Esimerkiksi oikeutta aborttiin tai eutanasiaan voidaan periaatteessa sekä puoltaa että vastustaa utilitaristisin perustein. Utilitarismin heikkona kohtana voidaankin pitää sitä, ettei sen avulla useinkaan voida sanoa kovin selvästi, mitä moraaliselta agentilta vaaditaan tietyssä tilanteessa. Tämä perustuu siihen, että teon seurauksia on vaikea tietää etukäteen.[188]

Klassisen utilitarismin mukaan mielihyvä ja nautinto ovat ainoita asioita, jotka ovat itsessään hyviä. Esimerkiksi tieto ja hyveellisyys ovat ainoastaan välineellisesti hyviä, koska ne voivat johtaa mielihyvään tai nautintoon. Ilman tätä yhteyttä mielihyvään tai nautintoon tieto ja hyveellisyys kuitenkin menettäisivät ”hyvyytensä”. Toisaalta on sellaisiakin utilitaristisia koulukuntia, joissa tiedolle ja hyveellisyydelle annetaan itseisarvoa.[189]

Utilitarismin kannattajat pitävät utilitarismia useista syistä parempana moraaliteoriana kuin deontologisen etiikan tai hyve-etiikan kaltaisia kilpailevia ajatussuuntia. Kannattajien mukaan utilitarismi tarjoaa vastakkaisen näkökulman arvokkuuden, vapauden ja tasa-arvon kaltaisille fundamentaalisille arvoille, joita kaikki eivät kuitenkaan tosiasiassa jaa.[190] Tämä kritiikki toimii myös keskusteltaessa osakeyhtiöiden yhteiskuntavastuusta ja erityisesti osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta. Voidaan väittää, ettei osakeyhtiön toiminnassa ole mahdollista tunnustaa ja edistää ihmisarvon ja vapauden kaltaisia fundamentaalisia hyveitä, koska yhtiön osakkeenomistajilla saattaa olla perustavanlaatuisesti erilaiset näkemykset sen suhteen, mitä ihmisarvo ja vapaus tarkoittavat. Yhtiössä, jonka omistusrakenne on hajautunut ympäri maailman, osakkeenomistajien väliset intressiristiriidat ovat tässä mielessä todennäköisesti vielä kärjistyneemmät kuin pelkästään kotimaisten osakkeenomistajien omistamassa yhtiössä, koska ensin mainitussa osakkeenomistajat edustavat erilaisia

---

186 *Jones – Felps* 2013 s. 212.
187 *Rentto* 2003 s. 113. Ks. kantilaisesta moraaliopista *Saarinen* 1985 s. 246–251.
188 *Sandberg* 2013b s. 2325.
189 Ibid.
190 *Sandberg* 2013b s. 2326.

uskontoja ja maailmankatsomuksia. Johdon epäkiitolliseksi tehtäväksi jää pohtia, miten tällaisten osakkeenomistajien yhdenvertaisuus turvataan lain edellyttämällä tavalla, jos yhtiössä tehdään moraalisesti tulenarkoja päätöksiä. Saako johto esimerkiksi kieltäytyä yhtiön tuotteiden toimittamisesta sairaalalle, jonka tiedetään tekevän naisten ympärileikkauksia, jos kauppa olisi taloudellisesti kannattava? Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimuksesta käsin voitaisiin väittää, että johtajat ovat velvollisia tekemään kaupan, koska he eivät saa suosia yhden osakkeenomistajan eettistä vakaumusta toisen kustannuksella. Yhtä hyvin voitaisiin toisaalta argumentoida, että johdon tulee jättää kauppa tekemättä, koska kaupan hyväksyessään se diskriminoisi osakkeenomistajia, joiden eettinen vakaumus ei hyväksy naisten ympärileikkaamista. Päätti johto kummin päin tahansa, se tekee väistämättä moraalisen arvovalinnan ja asettaa osakkeenomistajat keskenään eriarvoiseen asemaan. Moraaliset dilemmat osoittavat, että arvoneutraalia päätöstä on vaikea tehdä edes silloin, kun johtajat ajattelevat ”pelkästään rahaa”.

Utilitarismin vahvuutena on pidetty sen helppoutta. Hyöty tai ihmisten onnellisuus ovat ainoat ratkaisevat kriteerit tai arvot sen arvioimisessa, ovatko teot oikeita vai vääriä. Toisaalta arvostelijoiden mukaan juuri yksinkertaisuus on yksi utilitarismin keskeisistä heikkouksista. Suuri osa filosofeista ja teologeista suhtautuukin utilitarismiin kriittisesti. Kritiikki voidaan jakaa karkeasti kahteen päälinjaan. Ensimmäisessä utilitarismin ongelmana pidetään sen liiallista sallivuutta, toisessa taas ehdottomuutta.[191]

Utilitarismin liiallisella sallivuudella tarkoitetaan sitä, että utilitarismi sallii miten barbaariset tai moraalisesti irvokkaat teot tahansa, kunhan ne maksimoivat hyödyn. Tämä johtuu utilitarismin perusolettamuksesta, jonka mukaan teon moraalinen hyväksyttävyys ei ratkea teon luonteen tai tarkoituksen perusteella, vaan ainoa ratkaiseva kriteeri on se, millaisia seurauksia erilaisista teoista aiheutuu. Kritiikeissä huomautetaan usein, että utilitarismia ei voi sovittaa yhteen siihen ajatukseen, että ihmisillä on tiettyjä perustavanlaatuisia moraalisia oikeuksia. Utilitaristi saattaa kunnioittaa tällaisia oikeuksia, jos niitä rikkomalla ei voita mitään, mutta heti kun hyvinvointia voidaan yleisesti lisätä rikkomalla niitä, rikkomiseen on moraalinen velvollisuus. Toiseksi voidaan kiinnittää huomiota esimerkiksi siihen, että utilitaristille lupauksen antaminen ei koskaan *itsessään* velvoita täyttämään lupausta. Koska utilitaristi välittää vain seurauksista, ”taaksepäin katsovat” seikat, kuten se, että joku on luvannut tehdä jotain, eivät koskaan ole sellaisenaan moraalisesti relevantteja. Lisäksi utilitarismi rikkoo yleisesti hyväksyttyä käsitystä retributiivisesta oikeudenmukaisuudesta. Tämä ilmenee siinä, että mikään ei periaatteessa estä utilitaristia hyväksymästä syyttömien rankaisemista. Utilitaristille syyttömän ihmisen tuomitseminen

[191] *Sandberg* 2013b s. 2326.

kuolemaan voi olla oikeutettua, jos varoittavalla esimerkillä estetään riittävää määrää muita ihmisiä syyllistymästä vakaviin rikoksiin.[192] Kantilainen deontologinen velvollisuusetiikka syntyi nimenomaan vastareaktiona utilitarismin ehdollisuuteen.[193]

Utilitarismin ongelmakohtia voidaan tarkastella myös liiketoiminnan kontekstissa. On selvää, että oikeuksien kunnioittaminen sopii monissa tapauksissa yhteen voiton maksimoinnin kanssa tai on jopa edellytys voiton maksimoinnille. Osakkeenomistajille on tärkeää, että yhtiö kunnioittaa sen tärkeiden yhteistyökumppanien oikeuksia. Edelleen julkinen valta pakkosovittaa voitonmaksimoinnin ja oikeuksien kunnioittamisen säätämällä yhtiöille erilaisia velvoitteita, joiden rikkominen johtaa rahallisiin sanktioihin ja sitä kautta voittojen vähenemiseen. Jos voitonmaksimointi ja oikeudet ovat kuitenkin ristiriidassa keskenään, osakkeenomistajakeskeinen ajattelu velvoittaa johtajan priorisoimaan ensin mainitun suhteessa jälkimmäiseen.[194] Osakkeenomistajakeskeisessä ajattelussa yhtiö on velvollinen pidättäytymään ihmisoikeusloukkauksista vain siksi, että ihmisoikeusloukkaukset konstituoivat lainvastaisen menettelyn ja ne voivat vaikuttaa kielteisesti yhtiön kykyyn tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Kuvitteellisessa oikeusjärjestyksessä, jossa ei olisi rikoslainsäädäntöä, muuta osakeyhtiölain ulkopuolista lainsäädäntöä ja toimivia markkinoita, utilitaristinen ja deontologinen ajattelu ohjaisivat johtajat suhtautumaan eri tavoin esimerkiksi siihen, onko ihmisen ryöstäminen tai kiduttaminen voiton maksimoimiseksi hyväksyttävää.

Ehdollisuuden ohella utilitarismin keskeisenä ongelmana on hyötyjen vaikea mitattavuus. Utilitarismissa kaikki perustuu hyötylaskelmiin, mutta koulukunnan edustajat eivät ole onnistuneet osoittamaan, miten kaavojen muuttujien tilalle voitaisiin sijoittaa totuutta kuvaavat lukuarvot. On myös väitetty, että mitattavuuden ajatus olisi jo itsessään toteuttamiskelvoton, koska ihmiset arvottavat asioita paitsi määrällisten myös laadullisten kriteerien avulla.[195] Yksinkertaistaen kyse on siitä, että ihmiset eivät mittaa kaikkea rahassa. Utilitaristi kuitenkin perustaa käsityksensä tekojen moraalisesta oikeutuksesta puhtaisiin kustannus-hyötylaskelmiin. Henkilöä, joka tosielämässä typistää kaiken päätöksenteon tällaisiin algoritmeihin, pidetään helposti epäinhimillisenä, irrationaalisena ja lapsellisena. Yhdysvalloissa osakkeenomistajakeskeistä ajattelua on arvosteltu moraalisesti juuri sillä perusteella, että utilitaristisen kaavojen edellytetään ohjaavan johdon päätöksentekoa kaikissa olosuhteissa, vaikka samaa ohjenuoraa olisi vaikea suositella ihmisille heidän tavanomaisessa elämässään.[196]

---

[192] *Sandberg* 2013b s. 2326–2327. Ks. myös *Rentto* 2003 s. 116.
[193] *Rentto* 2003 s. 116.
[194] Ks. *Lee* 2006a s. 577, joka arvostelee osakkeenomistajakeskeistä ajattelua deontologisen etiikan lähtökohdista.
[195] *Rentto* 2003 s. 116–117.
[196] *Greenfield – Nilsson* 1997, erityisesti s. 815–816.

Utilitarismia on puolustettu yleisesti useilla argumenteilla. Yksi näistä on se, että joidenkin filosofien mukaan utilitarismi on huomattavasti lähempänä kilpailevia moraaliteorioita kuin yleisesti ajatellaan. Vaikka utilitarismista seuraa *periaatteessa*, että varsin kammottavatkin teot voivat olla oikeutettuja jos ja kun ne maksimoivat hyödyn, sellaiset teot ovat *reaalimaailmassa* vain harvoin paras vaihtoehto. Syyttömien ihmisten tuomitseminen kuolemaan harvoin johtaa hyviin seurauksiin esimerkiksi sen vuoksi, että näiden ihmisten syyttömyys selviää yleensä lopulta. Näin ollen utilitarismin ja kilpailevien moraaliteorioiden väliset erot olisivat liioiteltuja.[197]

Utilitaristinen vasta-argumentti, jossa teorian ehdottomuutta lievennetään vetoamalla reaalielämän olosuhteisiin, on tuttu myös yhtiöoikeudellisista keskusteluista. Yhtiöoikeudessa tämä vasta-argumentti tai pehmennys tarkoittaa valistunutta arvonmaksimointia. Kun osakkeenomistajakeskeisen ajattelun lähtökohta on, että voiton tuottaminen on sallittua kaikilla tavoilla, joita laki ei nimenomaisesti kiellä, teoria on ehkä karkea, koska lainsäädäntö voi olla oikeusjärjestyksestä riippuen puutteellista. Valistuneessa arvonmaksimoinnissa moraalinen ongelma kierretään vetoamalla siihen, että tosielämän osakeyhtiöt eivät voi toimia teorian mukaisesti, koska markkinat pakottavat moraalittomasti toimivan yhtiön takaisin ruotuun. Jos yhtiö menettelee yleisen moraalin vastaisesti, voiton tuottaminen osakkeenomistajille ei ole mahdollista pitkällä aikavälillä. Aivan kuten edellä viitatussa esimerkissä emme voi tietää, selviääkö syyttömänä kuolemaan tuomitun henkilön syyttömyys lopulta (todistetusti se ei aina selviä), emme myöskään voi tietää, pakottavatko johtaja-, työ-, tuote- ja osakemarkkinat osakeyhtiön tosiasiassa pidättäytymään moraalisesti arveluttavista teoista, joita varallisuuden maksimoinnin periaate toisinaan ehkä edellyttäisi. Teorian onnistunut pehmennys riippuu siis joka tapauksessa useista epävarmoista ulkoisista olosuhteista.

3.5.2 Yhtiöoikeuden utilitaristinen logiikka

Utilitarismin alalajeina pidetään aktiutilitarismia ja sääntöutilitarismia. *Aktiutilitaristi* neuvoo moraalista agenttia tekemään päätöksen, joka tuottaa suurimman mahdollisimman yhteiskunnallisen nettohyödyn juuri kyseisessä päätöksentekotilanteessa. *Sääntöutilitaristi* sen sijaan ohjaa agentin noudattamaan sääntöjä, joiden on ajateltu tuottavan suurimman mahdollisimman yhteiskunnallisen nettohyödyn (pitkän) ajan kuluessa. Jotta nämä säännöt olisivat moraalisesti velvoittavia, kahden ehdon tulee täyttyä. Ensin edellytetään, että suurin osa agenteista noudattaa niitä. Toiseksi sääntöjen tulee tosiasiassa tuottaa toivottu

[197] Ks. argumenteista kootusti *Sandberg* 2013b s. 2327–2328.

lopputulos. Osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi osakeyhtiön tarkoituksena on kapitalistisen järjestelmän *sääntöutilitaristinen* komponentti, jonka tarkoituksena on tuottaa pitkän aikavälin yhteiskunnallista hyvinvointia.[198]

Sääntöutilitarismista seuraa, ettei johtaja ole oikeutettu pohtimaan päätöstensä tuottamaa yhteiskunnallista nettohyötyä juuri kyseisessä päätöksentekotilanteessa. Hänen on valittava toimintalinja, joka tuottaa eniten taloudellista hyötyä osakkeenomistajille, vaikka muille sidosryhmille aiheutuvat kielteiset vaikutukset ylittäisivät moninkertaisesti osakkeenomistajille koituvan hyödyn. Johtaja ei myöskään ole oikeutettu valitsemaan muiden sidosryhmien kannalta hyödyllisintä toimintalinjaa, vaikka näille koituvat hyödyt ylittäisivät osakkeenomistajille päätöksestä koituvan taloudellisen tappion. Toisin sanoen johtajat eivät ole oikeutettuja tekemään *Kaldor-Hicks*-tehokkaita[199] päätöksiä, joissa osakkeenomistajat ovat häviäjinä. Sääntöutilitaristi neuvoo johtajia tekemään kaikissa olosuhteissa päätöksen, joka tuottaa eniten rahaa osakkeenomistajille, koska tämän oletetaan tuottavan suurimman yhteiskunnallisen nettohyödyn pitkällä aikavälillä.

Jones ja *Felps* tiivistävät osakkeenomistajakeskeisen ajattelun utilitaristisen oikeutuksen seuraavaan ajatusketjuun. Kilpailluilla markkinoilla osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi johtaa taloudelliseen tehokkuuteen. Koska tehokkailla markkinoilla yhteiskunnan resurssit ovat tuottavimmassa käytössä, markkinat edistävät näin parhaiten taloudellisen varallisuuden kasvua. Kasvanut taloudellinen vauraus johtaa puolestaan aikaisempaa suurempaan yhteiskunnalliseen hyvinvointiin. Näin logiikka oikeuttaa kapitalistisen markkinatalousjärjestelmän ja siinä toimivien yritysten itsekkään toiminnan. Logiikka edustaa edellä kuvattua sääntöutilitarismia ja on siten riippuvainen tiettyjen olosuhteiden olemassaolosta.[200]

Tiettyjen toisiinsa liittyvien olosuhteiden on toteuduttava, jotta osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin utilitaristinen puolustus olisi pätevä. Näitä olosuhteita voidaan lähestyä neljän negatiivisen väitteen muodossa. Utilitaristinen perustelu ei pidä, jos: 1) markkinat eivät ole tarpeeksi kilpaillut, 2) keskittyminen osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin ei tee yrityksistä tehokkaita, 3) tehokkaat yritykset eivät saa aikaan kasvanutta taloudellista vaurautta, tai 4) taloudellinen vauraus ei liity yhteiskunnalliseen hyvinvointiin. Jos yksikin negatiivisista väitteistä pitää paikkansa tai useampi niistä pitää ainakin osittain paikkansa, osakkeenomistajakeskeisen ajattelun utilitaristisen

---

198 *Jones – Felps* 2013 s. 212–213. Sääntöutilitarismia on arvioitu myös kirjoituksessa *Sandberg* 2013b s. 2326. *Sandberg* luonnehtii sääntöutilitarismia ”utilitarismin ja deontologisen etiikan sekoitukseksi”.

199 Ks. tehokkuuskriteereistä esim. *Timonen* 1997 s. 81 ja *Vahtera* 2011a s. 42–44 sekä siinä mainitut lähteet.

200 *Jones – Felps* 2013 s. 216.

perustelun pitävyys jää epävarmaksi. Väitteiden pitävyys on luonnollisesti empiirinen kysymys.[201]

Ei ole yllättävää, että edellä esitettyjä väitteitä on varsin vaikea osoittaa yksiselitteisesti oikeiksi tai vääriksi. Osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tai jonkin vaihtoehtoisen ajatustavan vaikutuksista taloudelliseen tehokkuuteen ja esimerkiksi transaktiokustannuksiin on olemassa mittava määrä erilaisia teoreettisia ja empiirisiä selvityksiä. Tämä käy ilmi pelkästään *Jonesin* ja *Felpsin* tutkimuksessa käytetyistä lähteistä. Jotkut tutkimukset indikoivat, että sidosryhmälähtöisemmät yritykset ovat usein tehokkaampia kuin yksinomaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin keskittyvät yritykset.[202] Edelleen on pidetty epäselvänä, johtaako tehokkuus yksittäisten yritysten tasolla suurimpaan taloudelliseen kokonaishyvinvointiin. Vaikka yrityksen toiminta olisi tehokasta sen omasta näkökulmasta tarkasteltuna, muun muassa kielteisten ulkoisvaikutusten takia on mahdollista, ettei voida puhua kasvaneesta taloudellisesta kokonaishyvinvoinnista.[203] *Jones* ja *Felps* ovat vielä useisiin empiirisiin tutkimuksiin tukeutumalla väittäneet, että ainakaan tietyn rajan saavuttamisen jälkeen taloudellisen vaurauden kasvu ei enää merkittävästi lisää ihmisten hyvinvointia tai onnellisuutta.[204] Kokonaisuutena he eivät ole vakuuttuneita osakkeenomistajakeskeisen ajattelun utilitaristisesta perustelusta. Jonesin ja Felpsin mukaan sääntöutilitaristiselle logiikalle ja epävarmojen olosuhteiden toteutumiselle perustuva käsitys osakeyhtiön tarkoituksesta pitäisi korvata aktiutilitaristisella tarkoituksella, jossa keskitytään välittömästi yhtiön sidosryhmien hyvinvointiin. Heidän mielestään tällainen muutos kasvattaisi yhteiskunnallista hyvinvointia.[205] Myös viimeaikaisessa kotimaisessa vero-oikeudellisessa kirjallisuudessa on pidetty kapeakatseisena ajatustapaa, jonka mukaan yritys on vastuussa ainoastaan osakkeenomistajilleen. Tämän näkemyksen mukaan yrityksiä tulisi vertailla sillä perusteella, miten hyvin ne tuottavat lisäarvoa koko yhteiskunnalle.[206]

3.5.3 Osakeyhtiö, moraali ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuus

Osakeyhtiömuodon säätäminen ja salliminen on perustunut ajatukseen siitä, että osakeyhtiömuodossa harjoitettu liiketoiminta edistää yhteiskunnallista hyvinvointia. Yhteiskunnallista hyvinvointia koskevalla tematiikalla on pitkät filosofiset ja historialliset juuret. Eräiden kriitikoiden mukaan yhteiskunnallinen

[201] *Jones – Felps* 2013 s. 216.
[202] *Jones – Felps* 2013 s. 218–220.
[203] *Jones – Felps* 2013 s. 220–222.
[204] *Jones – Felps* 2013 s. 222–224.
[205] *Jones – Felps* 2013 s. 226.
[206] *Knuutinen* 2014 s. 89.

hyvinvointi typistyy kuitenkin osakkeenomistajakeskeisessä ajattelussa automaattiargumentiksi, jolla voidaan perustella osakkeenomistajien etujen edistäminen kaikkien muiden intressien edellä.[207] Osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin ja yhteiskunnallisen hyvinvoinnin välisen suhteen korostaminen johtaa helposti ajattelemaan, että valinta osakkeenomistajakeskeisen ja sidosryhmälähtöisen ajattelun välillä on välttämätöntä ratkaista pelkästään utilitaristisen matriisin sisällä. Utilitarismia ei kuitenkaan ole määritelty osakeyhtiöoikeuden yksinomaiseksi moraaliteoriaksi aivan kuten sitä ei välttämättä tule pitää esimerkiksi sopimusoikeuden tai yleisesti oikeusjärjestyksen yksinomaisena moraaliteoriana. Yhtiöoikeuden kuten muidenkin oikeudenalojen tutkimuksessa voidaan huomioida ne utilitaristisen ajattelun piirteet, joita normatiivisen etiikan tutkimuksessa on usein arvosteltu. Toisin sanoen erilaisia corporate governance -malleja voidaan tarkastella myös ei-utilitaristisin argumentein.[208]

Osakkeenomistajakeskeisessä ajattelussa sallitaan kielteiset ulkoisvaikutukset, joita laki ei nimenomaisesti kiellä.[209] Kielteisillä ulkoisvaikutuksilla on keskeinen merkitys sääntelyn taloudellista tehokkuutta arvioitaessa.[210] Kyse ei ole kuitenkaan ainoastaan taloudelliseen tehokkuuteen liittyvästä ongelmasta, vaan myös moraalisesta kysymyksestä. Lain katvealueelle jäävällä sektorilla yhtiön päätöksen moraalinen hyväksyttävyys riippuu osakkeenomistajakeskeisessä ajattelussa vain siitä kriteeristä, maksimoiko päätös osakkeenomistajien varallisuuden arvon. Toisin sanoen kaikki, mitä laki ei erikseen kiellä, on lähtökohtaisesti sallittua ja yhden tulkinnan mukaan edellytettyä. Joissakin esityksissä ajatustapa on viety tätäkin pitemmälle vihjaamalla, että yhtiön johdon tulee rikkoa lakia, jos näin toimimisesta yhtiölle aiheutuvat kielteiset seuraukset ovat pienemmät kuin sille koituva hyöty.[211] Ajatustapaa on arvosteltu siitä, ettei lain noudattamiselle tai oikeuksien kunnioittamiselle anneta itsessään arvoa. Siinä ei myöskään anneta arvoa ajatukselle, jonka mukaan toisen tarkoituksellinen loukkaaminen on moraalisesti väärin. Ainoa ratkaiseva seikka on utilitaristinen kustannus-hyötylaskelma, jolla selvitetään, miten toimimalla yhteiskunnallinen kokonaishyvinvointi kasvaa eniten.[212] Ilmeisesti minkään maan osakeyhtiölaki ei kuitenkaan tällä hetkellä *velvoita* johtoa edistämään voiton tuottamista rikkomalla ympäristölainsäädäntöä[213] tai muuta lainsäädäntöä.

---

[207] *Sjåfjell ym.* 2015 s. 79–80.
[208] Esim. *Lee* 2006a on pitänyt taloudellisen tehokkuuden ehdoilla käytyä debattia ”tasapelinä”. Hänen mukaansa erilaisten mallien keskinäisen paremmuuden arvioinnissa tulisi kiinnittää huomiota muuhunkin kuin taloudelliseen tehokkuuteen.
[209] *Jones – Felps* 2013 s. 225.
[210] *Robé* 2012 s. 18–24.
[211] *Fischel* 1982 s. 1270–1271.
[212] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 850–851 arvostelevat *Fischelin* ajatuksia aristoteelisen etiikan näkökulmasta.
[213] *Sjåfjell ym.* 2015 s. 87.

Monille sääntöutilitarismi on luonteva lähtökohta niin kauan kun se ei johda ristiriitaan omien oikeudenmukaisuuskäsitysten kanssa. Ihmisten moraalista ajattelua ohjaa usein juuri tällainen tiedostamaton vääristymä. Esimerkiksi vuoden 2014 syksyllä Suomessa uutisoitiin laajasti siitä, miten useat yritykset lähtivät tukemaan aloitetta tasa-arvoisen avioliittolain puolesta. Tahdon 2013 -kampanjan puheenjohtaja kertoi samalla, että jotkut yritykset kieltäytyivät lähtemästä mukaan, koska ne eivät halunneet ottaa kantaa ”poliittisiin asioihin”.[214] Kampanjasta kieltäytyneet yritykset olivat ainakin periaatteessa johdonmukaisia. Samaa ei voi sanoa useista yrityselämän edustajista, jotka yleisesti eivät hyväksy osakeyhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamista, mutta eivät ottaneet asiakseen arvostella yritysten laajamittaista osallistumista poliittiseen liikkeeseen.

Toisinaan väitetään, ettei osakeyhtiöllä voi olla moraalista vastuuta, koska oikeushenkilönä osakeyhtiö on keinotekoinen konstruktio (”artificiell konstruktion”). Tällä perusteella on epäilty, onko yritystoiminnan yhteydessä ylipäätään relevanttia puhua vastuusta. Näkemyksen mukaan yhteiskuntavastuukeskustelu on ymmärrettävää, mutta se perustuu puutteelliseen käsitykseen osakeyhtiöstä ja sen tarkoituksesta.[215] Osakeyhtiö on yhdestä näkökulmasta pelkkä merkintä kaupparekisterissä, mutta keskustelu moraalin merkityksestä liiketoiminnassa tuskin voi typistyä tähän argumenttiin. Kuten toisaalla kirjallisuudessa on todettu, yhtiöllä ei itsessään ole omaa moraalikäsitystä, mutta johdolla, osakkeenomistajilla ja työntekijöillä on. On viitattu mahdollisuuteen, että näistä muodostuu eräänlainen yrityskulttuuri tai yhteinen moraalikäsitys. Vaikka yhtiöllä ei olisi omaa moraalikäsitystä, tästä ei seuraa, että yritystoimintaa ei voitaisi arvioida ja arvostella moraalisin perustein.[216] Olisi sekä loogisesti että asiallisesti vaikeaa arvostella tiettyä tekoa erilaisin moraalisin kriteerein riippuen siitä, tekeekö sen luonnollinen henkilö vai saman luonnollisen henkilön perustama yhdenmiehen osakeyhtiö. Osakeyhtiön fiktiivinen luonne tai osakeyhtiötä kuvaavat teoriat yleisesti eivät ole yhteiskuntavastuukeskustelun todellinen ongelma tai este. Vaikeampi ongelma liittyy osakkeenomistajien erilaisiin moraalisiin preferensseihin ja vaatimukseen osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta.

Yrityksen ja muun yhteiskunnan suhdetta on lähestytty vastavuoroisuussuhteena, jossa yritys ja yhteiskunta ymmärretään toinen toistaan edellyttävinä kumppaneina, eräänlaisina sijoittajina. Eri oikeusjärjestyksissä tämä edellyttänee sitä, että yrityksen toiminnassa huomioidaan paitsi lain kirjain myös sen henki. Tietyssä valtiossa toimiminen edellyttää siten yritykseltä, että se kunnioittaa kohdevaltion ”moraalista arvoperustaa”. Tällaisen premissin vallitessa yritysjohto tuskin ainakaan helposti toimii osakkeenomistajien antaman man-

---

[214] *Niskakangas* 2014.
[215] *Lindholm – Storå* 2010 s. 419–421.
[216] *Knuutinen* 2014 s. 78.

daatin vastaisesti, jos se toimii ”moraalisesti oikein ja vastuullisesti”.[217] Yhteiskuntavastuun toteuttamiseen liittyvä yhtiöoikeudellinen ongelma koskee juuri osakkeenomistajien johdolle antamaa ”mandaattia”. Jos yhtiössä voidaan identifioida selväpiirteinen yrityskulttuuri, johon kaikki osakkeenomistajat ovat eksplisiittisesti tai implisiittisesti sitoutuneet, yrityskulttuuria ilmentävän yhteiskuntavastuun toteuttaminen on ongelmatonta ainakin osakkeenomistajien *keskinäisessä suhteessa*. Aina yhtenäistä yrityskulttuuria tai moraalikäsitystä ei kuitenkaan ole. Omistusrakenteeltaan hajautuneessa osakeyhtiössä tilanne on käytännössä se, ettei johto voi olla tietoinen kaikkien osakkeenomistajien moraalikäsityksistä. Edelleen johdon mandaatin voidaan tulkita tarkoittavan velvollisuutta edistää ainoastaan kaikille osakkeenomistajille yhteistä päämäärää, joka on voiton tuottaminen. Toisaalta voidaan pohtia, onko moraalisesti oikeaksi koetun yksittäisen päätöksen yhtiöoikeudellinen hyväksyttävyys välttämätöntä sitoa jokaisen yksittäisen osakkeenomistajan tosiasialliseen hyväksyntään, jos yhtiön systemaattisena tavoitteena on kuitenkin tuottaa voittoa osakkeenomistajille.

Mitä enemmän yhtiön edun tulkinnassa korostetaan osakkeenomistajien tosiasiallista yhdenvertaisuutta, sitä vaikeampaa johdon on arvioida päätöksentekoaan muun kuin voitonmaksimoinnin kannalta. Asiassa on lopulta kyse siitä, voiko hallitus tietyissä rajoissa toteuttaa yhtiön yhteiskuntavastuuta joidenkin osakkeenomistajien todellisista preferensseistä riippumatta ja löytyykö oikeusjärjestyksestä elementtiä, joka sallii tämän. Saksalaisessa oikeusteoriassa on esitetty, että oikeudellisen päätöksenteon kriteereinä ovat yhteisön oikeudellinen ethos (”the legal ethos of a community”) ja vallitsevat oikeudenmukaisuuskäsitykset (”the prevailing views of justice”), jotka löytyvät perustuslaista ja oikeusnormien muodostamasta kokonaisuudesta.[218] Sopimusoikeuden ja vahingonkorvausoikeuden aloilla eettiset ja yhteiskunnallisesti hyväksytyt menettelytavat ankkuroituvat oikeusjärjestykseen hyvän tavan kaltaisen avoimen oikeusnormin välityksellä.[219] Sopimusoikeudessa myös OikTL 36 §:n sovittelusäännös ilmentää oikeudenmukaisuuden edistämistä ja julkista intressiä. Jos eettisesti ja yhteiskunnallisesti hyväksytyt menettelytavat halutaan ajaa sisään yhtiöoikeudelliseen järjestelmään, relevantit säännökset löytyvät puolestaan OYL 1 luvusta.

---

[217] *Knuutinen* 2014 s. 81.
[218] Ajatus on *Zippeliuksen*, häneen viitaten *Grechenig – Gelter* 2008 s. 355.
[219] *Sisula-Tulokas* 2009 s. 562–564.

3.5.4 Valtio-, yhtiö- vai markkinavetoista yhteiskuntavastuuta?

Yrityksen yhteiskunnallinen vastuu toteutuu ainakin lähtökohtaisesti parhaiten osakeyhtiölainsäädännön ulkopuolisen normiston avulla.[220] Jos erilaiset oikeuspoliittiset tavoitteet jaetaan sektorikohtaisten lakien ja asetusten toteutettaviksi, tällä voidaan saavuttaa hyötyjä monissa tapauksissa. Oikeudenalakohtainen erikoistuminen on sekä käytännöllistä että välttämätöntä. Ratkaisu voi kuitenkin osoittautua ongelmalliseksi, jos sektorikohtaisten lakien tavoitteet poikkeavat toisistaan olennaisella tavalla, eivätkä ne edistä oikeusjärjestyksen ja yhteiskunnan tavoitteiden koherenssia. *Sjåfjell* on muun ohella näistä syistä puoltanut yhtiöoikeuden ja arvopaperimarkkinaoikeuden normatiivisten tavoitteiden sitomista aikaisempaa vahvemmin yleisiin yhteiskunnallisiin päämääriin. Tässä lähestymistavassa oikeudenalojen säännöt muodostavat ennemmin koherentin kokonaisuuden kuin keskinäisessä konfliktissa olevia normistoja. Lähestymistavassa on se etu, että tarve sektorikohtaiselle detaljisääntelylle vähenee, jos yhtiöoikeudellinen sääntely tukee oikeusjärjestyksen ja yhteiskunnan yleisiä tavoitteita.[221]

Sjåfjellin normatiivinen analyysi linkittyy erityisesti kestävän kehityksen edistämiseen ja tätä päämäärää toteuttavaan EU-oikeudelliseen sääntelyyn.[222] Analyysissä esitettyjä näkökantoja voidaan tarkastella myös yleisesti pohdittaessa liiketoiminnan moraalista legitimiteettiä. Vahvojen kansallisvaltioiden aikana ja ennen globalisaation aikakautta oli kenties helpompi hyväksyä ajatus, jonka mukaan ainoastaan valtio lainsäädäntövallan käyttäjänä on vastuussa siitä, että yhtiöt ottavat ympäröivän yhteiskunnan edut riittävissä määrin huomioon. Globalisaation aikakaudella tilanne on toinen, koska monikansalliset konsernit voivat tytäryhtiöiden ja sivuliikkeiden kautta sijoittua vapaasti sellaisiin valtioihin, joissa muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien suojaksi säädetty lainsäädäntö on alikehittynyttä tai olematonta. Globalisaatio toisin sanoen vaikeuttaa valtioiden mahdollisuuksia asettaa kielteisten ulkoisvaikutusten kustannukset yhtiöiden kannettaviksi.[223] Toisaalta on huomattava, että länsimaat ovat kulkeneet saman vaikeahkon tien nykytilaan, jossa esimerkiksi ympäristö- ja työlainsäädäntöjä voidaan pitää verrattain kehittyneinä. Sektorikohtainen lainsäädäntö on meilläkin ollut aikanaan alikehittynyttä. Taloustieteissä onkin väitetty, että länsimaat eivät voi ”vaatia” vähemmän kehittyneitä maita loikkaamaan suoraan vahvaan sääntely-ympäristöön, vaan kehitys toteutuu siellä luonnollista tietä globaalin kapitalismin etenemisen myötä.[224]

---

[220] *Hansmann – Kraakman* 2001 s. 442.
[221] *Sjåfjell* 2009 s. 111–115.
[222] Ibid.
[223] *Robé* 2012 s. 18–21.
[224] Ruotsissa tämän argumentin on esittänyt ainakin *Norberg* 2004 s. 182–184.

Lainsäätäjä tuskin voi valmistautua sektorikohtaisella lainsäädännöllä kaikkiin kuviteltavissa oleviin päätöksentekotilanteisiin, joissa osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi voi johtaa taloudellisesti tehottomiin tai moraalisesti hankaliin lopputuloksiin. Toisaalta on huomattava, että sektorikohtainen lainsäädäntö ei perustu ainoastaan detaljisääntöihin, vaan myös tulkinnallisesti avoimiin oikeusnormeihin, joilla paikataan yksityiskohtaisten säännösten jättämiä sääntelyaukkoja. Yhdysvalloissa tällaista funktiota toteuttaa esimerkiksi sopimusoikeudessa tunnettu ”hyvän uskon kovenantti” (*implied covenant of good faith*).[225] Kotimaisen sopimusoikeuden säännöistä voidaan mainita OikTL 36 §:n yleinen sovittelusääntö. Sektorikohtainen lainsäädäntö jättää kuitenkin joka tapauksessa osan moraalisesti vaikeista päätöksentekotilanteista joko johdon tai markkinoiden ratkaistaviksi. Kaikilla markkinoilla, joilla yhtiö toimii, markkinatoimijoiden valintojen voidaan olettaa heijastavan heidän sosiaalisia ja moraalisia preferenssejään. Osakkeenomistajat voivat valita, millaisiin yhtiöihin he sijoittavat, työntekijät millaisiin yhtiöihin he haluavat töihin ja asiakkaat millaisia ja miten tuotettuja hyödykkeitä he haluavat ostaa.[226]

Ei ole helppoa perustella, miksi yhtiön johto osaisi tehdä markkinoita paremmin resurssien allokointiin liittyviä päätöksiä.[227] Samoin voidaan epäillä, osaako yritysjohto todella arvioida jonkin päätöksen moraalisen hyvyyden markkinoita paremmin. Toisaalta yleensä lienee niin, että yhtiön johto on markkinoita paremmin perillä siitä, mitä juuri kyseisen yhtiön toimintaympäristössä tapahtuu. Johto tietää paljon sellaista, mitä markkinat eivät välttämättä tiedä. Useinhan voi olla niin, että osakkeenomistajat ja asiakkaat eivät koskaan saa tietää, että yhtiö tuottaa voittoa sellaisin tavoin, joita he eivät hyväksyisi.[228] 2000-luvun suurten yritysskandaalien ja finanssikriisin jälkeen maailmalla on suhtauduttu yleisesti kriittisemmin markkinoiden kykyyn ehkäistä yhtiöissä tapahtuvia väärinkäytöksiä.[229]

Yleensä sanotaan, että politiikka ei kuulu yhtiöihin. Tähän ajatustapaan perustuu implisiittisesti myös näkemys, jonka mukaan yhtiön yhteiskuntavastuu toteutuu muun lainsäädännön kuin osakeyhtiölain avulla.[230] Yhtiöiden ja politiikan sekoittamista voidaan vastustaa myös toteamalla, että yritysjohtajat ovat päteviä edistämään yksityisiä varallisuusetuja, kun taas julkisen vallan palveluksessa työskentelevät ovat parempia arvioimaan, miten yhteistä hyvää tulee edistää lainsäädännössä ja verotuksessa. Samoin voidaan väittää, että yritysjoh-

---

225 *Bainbridge* 2007 s. 345–346.
226 *Lee* 2006a s. 573–574.
227 *Lee* 2006a s. 566.
228 *Lee* 2006a s. 533–587.
229 *Velasco* 2015 s. 671. Velasco on tarkastellut erikseen sitä, pitäisikö johdon päätöksenteko jättää kokonaan markkinoiden arvioitavaksi, vai onko johtoa velvoittava *the duty of care* edelleen relevantti.
230 Laajasti tarkastellen *Robé* 2012 s. 18–28 Ks. myös *Lee* 2005b s. 87 alaviitteineen.

tajilta puuttuu laillinen ja demokraattinen mandaatti ”poliittisten” valintojen tekemiseen.[231]

Yhtiöiden ja politiikan pitäminen erillään toisistaan on lähtökohtaisesti hyvä ja selkeä ajatus. Aina voidaan toisaalta pohtia, tarkoittavatko *public policy* ja oikeudenmukaisuuden edistäminen välttämättä samaa asiaa. Toisinaan voidaan hahmottaa tilanteita, joissa ei ole vaikea sanoa, että tietty toimintalinja on epäoikeudenmukainen, vaikka se ei rikkoisi lakia. Politiikan ja oikeudenmukaisuuden edistämisen välinen raja ei tietenkään ole selvä, mutta epäselvyys ei välttämättä ole riittävä peruste jättää *kaikki* muut tavoiteltavat hyvät kuin taloudellinen voitto yksinomaan julkisen sektorin ja sen toimitsijoiden hoidettaviksi.[232]

Taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta voidaan argumentoida sen puolesta, että yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttaminen tulee jättää markkinoiden tehtäväksi. Kuten edellä todettiin, tehokkuus ei kuitenkaan ole ainoa viitekehys, jonka puitteissa asiaa on mahdollista tarkastella. Vahvimmat normatiiviset argumentit, joilla markkinaperusteista yhteiskuntavastuuta voidaan selkeästi arvostella, perustuvatkin juuri muihin näkökohtiin kuin taloudelliseen tehokkuuteen.[233] Johdon roolin korostaminen yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamisessa ei tarkoita, että se *syrjäyttäisi* markkinaperusteiset ja osakeyhtiölain ulkopuoliseen lainsäädäntöön liittyvät mekanismit. Kyse on ennemmin toinen toisiaan täydentävistä mekanismeista ja sen tunnustamisesta, että osakeyhtiössäkin tulee joskus vastaan moraalisesti vaikeita päätöksentekotilanteita, joita markkinat ja julkinen valta eivät pysty yksinään ratkaisemaan.[234] Johtajien toimintavapauden korostaminen yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamisessa voi rohkaista päätöksentekijöitä etsimään kunniallisuuden vaatimukset täyttäviä ratkaisuja, mutta samalla se voi kasvattaa transaktiokustannuksia ja kärjistää osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja.

3.6 AGENTTIKUSTANNUSARGUMENTTI

Sopimusverkkoajattelussa lähdetään siitä, että jos sopimusverkon osapuolet toimivat rationaalisesti, ne myös hyväksyvät järjestelyn, jossa osakkeenomistajat ovat ainoat residuaalioikeuksien haltijat. Samalla osapuolet hyväksyvät, että johdon velvollisuutena on maksimoida osakkeenomistajien sijoituksen arvo. Sopimusverkon muut jäsenet saavat puolestaan hyväkseen kiinteän korvauksen suostumisesta edellä mainittuihin ”sopimusehtoihin”. Osakkeenomistajien privilegiasema on siten sopimusverkkojärjestelyn keskeinen ehto, johon osapuolet

---

231 Ks. keskustelusta *Lee* 2005b s. 87–88 sekä alaviitteessä 115 mainitut lähteet.
232 *Lee* 2005b s. 88.
233 *Lee* 2006a s. 575.
234 *Lee* 2006a s. 582–584.

ovat vapaaehtoisesti suostuneet. Osakkeenomistajakeskeisessä ajattelussa oletetaan, että sopimusverkon muut jäsenet hyötyvät järjestelystä. Jos esimerkiksi johdon velvollisuuksien osakkeenomistajakeskeisyydessä tultaisiin vastaan muiden sidosryhmien hyväksi, tämä vaikuttaisi negatiivisesti näiden kiinteiksi sovittuihin kompensaatioihin eli palkkoihin, lainakorkoihin ja niin edelleen. Edelleen on huomattava, että kaikki tahot, joiden asemaan yhtiön toiminnalla on vaikutuksia, eivät ole vapaaehtoisesti tekemisissä yhtiön (tai tässä sopimusverkon) kanssa. Tällaisilla tahoilla tarkoitetaan yleensä ennen kaikkea erilaisia sopimuksenulkoisia vahingonkorvausvelkojia. Sopimusteoreetikkojen mukaan näille tahoille mahdollisesti aiheutuvat kielteiset ulkoisvaikutukset eivät kuitenkaan oikeuta tulkitsemaan johdon tehtäviä vähemmän osakkeenomistajakeskeisesti, koska sellainen tulkinta kasvattaisi agenttikustannuksia ja vähentäisi yhteiskunnallista hyvinvointia. Sopimusverkon ulkopuolisten henkilöiden suojan toteuttaminen jätetäänkin siksi sopimusverkkoajattelussa usein muun lainsäädännön kuin osakeyhtiölain varaan.[235] Monien sopimusteoreetikkojen mukaan osakkeenomistajakeskeisen ajattelun löysääminen johtaa myös siihen, että osakeyhtiön suosio yhtiömuotona vähenee tai osakkeenomistajat ryhtyvät vaatimaan sijoitussuhteeseensa sopimusehtoja, joilla turvataan johdon ehdoton velvollisuus edistää osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia.[236] Sopiminen kasvattaa yleensä transaktiokustannuksia.[237]

Johdon velvollisuuksien osakkeenomistajakeskeistä tulkintaa on puollettu myös sillä, että useiden eri tahojen intressien samanaikainen edistäminen hankaloittaa päätöksentekoa. Mitä epämääräisempi johdon mandaatti on, sitä vaikeampi on todeta, onko johto täyttänyt mandaattinsa uskollisesti ja huolellisesti. Sidosryhmäkeskeistä tulkintaa on arvosteltu myös rajoittamattoman harkintavallan antamisesta johdolle. Jos yhtiön etu sisältäisi useampien eri tahojen etuja, johto voisi tehdä päätöksensä miten se haluaa, koska aina löytyisi sidosryhmä, jonka edun edistämisellä päätös voitaisiin oikeuttaa. Tämä puolestaan voisi johtaa siihen, että johto valitsee aina kaikista vaihtoehdoista sen, joka sattuu olemaan sen oman edun mukainen.[238] Kriitikoiden mukaan tällainen järjestelmä kasvattaa agenttikustannuksia, heikentää sijoittajien luottamusta ja johtaa viime kädessä taloudellisesti tehottomampiin ratkaisuihin kuin yksinomaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin tähtäävä järjestelmä.[239] Jos

---

[235] *Lee* 2006a s. 537–539.

[236] Ks. *Bainbridge* 2007 s. 359: ”If shareholders suspect that their constituency would be systematically saddled with losses, for example, they will insist on contract terms precluding directors from making Kaldor-Hicks decisions that leave shareholders worse off. Specifically, shareholders would bargain for terms imposing fiduciary duties on directors and officers that incorporate the shareholder wealth maximization norm.”

[237] Transaktiokustannuksista esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 150–154.

[238] *Jensen* 2001 s. 14 ja *Stattin* 2008 s. 219. Ks. kritiikeistä myös *Sealy* 1987 s. 164–188.

[239] Kritiikeistä kootusti *Lee* 2006a s. 537–539.

osakkeenomistajakeskeisestä ajattelusta luovutaan, ainoat rajoitteet johdon tekemisille tulevat eräiden mukaan yrityksen ulkopuolisista mekanismeista, kuten finanssimarkkinoista, määräysvaltamarkkinoista ja viime kädessä tuotemarkkinoista.[240] Määräysvaltamarkkinat (*the market for corporate control*) ovat mahdollisesti joka tapauksessa johdon fidusiaarisiin velvollisuuksiin nähden ensisijainen keino kontrolloida agenttikustannuksia.[241] Keskeinen merkitys on myös aktivistiosakkeenomistajien johtoon kohdistamalla valvonnalla.

Osakeyhtiöoikeudellinen ajattelu palautuu viime kädessä ihmisluontoa koskeviin olettamuksiin.[242] Ainakin joissain oikeustaloustieteen koulukunnissa lähdetään siitä, että kaikkea inhimillistä toimintaa ohjaa ainoastaan laskelmoiva oman edun tavoittelu.[243] Päämies-agenttiteoria perustuu olettamukselle ihmisyksilöstä olentona, joka valitsee useista toimintavaihtoehdoista aina sen, joka on hänen oman etunsa mukainen.[244] Ihmisluonto ja erityisesti tyypillisen yritysjohtajan luonto vaikuttavat siihen, millaisia yhtiöoikeudellisia sääntöjä tarvitaan. Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun ihmiskuvaa on pidetty varsin synkkänä siinä mielessä, että johtajia pidetään lähtökohtaisesti ahneina, laiskoina ja epärehellisinä ihmisinä. Useat tutkijat ovat huomauttaneet, että joidenkin taloustieteellisten teorioiden ja johtamisteorioiden olettamat ihmisluonnosta ovat ehkä tarpeettomankin pessimistisiä. Tällaisilla teorioilla tarkoitetaan usein juuri agenttiteoriaa ja transaktiokustannusteoriaa. Niissähän ihmisluonnon määräävinä elementteinä pidetään itsekkyyttä ja taipumusta opportunismiin. Kriitikot ovat todenneet, että teoriat tosiasiassa legitimoivat ja edistävät sellaista käytöstä, jota niiden oli tarkoitus ehkäistä.[245] Filosofi *Hannah Arendt* totesi aikanaan, ettei modernien behaviorististen teorioiden huono puoli ole se, että ne olisivat väärässä. Ongelma on se, että ne voivat muuttua todeksi.[246] Toisinaan on kirjoitettu kärjistävään sävyyn päämies-agenttiteorian valtavirran edellyttämistä vakavista eettisistä ongelmista.[247] Vaikka päämies-agenttiteoriaa kohtaan on esitetty paljon perusteltua kritiikkiä, agenttikustannusargumenttia olisi hankala sivuuttaa arvioitaessa erilaisten sääntelymallien etuja ja ongelmia.

Agenttikustannusten sanotaan usein vähenevän ja taloudellisen tehokkuuden lisääntyvän, jos johtajat keskittyvät vain yhteen päämäärän eli voiton tavoitteluun. Tehokkuusnäkökulmasta ei kuitenkaan voida sivuuttaa kysymystä, ylittävätkö agenttikustannusten minimoinnista saatavat hyödyt ne yhteiskunnalliset kustannukset, joita aiheutuu, jos yhtiöt laiminlyövät toiminnassaan kaikki

---

240 *Jensen* 2001 s. 14.
241 *Lee* 2006b s. 10.
242 *Lee* 2006a s. 571–573 ja siinä analysoidut lähteet.
243 *Toiviainen* 2002 s. 80.
244 *West* 2009 s. 110.
245 *Jones – Felps* 2013 s. 227.
246 *Arendt* 1958 s. 322 ja viittauksin häneen *Lee* 2005a s. 60 alav. 211.
247 *Mäntysaari* 2013b s. 595.

muut näkökohdat kuin voiton.[248] Kirjallisuudessa viitataan toisinaan siihen, että osakeyhtiölainsäädännön ulkopuolinen lainsäädäntö on aina aukollista, eikä se siten voi suojata täydellisesti kolmansia osapuolia.[249] Aukkojen voidaan sanoa kuvastavan sitä, kuinka paljon osakkeenomistajakeskeisestä ajattelusta seuraa sosiaalisia kustannuksia. Osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun kuuluu luonnollisesti oletus, että agenttikustannusten minimoinnista koituvat hyödyt ylittävät edellä tarkoitetut kustannukset, mutta oletuksen oikeaksi vahvistaminen vaatisi erilaisia hyötylaskelmia.[250]

Oikeudellisesta näkökulmasta agenttikustannusargumentti on kiinnostava, koska *the business judgement rule* antaa osakkeenomistajakeskeisissäkin järjestelmissä johdolle varsin laajan mahdollisuuden poiketa osakkeenomistajien välittömistä taloudellisista eduista.[251] Liiketoimintapäätösperiaatteen keskeinen vaikutus on se, että suurin osa fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomiseen perustuvista kanteista hylätään.[252] Periaatteen takia paljon huonoa liiketoimintajohtamista ja jonkin verran suoranaisia väärinkäytöksiä jää rankaisematta, mikä tarkoittaa agenttikustannusten syntymistä.[253] Agenttikustannukset ovat toisaalta välttämätön osa järjestelmää, jossa harkintavalta annetaan jollekin toiselle taholle kuin residuaalioikeuksien haltijoille.[254] Kuten *Bruner* on todennut, liiketoimintapäätösperiaate ja sen hallituksen jäsenille takaama itsenäinen harkintavalta eivät sovi yhteen sen paremmin osakkeenomistajakeskeisten kuin muidenkaan vallalla olevien teorioiden kanssa.[255] Käytännössä liiketoimintapäätösperiaate suojaa monesti hallitusta riippumatta siitä, miten se on yksittäistapauksessa tasapainottanut voiton maksimoinnin tavoitetta ja muita tavoitteita toisiaan vasten.[256]

Lähes kaikki päätökset, joilla uhrataan voittovaroja lyhyellä tähtäimellä, voidaan selittää niin, että niillä edistetään voiton tuottamista pitkällä aikavälillä. Näin ollen yhtiön johdolle jää tosiasiassa laaja oikeus käyttää voittovaroja muihinkin kohteisiin kuin voitonjakoon osakkeenomistajille.[257] Esimerkiksi Delawaressa hallituksella on liiketoimintapäätösperiaatteen ansiosta tosiasiallinen mahdollisuus edistää muiden kuin osakkeenomistajien etua, kunhan kyse ei ole hallituksen oman edun edistämisestä, yhtiön varojen sel-

---

248 *Lee* 2006a s. 565.
249 *Elhauge* 2005 s. 748.
250 *Lee* 2006a s. 570.
251 Esim. *Choudhury* 2009 s. 638 ja *Adams – Licht – Sagiv* 2011 s. 1337.
252 *Gold* 2012 s. 1093.
253 *Bainbridge* 2002 s. 30–31.
254 *Bainbridge* 2006 s. 785.
255 *Bruner* 2010 s. 599–600 ja siinä mainitut lähteet.
256 Samansuuntaisesti *Sjåfjell ym.* 2015 s. 119–120.
257 *Elhauge* 2005 s. 771. Vrt. *Lee* 2006a s. 584 alav. 195: ”The risk that a manager will be held liable for preferring non-shareholders’ interests over the interests of shareholders may be very small, but it is presumably not zero.”

västä haaskauksesta (*corporate waste*) tai räikeän asiattomasta päätöksentekomenettelystä.[258]

Jonathan Macey on pohtinut mielenkiintoisessa oikeustapauskommentissaan ikivanhan *Dodge v. Ford Motor Company* -ratkaisun[259] merkitystä. Ratkaisussa Ford Motor Companyn pääosakkeenomistaja ja pääjohtaja Henry Ford kieltäytyi maksamasta osakkeenomistajille lisäosinkoja vedoten suurieleisesti haluunsa rakentaa parempia autoja kansalle ja maksaa parempia palkkoja työntekijöille. Michiganilainen valitustuomioistuin määräsi yhtiön maksamaan osingot. *Macey* spekuloi sillä, olisiko Henry Ford voittanut jutun, jos hän olisi sidosryhmäystävällisen retoriikan sijaan todennut julkisuudessa ja oikeudenkäynnissä, että edistämällä työntekijöiden ja paikallisyhteisön etua hän ajatteli tosiasiassa osakkeenomistajien parasta. Ford saattoi siis hävitä riidan vain siksi, että hänen juttunsa ajettiin huonosti.[260]

Johdon toiminnan lainmukaisuuden arvioinnin näkökulmasta ratkaisevaksi näyttääkin usein jäävän *Greenfieldin* ja *Nilssonin* esittämällä tavalla enemmän se, mitä johtajat sanovat tekevänsä, kuin se, mitä he todella tekevät.[261] Johtaja, joka sitoutuu retoriikan tasolla valistuneeseen arvonmaksimointiin, läpäisee testin, kun taas sidosryhmäystävällisemmän perustelutavan käyttäminen altistaa epäilyille yhtiön varojen käyttämisestä niille vieraaseen tarkoitukseen, vaikka itse päätös olisi molemmissa tapauksissa sama. Valistuneelle arvonmaksimoinnille perustuva järjestelmä päästää todennäköisesti läpi paljon agenttikustannuksia siinä missä sidosryhmäajattelulle perustuva järjestelmäkin, kunhan johtajat osaavat oikean retoriikan. Toisin sanoen agenttikustannusargumentti voidaan kohdistaa yhtä hyvin sidosryhmäkeskeiseen ajatteluun kuin osakkeenomistajien pitkän aikavälin taloudellista etua tai vastuullista voiton maksimointia korostavaan ajattelutapaan. Johtajien riskienhallinnan näkökulmasta olennaista on se, että he vetoavat todellisista motiiveistaan riippumatta haluunsa edistää osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia pitkällä aikavälillä.[262]

Johdon laajan harkintavallan olemassaolo ei oikeuta automaattisesti päättelemään, että voittovarojen käyttämistä muiden kuin osakkeenomistajien hyväksi pidetään yhtiöoikeuden kontekstissa *toivottavana*. Laaja harkintavalta voi selittyä sillä, että on vaikea säätää järjestelmästä, joka perustuu ankaraan voiton maksimointiin ja sen oikeudelliseen täytäntöönpanoon. Sellaiseen järjestelmään ei välttämättä ole perusteltua pyrkiä hinnalla millä hyvänsä. Näin ollen johdon tosiasiallinen mahdollisuus käyttää yhtiön varoja muiden kuin osak-

---

[258] *Miller – Gold* 2015 s. 581–582 ja siinä mainitut lähteet.
[259] *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).
[260] *Macey* 2008. Ks. myös *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 837.
[261] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 837.
[262] Ibid.

keenomistajien hyväksi saattaa olla pikemminkin välttämätön paha kuin toivottu asiaintila.[263] Näin ajateltuna yhtiöoikeus sallii joka tapauksessa varsin paljon agenttikustannuksia, mutta vain siksi, että niiden nykyistä vahvempi kontrolloiminen tiukalla voiton maksimointiin perustuvalla normilla aiheuttaisi mahdollisesti enemmän haittoja kuin hyötyjä.

Bainbridge on pohtinut, miten liiketoimintapäätösperiaatteen funktio sovitetaan yhteen historialliseen huoleen agenttikustannuksista, joita omistuksen ja johdon eriytymisestä seuraa. Lopputulos näyttäisi nimittäin olevan edellä todetuin tavoin se, että yhtiöoikeus sallii tietyn määrän agenttikustannuksia. Bainbridge huomauttaa ensin, että muut valvontanormistot tekevät osan työstä oikeusnormien puolesta. Toiseksi hän viittaa siihen, että yhtiöoikeudessa (ja yrityksen teoriassa yleisemmin) on ratkaistava ikuinen jännite harkintavallan (discretion) ja vastuun (accountability) välillä. Harkintavallan lisääminen tapahtuu aina vastuun kustannuksella ja vastuun lisääminen harkintavallan kustannuksella. Nämä arvot ovat molemmat tärkeitä, mutta Bainbridge päätyy siihen, että yhtiöoikeudessa johdon harkintavaltaa korostamalla saavutetaan enemmän tehokkuusetuja kuin ankaroittamalla vastuuta. Hänen ajattelunsa pohjaa vahvasti taloustieteilijä *Kenneth J. Arrow'n*[264] ajatuksiin auktoriteetin (authority) ja vastuun (accountability) yhteensovittamisesta. *Arrowilaiseen* tapaan voidaan ajatella, että oikeus asettaa toinen vastuuseen on yhtä kuin oikeus päättää itse. Mitä helpommin hallituksen päätökset ovat osakkeenomistajien ja tuomioistuinten kyseenalaistettavissa, sitä enemmän siirretään päätösvaltaa hallitukselta osakkeenomistajille ja tuomioistuimille. Kun osakeyhtiön ytimessä on ongelma omistuksen ja johdon eriytyneisyydestä, helpoin kriteerein tapahtuva vallansiirto hallitukselta osakkeenomistajille ja tuomioistuimille ei lopulta tuo ratkaisua alkuperäiseen ongelmaan. Bainbridge päätyy siihen, että hallituksen harkintavallan suojaamisen tulisi olla yhtiöoikeuden ”nollahypoteesi”.[265] Bainbridge on tuotannossaan puhunut sen puolesta, että hallitus käyttää laajaa harkintavaltaansa osakkeenomistajien hyväksi. Hän näyttääkin lähtevän siitä, että agenttikustannukset ovat välttämätön paha, mutta johdon harkintamarginaalin varsinainen tarkoitus ei ole muiden päämäärien kuin osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin edistäminen.

Monien tutkijoiden mukaan hallituksen tulee käyttää sille suotuja oikeuksia oikean päämäärän eli osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin edistämiseen. Hallituksen jäsenillä on tämän näkemyksen mukaan laaja harkintavalta keinojen, mutta ei tavoitteen suhteen. Oikeus keinojen valitsemiseen antaa kuitenkin käytännössä myös liikkumavaraa viimesijaisen tavoitteen määrit-

---

[263] *Lee* 2006a s. 555–556 ja *Butler – McChesney* 1999 s. 1226.
[264] *Arrow* 1974.
[265] *Bainbridge* 2002 s. 30–31. *Sharfman* 2014 näyttää sittemmin omaksuneen melko ”bainbridgeläisen” ajattelutavan.

telyssä.[266] Tuomioistuimen on hyvin vaikea sanoa, onko hallitus tosiasiassa muuttanut myös itse tavoitetta, jos se on päättänyt tavoitella voittoa osakkeenomistajille mahdollisimman työntekijäystävällisellä tai ympäristöystävällisellä konseptilla. Liiketoimintapäätösperiaatteen ja osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoitteen välillä onkin jatkuva jännite.[267]

Monesti on ajateltu, että liiketoimintapäätösperiaate jättää yhtiön hallituksen päätettäväksi ne keinot, joilla oletettuun yksiselitteiseen päämäärään eli osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin pyritään, koska oikeiden keinojen valinta on ylipäätään vaikeaa ja usein mahdotonta. Kun voimassa oleva oikeus ei kuitenkaan anna selkeää vastausta siihen, *missä määrin* ja *millä perusteilla* osakkeenomistajien välittömistä taloudellisista eduista voidaan poiketa, liiketoimintapäätösperiaate suojaa hallituksen jäseniä samalla siksi, että osakeyhtiön *tavoitteiden* legaalinen määrittely on osittain tulkinnanvarainen kysymys.[268] Niin kauan kuin osakeyhtiön tarkoitus on vain osittain täytäntöönpantavissa huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien avulla, yhtiön edun tarkka sisältö saattaa jäädä ikuiseksi mysteeriksi.

Joidenkin mukaan osakeyhtiön edun ”pluralistisesta” tulkinnasta seuraisi, että yhtiön lähes mikä tahansa päätös olisi perusteltavissa. Yhtiön johtoa olisi käytännössä mahdotonta saada vastuuseen, koska sillä olisi aina esittää jokin sidosryhmä, joka on hyötynyt päätöksestä. Johdosta tulisi lähes omnipotentti.[269] Jos johto saa valita vapaasti, mitä intressejä se edistää, johtajat käyttävät tilaisuuden automaattisesti hyväkseen edistämällä omaa etuaan. Tämäkään standardiargumentti ei ole ongelmaton. Ensin voidaan viitata siihen, että monille johtajille on yksinkertaisesti tärkeää tehdä työnsä rehellisesti ja hyvin.[270] Toiseksi osakkeenomistajilla on aina oikeus vaihtaa yhtiön hallitus (OYL 6:9) ja siten myös toimiva johto. Vaikka yhtiöintressille annettaisiin osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnista poikkeava merkityssisältö, tästä tuskin seuraa, että johdon *mikä tahansa* päätös läpäisee fidusiaaristen velvollisuuksien seulan. Esimerkiksi Suomessa johdon päätösten on oltava moitteettomia yleisen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden (OYL 1:8) sekä esteellisyyssäännöksen (OYL 6:4) näkökulmista. Lojaliteettivelvollisuuden vastaisiin tyyppitapauksiin kuuluvat ainakin erilaiset välittömän ja välillisen itsekontrahoinnin tilanteet eli yhtiölle epäedulliset transaktiot johtajan ja yhtiön välillä, sekä tapaukset, joissa johtaja on hyödyntänyt liiketoimintamahdollisuuden yhtiön edestä tai kilpaillut yhtiön kanssa.[271] Yhteiskuntavastuun edistäminen voitaisiin ymmärtää lojali-

---

[266] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 817–818 siinä mainittuine lähteineen.
[267] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 818.
[268] *Gold* 2012 s. 1095.
[269] *Stattin* 2009 s. 54–57.
[270] *Mäntysaari* 2013b s. 594–595.
[271] Ks. *Mähönen – Villa* 2015 s. 379–380 siinä viitattuine lähteineen.

teettivelvollisuuden vastaiseksi tyyppitapaukseksi ainakin silloin, kun johto ohjaa yhtiön varoja joko itselleen tai läheisilleen tärkeisiin kohteisiin. Tulkinnasta sen sijaan riippuu, missä määrin esimerkiksi kohtuullinen yhtiön työntekijöiden hyvinvoinnista huolehtiminen tai moraalisesti arveluttavan liiketoimintamahdollisuuden käyttämättä jättäminen voi tarkoittaa lojaliteettivelvollisuuden vastaista menettelyä.

Vaikka yhtiön etu antaisi johdolle oikeuden pohtia päätöksiään kohtuullisessa määrin myös muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien kannalta, tästä tuskin seuraisi, että yhtiön edun vastaisia päätöksiä ei olisi enää ylipäätään mahdollista identifioida ja sanktioida. Yhtiön omaisuuden kauppaaminen alihintaan johtajalle tai tämän läheiselle olisi yhtä lainvastaista kuin osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnille perustuvassa järjestelmässä. Vaikka yhtiön etu sallisi myös muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen edistämisen, tästä ei siis välttämättä seuraa, että agenttikustannusten hillitseminen jää yksinomaan johtajamarkkinoiden, määräysvaltamarkkinoiden ja tuotemarkkinoiden tehtäväksi. Fidusiaarisille velvollisuuksille jäisi edelleen tärkeä rooli opportunistisen käyttäytymisen ehkäisyssä ja rankaisemisessa, mutta ne olisivat olemassa lähinnä räikeiden väärinkäytösten varalta. Agenttikustannusargumentin näkökulmasta vaikuttaa siltä, että osakkeenomistajakeskeinen ja sidosryhmälähtöinen ajattelu johtavat monessa suhteessa samaan lopputulokseen.

3.7 FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET JA OSAKKEENOMISTAJIEN PREFERENSSIT

On esitetty, että osakkeenomistajien mielipiteet on otettava huomioon, kun johto arvioi päätöksentekoaan eettiseltä kannalta, koska johtajat käyttävät taloudellisessa mielessä osakkeenomistajien rahaa.[272] Johdon päätöksenteossa ei luonnollisesti voida sivuuttaa osakkeenomistajien odotusta siitä, että yhtiön toiminnassa tavoitellaan voittoa. Muiden hyvien kuin voiton tuottamisen merkitystä osakeyhtiöoikeudessa joudutaan arvioimaan riippumatta siitä, pidetäänkö johdon fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteena yhtiötä, yhtiötä ja osakkeenomistajia vai ainoastaan osakkeenomistajia. Joissain yhtiöissä tämä seuraa jo siitä, että osakkeenomistajat saattavat asettaa eettisiä reunaehtoja voiton maksimoinnille ja jotkut yhtiöt ovat eksplisiittisesti ilmoittaneet edistävänsä toiminnassaan myös muita päämääriä kuin voiton tuottamista osakkeenomistajille. Eettiset reunaehdot ja muut päämäärät kuin voiton tuottaminen voivat olla ristiriidassa joidenkin osakkeenomistajien odotusten kanssa.

[272] *Lee* 2005a s. 62.

Fidusianttien etujen yhteensovittamisesta keskustellaan kansainvälisessä kirjallisuudessa erityisesti erilaisten institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta. Ongelmat ovat tuttuja myös angloamerikkalaisten maiden *trusteja* koskevasta kirjallisuudesta.[273] Institutionaalista sijoittajaa kuten eläkevakuutusyhtiötä voidaan pitää taloudellisessa terminologiassa osakkeenomistaja-asemansa perusteella fidusianttina niissä yhtiöissä, joihin se tekee sijoituksia. Sen fidusiaareina ovat tällöin kohdeyhtiön johtajat. Asetelmassa syntyy kuitenkin kaksinkertainen päämies-agenttiongelma, koska eläkevakuutusyhtiö (ja sen johto) toimii samalla fidusiaarina omille fidusianteilleen eli eläkesäästäjille. Kun päämies-agenttisuhteiden ketjuun otetaan mukaan kaikki oikeudellisesti relevantit toimijat, päämies-agenttisuhteita on vähintään kaksi. Kun tähän lisätään se, että eläkevakuutusyhtiössä on useita eläkesäästäjiä edunsaajina ja eläkevakuutusyhtiö on vain yksi kohdeyhtiön osakkeenomistajista, moninkertaisten päämies-agenttiongelmien haltuunottaminen käy vaikeaksi. Tällaisia päämies-agenttisuhteiden ketjuja ei synny ainoastaan eläkevakuutusyhtiöiden kontekstissa. Niitä ilmenee myös valtionyhtiöissä, kuntayhtiöissä ja monissa muissakin yhtiöissä.

Fidusianttien erilaisten intressien toteuttamiseen liittyy vaikeita käytännöllisiä, oikeudellisia ja moraalisia ongelmia.[274] Osakeyhtiöympäristössä yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamiseen liittyvistä yhtiöoikeudellisista haasteista ehkä suurin liittyy vaatimukseen osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta. Osakeyhtiössä aktualisoituu tältä kannalta sama ongelma kuin kaikissa yhteisöissä (valtiot, kunnat, ylioppilaskunnat, trustit[275] jne.), joissa jäsenten moraaliset ja poliittiset preferenssit poikkeavat toisistaan. *Richardson* on käynyt läpi useita empiirisiä tutkimuksia, joiden perusteella voidaan sanoa, että sosiaalisesti vastuullisilla sijoittajilla on melko lailla erilaisia arvoja. ”Tavanomaisten” sijoittajien väliset arvoerimielisyydet voivat olla vielä jyrkemmät. Trustien tai esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden edunsaajien välisten arvoerimielisyyksien olemassaoloon ja voimakkuuteen vaikuttanee usein se, millaisesta yhteisöstä on kyse. Esimerkiksi tietyn ammattijärjestön paikallisten jäsenten eläkerahastossa intressiristiriidat eivät välttämättä kärjisty niin vahvasti kuin esimerkiksi henkivakuutusyhtiössä, jossa edunsaajat tai osakkeenomistajat edustavat otosta koko väestöstä. Jos kyseessä on yhteisö, jossa edunsaajina on suurin osa valtion koko aikuisväestöstä, kuten *Canada Pension Plan*, vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät erimielisyydet lienevät kaikkein selvimmät. Erimielisyydet voivat koskea sitä, pitääkö yhteisön ylipäätään edistää sijoituspäätöksillään esimerkiksi eläinten hyvinvointia tai hiilidioksidipäästöjen vähentämistä, mutta myös sitä, *missä määrin* voittoja voidaan uhrata näiden tavoitteiden edistämiseksi.[276]

---

[273] *Sandberg* 2013a; *Richardson* 2011.
[274] *Richardson* 2011 s. 6.
[275] Trusteista ks. *Richardson* 2011 s. 9–11.
[276] *Richardson* 2011 s. 10–11.

Fidusianttien erilaiset preferenssit on syytä ottaa huomioon myös voitontuottamisyhtiöitä koskevassa tutkimuksessa. Oikeuskirjallisuudessa on vanhastaan huomioitu, että osakkeenomistajien edut eivät useinkaan ole yhteneväiset.[277] Sijoittajan eettiset preferenssit eivät välttämättä eroa toisistaan riippuen siitä, tarkastellaanko hänen odotuksiaan esimerkiksi eläkevakuutusyhtiön edunsaajana vai voitontuottamisyhtiön osakkeenomistajana. Myös voitontuottamisyhtiön osakkeenomistajalla voi olla markkinoiden keskimääräisiä odotuksia sofistikoituneempia preferenssejä sen suhteen, millaisin eettisin reunaehdoin yhtiö toteuttaa voitontuottamistarkoitusta.[278] Toisaalta osakkeenomistajien välillä on usein erimielisyyksiä puhtaasti voitontuottamistarkoituksen taloudelliseen puoleen liittyvissä kysymyksissä. Viimeksi mainittu näkökohta onkin se, jonka kautta yhtiöoikeudessa tavanomaisesti tarkastellaan osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja.[279]

Kotimaisessa yhtiöoikeuden tutkimuksessa intressiristiriidat on ratkaistu soveltamalla osakkeenomistajien yhteistä etua tai tarkemmin yhteistä hypoteettista etua.[280] Hahmotustapaan liittyy käsitteellisiä ja lainopillisia ongelmia. Jos yhtiön etu ja tarkoitus määritellään osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinniksi pitkällä aikavälillä tai osakkeenomistajien yhteiseksi hypoteettiseksi eduksi, osakkeenomistajien erilaisia preferenssejä koskeva ongelma sivuutetaan kokonaan.[281] Osakkeenomistajien väliset intressiristiriidat eivät rajoitu ainoastaan tilanteisiin, joissa on kyse selvästi lainvastaisesta osakkeenomistajan suosimisesta toisen kustannuksella. Voidaan kuvitella lukematon määrä erilaisia sinänsä laillisia tapoja toteuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta, joiden mielekkyydestä osakkeenomistajat ovat kuitenkin erimielisiä.[282]

Osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja esiintyy niin lainvastaisella alueella kuin lainmukaisella alueella. Hallituksen päätös voi olla liiketaloudellisesti perusteltu, vaikka kaikki osakkeenomistajat eivät sitä hyväksyisikään. Tällöin on epäselvää, tulisiko hallituksen päätös legitimoida viittaamalla yhtiön omaan etuun vai osakkeenomistajien yhteiseen etuun. Valinta ei välttämättä vaikuta lopulta päätöksen oikeudellisen arvioinnin lopputulokseen, vaan erot voivat näyttäytyä enemmän retorisella tasolla. Käsitejärjestelmän rakentami-

---

277 Ks. *Taxell* 1946 s. 20. Uudemmasta kirjallisuudesta esim. *Sjåfjell ym.* 2015 s. 91.

278 Ks. myös *Mähönen – Villa* 2015 s. 340, jotka luonnehtivat ilmiötä termillä ”poikkeava osakkeenomistajakäyttäytyminen”.

279 Laajasti esim. *Vahtera* 2011a s. 177–271.

280 *Pönkä* 2013 s. 30.

281 Osakkeenomistajien väliset intressiristiriidat on dokumentoitu selvästi monissa yhteyksissä. Ks. *Timonen* 1997 s. 167–168; *Anabtawi* 2006 s. 564; *Vahtera* 2011a s. 188. Kriittisesti myös *Sjåfjell* 2009 s. 84–85 ja laajasti tarkastellen *Keay* 2011 s. 83–86. Erityisesti aktivistiosakkeenomistajia silmällä pitäen *Mähönen* 2016 s. 151.

282 Voitontuottamistarkoituksen tai muunkaan tavoitteen saavuttamiseksi ei ole olemassa yhtä ainoaa keinoa. Ks. *Gold* 2007 s. 441–442. Erityisesti voitontuottamistarkoituksen ja erilaisten ansaintalogiikoiden välisistä suhteista *Vahtera* 2011a s. 180–181.

sessa tulisi joka tapauksessa pitää kiinni johdonmukaisuuden vaatimuksesta. Vaikka ajatuksena on, että liiketaloudellisesti perusteltu päätös hyödyttää vähintään pitkän ajan kuluessa kaikkia osakkeenomistajia, osakkeenomistajien välistä konkreettista intressiristiriitaa on hankala ratkaista loogisesti näiden yhteisellä edulla. Osakkeenomistajien yhteinen etu on käsitteellisesti epäjohdonmukainen konfliktinratkaisukeino myös silloin, kun osakkeenomistaja saa selvästi osakeyhtiölain 1:7:ssä tarkoitetun epäoikeutetun edun yhtiön ja muiden osakkeenomistajien intressien kustannuksella. Empiirisesti havaittavana seikkana intressiristiriitojen olemassaoloa harvoin kiistetään, mutta yleisten oppien ja laintulkinnan tasolla ongelma väistetään ratkaisemalla osakkeenomistajien välinen intressiristiriita heidän yhteisellä edullaan. Terminologia hämärtää sen, että osakeyhtiöoikeuden lähtökohtana saattaa tosiasiassa olla yhtiön edun asettaminen yksittäisten osakkeenomistajien etujen edelle. Konkreettisena konfliktinratkaisukriteerinä yhtiön etu lienee voimakkaampi kuin vaatimus osakkeenomistajien aineellisesti yhdenvertaisesta kohtelusta.[283] Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei ole suojata osakkeenomistajan subjektiivisia odotuksia siitä, miten voiton tuottamista tulee edistää.[284]

Joissakin yhtiöissä jo erilajisten osakkeiden olemassaolosta seuraa, että osakkeenomistajien intressit poikkeavat helposti toisistaan.[285] Osakkeenomistajien yhteinen etu on ainakin omistusrakenteeltaan hajautuneessa yhtiössä usein fiktio.[286] Pitkän aikavälin varallisuudenmaksimointi ei vastaa useiden sijoittajien odotuksia.[287] Esimerkiksi riskipääomasijoittaja voi hyvin odottaa, että sijoituksesta saatava hyöty realisoidaan kokonaan muutamassa vuodessa sijoituspäätöksestä, eikä osakeyhtiölaki voi *velvoittaa* yhtiön johtoa toimimaan kategorisesti tällaisen sijoittajan odotusten vastaisesti.[288] Yhdessä kotimaisen kirjallisuuden esityksessä kritiikki on esitetty niin, että reaalielämän henkilöiden intressiristiriitoja ei voi ratkaista viittaamalla fiktiivisten henkilöiden intresseihin.[289]

Jos yhtiön etu määritellään osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi, ei sivuuteta ainoastaan osakkeenomistajien keskinäisiä intressiristiriitoja vaan myös kaikkien tai joidenkin osakkeenomistajien intressiristiriidat yhtiön muiden si-

---

[283] Lainopissa yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen yhteensovittaminen on osoittautunut poikkeuksellisen vaikeaksi kysymykseksi. Ks. *Savela* 2010 s. 17–20.

[284] *Vahtera* 2011a s. 86. *Immonen – Villa* 2015 s. 35 ovat todenneet, ettei yhdenvertaisuusperiaate anna ainakaan lähtökohtaisesti suojaa ”osakkeenomistajan subjektiivisille odotuksille, jotka eivät kohdistu suoraan osakeyhtiölain säännöksiin tai yhtiöjärjestyksen määräyksiin”. Immonen ja Villa määrittelevät yhtiön edun osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi. Vastaavasti *Pönkä* 2012 s. 257–258.

[285] *Keay* 2011 s. 56. Osakkeiden erilajistamisesta esim. *Villa* 1997 s. 26–29 ja 124–133.

[286] *Mäntysaari* 2010 s. 161.

[287] *Mäntysaari* 2013b s. 594.

[288] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 710.

[289] *Mäntysaari* 2014 s. 366.

dosryhmien edustajien kanssa. Ei ole itsestään selvää, että hallituksen on lain mukaan kaikissa olosuhteissa ratkaistava intressiristiriita osakkeenomistajien todellisten odotusten tai näiden oletetun yhteisen edun mukaan. Voi esimerkiksi olla, että hallituksen on joissain olosuhteissa asetettava yhtiön etu osakkeenomistajien etujen edelle velkojien suojaamiseksi.[290] Se, mikä on hyväksi osakkeenomistajalle tai osakkeenomistajille, ei välttämättä ole hyväksi yhtiölle[291] ja toisin päin. Yhtiön edun oikeudellisessa määrittelyssä on jo käsitteellisten ongelmien takia kiinnitettävä huomiota muihinkin hahmotustapoihin kuin osakkeenomistajien yhteiseen hypoteettiseen tai todelliseen etuun.

Osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen ratkaisemisessa joudutaan usein arvioimaan enemmistöperiaatteen merkitystä.[292] Enemmistöperiaatteen merkitys konfliktinratkaisukeinona on parhaimmillaan yhtiökokouksessa tehtävissä päätöksissä, mutta periaate ei tarjoa selkeää ohjenuoraa sen suhteen, mitä *laki vaatii* hallituksen tekevän. Näin ollen periaate ei ilmeisesti tarjoa patenttiratkaisua fidusiaaristen velvollisuuksien täsmentämisessä ja intressiristiriitojen ratkaisemisessa. Ensiksi on mahdollista, ettei yhtiössä ylipäätään ole sellaista enemmistöä, jonka intressien perusteella konflikti voitaisiin ratkaista tai jonka tahtoon johto voisi tukeutua. Toisaalta vaikka tällainen enemmistö olisi olemassa, johdolle tuskin voidaan asettaa lakiin perustuvaa ja vahingonkorvausvastuulla sanktioitua *velvollisuutta* perustaa päätöksentekoaan yksittäisen osakkeenomistajan tai yksittäisten osakkeenomistajien todellisiin odotuksiin. Hallituksen riippuvaisuus enemmistöosakkeenomistajan odotuksista on taloudellinen realiteetti, joka seuraa enemmistöosakkeenomistajan oikeudesta vaihtaa hallitus. Tämä on kuitenkin eri asia kuin se, mitä fidusiaariset velvollisuudet edellyttävät hallitukselta. Vaikka enemmistöosakkeenomistajan odotukset ovat yleensä ratkaisevia päätöksenteon kannalta, enemmistöosakkeenomistajan tai muunkaan osakkeenomistajan subjektiiviset odotukset eivät ilmeisesti ole oikeuslähteitä.

Edellä esitetystä seuraa, että fidusiaaristen velvollisuuksien oikeudellisen sisällön selvittämisessä joudutaan etsimään muitakin ratkaisuvaihtoehtoja kuin osakkeenomistajien yhteinen etu ja enemmistöperiaate. Ratkaisuvaihtoehdon tulisi olla sellainen, että se selittää reaalimaailman ilmiöitä, oikeussääntöjä ja

---

[290] Ks. myös *Rock* 2013 s. 1958: ” – – shareholder value and corporate value can, and will, diverge, especially as the firm enters financial distress.”

[291] Ibid. s. 1961. Ks. samasta asetelmasta konsernisuhteissa *Koski* 1977 s. 245 ja edelleen HE 27/1977 vp. s. 64, jossa todetaan osakkeenomistajan kyselyoikeudesta yhtiökokouksessa seuraavasti: ”– – yhtiön johto ei ole velvollinen tai edes oikeutettu antamaan sellaisia tietoja, joiden paljastaminen voi vahingoittaa yhtiötä. Kyselyn esittäjä saattaa pyrkiä edistämään vain omia tai kolmannen miehen intressejä eikä yhtiön etua.”

[292] Esim. *Vahtera* 2011a s. 209–213. Vahteran johtopäätös on, että enemmistöosakkeenomistajalla ja sen valitsemalla johdolla on varsin laaja oikeus edistää yhtiön toiminnan tarkoitusta parhaaksi katsomallaan tavalla.

tuomioistuinratkaisuja. Vertailun vuoksi voidaan tarkastella, miten fidusianttien erilaisten preferenssien yhteensovittamista ja fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöä on lähestytty muissa yhteisöissä kuin voitontuottamisyhtiöissä.

Eläkevakuutusyhtiöissä ja trusteissa fidusiaari voi pyrkiä selvittämään fidusianttien käsitykset niistä *periaatteista*, joiden nojalla sijoituspäätökset tehdään. Tässä vaihtoehdossa tavoitellaan siis yhteisymmärrystä periaatteista, jotka kertovat, miten päätöksenteko tapahtuu. Näin ehkä vältetään ongelmia, joita seuraisi fidusianttien käsitysten puntaroinnista jokaisen yksittäisen sijoituspäätöksen yhteydessä. Kohdeyhtiö voi esimerkiksi olla tietyn sertifiointijärjestelmän piirissä tai vastuullisten yritysten pörssi-indeksissä.[293] Näin myös yhteisön edunsaajat ja osakkeenomistajat voivat perehtyä etukäteen niihin periaatteisiin, joita sertifikaatissa tai indeksissä edellytetään yhtiön noudattavan. Tässä vaihtoehdossa tavoitellaan siis lopulta eräällä tavalla fidusianttien yksimielisyyttä. Siinä mielessä se toteuttaisi melko hyvin perinteisiä yhtiöoikeudellisia periaatteita, joiden mukaan voitontuottamistarkoituksesta poikkeaminen ei yleensä ole ongelma, jos kaikki osakkeenomistajat suostuvat tähän. Mahdollisuus tutustua ennakolta niihin periaatteisiin, joiden pohjalta päätöksenteko tapahtuu, vähentänee jossain määrin intressiristiriitojen kärjistymistä. Ongelmia se ei toki kokonaan poista, koska periaatteet on voitu määritellä liian abstraktisti.

Edellä esitetty ratkaisukeino perustuu siihen, että yhteisön osakkeenomistajien tai edunsaajien yksimielisyys varmistetaan ennen kuin voitontuottamistarkoituksen ja muiden hyvien välinen konkreettinen konfliktitilanne on käsillä. Tätä ratkaisuvaihtoehtoa on pidetty esillä myös pohdittaessa sitä, miten valtio-osakkeenomistajan ja valtionyhtiön muiden osakkeenomistajien väliset intressiristiriidat tulisi ratkaista. Muilta osakkeenomistajilta kuin valtiolta edellytettäisiin, että ne pystyvät päättelemään yhtiöstä annetun julkisen informaation ja yhtiön aikaisemman käyttäytymisen perusteella, että valtio-osakkeenomistaja saattaa edistää omistajaohjauksessaan muitakin päämääriä kuin voiton tuottamista.[294] Riskipositiolähtöisessä corporate governance -tutkimuksessa korostetaan yleensä sitä, että yhtiön päätöksentekoon liittyvien riskien tulisi olla kohtuullisella tavalla osakkeenomistajien ennakoitavissa.[295] Jos osakkeenomistajat ovat suostuneet ennakolta siihen, että yhtiön toiminnassa tavoitellaan muitakin päämääriä kuin voiton maksimointia tai että voiton maksimointi on toissijainen tavoite johonkin toiseen päämäärään nähden, yhtiöoikeudellista ongelmaa ei synny.[296]

---

[293] *Richardson* 2011 s. 11.
[294] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 717.
[295] *Vahtera* 2011a s. 177–178. Riskiteoriasta ja riskiposition käsitteestä *Mähönen – Villa* 2015 s. 157–175.
[296] Ks. myös *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 36. Osakkeenomistajien yksimielisen päätöksen merkitystä korostetaan kirjoituksessa *Meese – Oman* 2014.

Mitä avoimempi, konkreettisempi ja läpinäkyvämpi yhtiön yhteiskuntavastuupolitiikka on, sitä helpommin voisi odottaa osakkeenomistajan hyväksyneen sen ennakolta ja hyväksyneen ne vaikutukset, joita yhteiskuntavastuupolitiikalla on hänen riskipositioonsa. Selvää on, että tässä vaihtoehdossa yhtiöstä annettavalla julkisella informaatiolla on keskeinen merkitys. Sekä osakkeenomistajaksi jälkimarkkinoilla tullut henkilö että yhtiötä perustettaessa mukana ollut sijoittaja ovat voineet kohdistaa yhtiöön voiton maksimoinnista poikkeavia odotuksia, ja kumpikin on tehnyt sijoituksensa yhtä vapaaehtoisesti.[297] Jos yhtiön päätökset ovat yhdenmukaisia ennalta määritellyn ja yhteiskuntavastuunäkökohdille rakentuvan toimintapolitiikan kanssa, osakkeenomistajan mahdollisuudet vedota siihen, että päätökset olivat ennakoimattomia ja hänen perusteltujen odotustensa vastaisia ainakin vähenevät.[298] *Mähönen* ja *Villa* ovat pitäneet mahdollisena, että yhtiö voi toteuttaa eräänlaista laajennettua yhteiskuntavastuuta, jos johto informoi asiasta osakkeenomistajia ja muita sijoittajia. Osakkeenomistajat voivat tämän jälkeen reagoida asiaan parhaaksi katsomallaan tavalla.[299] *Kaisanlahti* on puolestaan todennut, että sijoittajat voivat ottaa valtion kaltaisen osakkeenomistajan erityislaatuiset yhteiskunnalliset tavoitteet huomioon hinnassa, jonka he ovat valmiita maksamaan osakkeesta.[300] Julkisessa yhtiössä osakkeenomistajan keskeiseksi riskienhallintakeinoksi nousee normaali exit-oikeus. Ongelmana on toisaalta se, ettei exit-oikeus anna osakkeenomistajalle varmuudella täyttä suojaa. Osakkeenomistaja voi nimittäin olla pakotettu myymään osakkeensa alennettuun hintaan, jos yhtiön olemassaoleva tai muuttunut yhteiskuntavastuupolitiikka tekee osakkeista vähemmän houkuttelevia potentiaalisille ostajille.[301] Muissa kuin julkisesti noteeratuissa yhtiöissä exit-oikeus ei tyypillisesti ole ollenkaan käytössä. Niissä osakkeenomistajien yksimielisyys joudutaan varmistamaan muilla keinoilla kuten yhtiöjärjestysmääräyksillä ja osakassopimuksilla.

Oikeuskirjallisuudessa fidusianttien kantojen varmistamista ei ole pidetty ainoana teoreettisena mahdollisuutena ratkaista eettisiin preferensseihin liittyviä ristiriitoja. Fidusiaari voi turvautua sosiaalisiin normeihin, jotka ilmenevät esimerkiksi kansainvälisistä ihmisoikeussopimuksista ja kansallisista laeista. *Richardson* näkee tämän vaihtoehdon ongelmana sen, että fidusiantit eivät välttämättä hyväksy kaikkia edellä mainittuja normeja tai arvoja, olkoonkin, että ne

---

[297] *Lee* 2005a s. 55.

[298] Tämä kysymys olisi periaatteessa voinut aktualisoitua myös Suomen oikeuskanslerin ratkaisemassa Arctia Shipping -tapauksessa, jos yhtiössä olisi ollut vähemmistöosakkeenomistajia. Ks. *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 715.

[299] *Mähönen – Villa* 2015 s. 336. Myös Mähösen ja Villan mukaan osakeyhtiöissä ilmenee siten samoja ongelmia kuin esimerkiksi eettisissä sijoitusrahastoissa. Ibid. s. 336–337 ja siinä mainittu kirjallisuus.

[300] *Kaisanlahti* 2001 s. 17–18.

[301] *Lee* 2005a s. 58 alav. 206.

on otettu kansainvälisiin sopimuksiin tai kansallisiin lakeihin demokraattisen päätöksentekoprosessin tuloksena. Toisaalta esimerkiksi monet ihmisoikeudet ovat niin tulkinnanvaraisia, että ne eivät ohjaa konkreettisessa päätöksenteossa.[302] Ihmis- ja perusoikeudet voivat myös olla keskenään ratkaisemattomassa ristiriidassa sillä tavoin, että globaalin yrityksen johtajan on mahdoton sanoa, millainen ratkaisu on vallitsevien sosiaalisten normien mukainen.

Edellistä vaihtoehtoa lähellä on se, että fidusiaari voi ottaa tehtävänsä toteuttamisessa huomioon kolmansien osapuolten edut (*third-party stakeholders*). Tähän vaihtoehtoon kuuluu monia osakeyhtiöoikeudellisista keskusteluista tuttuja ongelmia. Ongelmaksi voi muodostua erityisesti se, että fidusiaarin lojaliteettivelvollisuus on periaatteessa jakamaton, eli sen tarkoituksena on perinteisesti ollut vain fidusianttien suojaaminen. Fidusiaaristen velvollisuuksien kohdistaminen useisiin tahoihin voi johtaa intressien sattumanvaraiseen tasapainottamiseen. Lisäksi on huomattava, ettei kaikkien tahojen intressejä voida toteuttaa samaan aikaan, jos ne ovat aidossa ristiriidassa keskenään.[303]

Fidusianttien keskinäisten intressiristiriitojen ratkaisemiseksi ei selvästi ole olemassa suvereenia keinoa. Kaikkiin liittyy vaikeita teoreettisia ja käytännöllisiä ongelmia. Mikään ratkaisuvaihtoehto ei toisaalta kilpaile täydellisen mallin kanssa, vaan muiden institutionaalisten järjestelyjen kanssa.[304]

3.8 LOJALITEETTIVELVOLLISUUS FIDUSIAARISENA HALLINNOINTINA

Miller ja *Gold* ovat viime aikoina esittäneet vaihtoehtoisen tulkinnan fidusiaarisuhteista. Heidän tulkinnassaan olennaiset käsitteet ovat *fiduciary service* ja *fiduciary governance*. Näistä ensimmäinen fidusiaarisuhteen tyyppi sopii sellaisiin agenttisuhteisiin, joissa agentti edustaa selvästi tiettyä henkilötahoa. Esimerkkeinä tällaisista agenttisuhteista voidaan mainita lääkärin ja potilaan, asianajajan ja tämän asiakkaan tai lapsen ja tämän huoltajan välinen suhde. Fiduciary service -mandaatille on ominaista, ettei sitä voi olla olemassa ilman tiettyä henkilöä, jonka hyväksi mandaattia tulee käyttää. Käsite *fiduciary governance* viittaa puolestaan merkittävään määrään fidusiaarisuhteita, joissa fidusiaari tarjoaa ennemmin hallinnointia kuin palveluja. Kyse on tällöin siitä, että fidusiaari edistää tiettyjä abstrakteja tavoitteita tai tarkoituksia sen sijaan, että hän hallinnoisi tiettyjen *henkilöiden* asioita tai omaisuutta. Fiduciary governance -suhteessa ei ole ylipäätään tarvetta tunnistaa tiettyä fidusianttia

---

[302] *Richardson* 2011 s. 11.
[303] Ibid. s. 12–13 ja siinä mainitut lähteet.
[304] Jos jokin malli todetaan käyttökelvottomaksi, koska se ei ole täydellinen, keskustelija syyllistyy niin sanottuun nirvana-virhepäätelmään. *Fischel* 1982 s. 1272.

tai määritellä tämän nimenomaisia preferenssejä. Abstraktit tarkoitukset eivät myöskään muutu, vaikka yhteisön jäsenet, kuten osakeyhtiössä osakkeenomistajat, vaihtuisivat. *Millerin* ja *Goldin* mukaan osakeyhtiöoikeudellisessa keskustelussa on juututtu tarpeettomasti kiinni ikuiseen väittelyyn siitä, keiden *henkilötahojen* etuja johdon on fidusiaaristen velvollisuuksien mukaan edistettävä. Lojaliteettivelvollisuus pitäisi ymmärtää niin, että hallituksen jäsenten tulee olla lojaaleja tiettyjä tavoitteita eikä henkilöitä kohtaan.[305] Huomion tärkeyttä korostaa se, että tuomioistuimet viittaavat tyypillisesti vain arvoituksellisesti ”yhtiön etuun” tai ”yhtiön ja sen osakkeenomistajien etuun” jättäen fidusiaaristen velvollisuuksien suojaaman henkilöpiirin laajuuden tulkinnanvaraiseksi ja ristiriitaiseksi. On vaikea sanoa, mitä yksittäistä henkilötahoa hallitus tosiasiassa edustaa.

Millerin ja *Goldin* mukaan esimerkiksi Delawaren osavaltion kanta osakeyhtiön tarkoitukseen ja osakeyhtiötä kuvaaviin teorioihin on jäänyt epäselväksi. He viittaavat mahdollisuuteen, että tuomioistuimet ovat tietoisesti vaalineet epäselvyyttä. Koska emme voi varmuudella tietää, onko Delawaren oikeus osakkeenomistajakeskeisen vai jonkin sidosryhmälähtöisemmän mallin kannalla, Delawaren osakeyhtiölainsäädännön hallitukselle antama mandaatti voi periaatteessa olla yhtä hyvin *service mandate* (jolloin fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat osakkeenomistajiin) tai *governance mandate* (jolloin fidusiaarisia velvollisuuksia ei voi määritellä viittaamalla tiettyjen henkilötahojen kuten osakkeenomistajien tai muiden sidosryhmien etuihin).[306]

Oikeuskirjallisuudessa kiinnitetään toisinaan huomiota siihen, että osakeyhtiön etu on pelkkä abstraktio.[307] Yleensä tätä pidetään ongelmana, jonka vuoksi yhtiön etu täytyy määritellä jonkin sidosryhmän konkreettiseksi eduksi. Millerin ja Goldin tulkintoja seuraten ongelma saattaakin olla ratkaisu. Sekä osakeyhtiön etua että osakeyhtiötä itsessään voidaan yhdestä näkökulmasta pitää abstraktioina. Tässä mielessä osakeyhtiö ja sen etu eivät ole kuitenkaan yhtään sen abstraktimpeja ja vaikeammin hahmotettavia ilmiöitä kuin yhdistys tai säätiö sekä niiden tarkoitukset. Osakeyhtiö, yhdistys ja säätiö ovat kaikki oikeushenkilöitä ja tässä merkityksessä abstraktioita. Harvat kyseenalaistavat ajatuksen, jonka mukaan säätiön tai yhdistyksen tarkoitus voidaan määritellä viittaamatta edunsaajiin, jäseniin tai näiden individuaalisiin intresseihin. Säätiöiden ja yhdistysten tarkoitukset määritellään nimenomaan abstraktien tavoittei-

---

[305] *Miller – Gold* 2015, esim. s. 544: ”Service-type relationships are distinguished from governance-type relationships not in terms of their function but instead in respect of their ends. Whereas in a conventional fiduciary relationship the fiduciary stands in substitution for another in acting in the interests of determinate persons, in institutional fiduciary relationships the fiduciary is to act for stipulated purposes that transcend the interests of determinate persons.”

[306] *Miller – Gold* 2015 s. 536–539 analysoivat Delawaren oikeustilaa.

[307] *Gray* 2005 s. 187: ”The corporation is, however, an artificial person, which means that its ‘interests’ are an abstraction.”

den kautta, vaikka säätiöt ja yhdistyksetkin ovat aina jonkun perustamia. Ajatus osakeyhtiön omasta edusta on kuitenkin monille liian abstrakti tai epämääräinen tullakseen hyväksytyksi. Ongelma ei liene niinkään se, voiko yhtiöllä olla oikeudellisessa katsannossa oma etunsa, vaan se, millaisia abstrakteja tavoitteita yhtiön etuun tulisi liittää.

Yhtiön etuun kuuluu itsestäänselvästi voiton tuottaminen. Ilman tätä elementtiä osakeyhtiö ei olisi osakeyhtiö eikä se eroaisi muista yhteisömuodoista.[308] Voitontuottamistarkoitus ja yhtiön toimiala toimivat yleisluonteisina lähtökohtina, kun yhtiöintressin materiaalinen sisältö pyritään määrittämään yksittäistapauksessa. Vanhemmassa kotimaisessa kirjallisuudessa todettiin, että ”osakeyhtiön edun mukaista on sellainen toiminta, joka turvaa yhtiön olemassaolon ja on pitkällä aikavälillä tarkasteltuna kannattavaa ja voittoa tuottavaa”.[309] Tätä täsmennettiin samalla niin, että yhtiöön kohdistuvat muut tarpeet ja odotukset asettavat reunaehtoja voiton tavoittelulle tai ainakin maksimaaliseen voittoon pyrkimiselle.[310] Ajatustapa viittaa sellaiseen mahdollisuuteen, että voitontuottamistarkoitus ei välttämättä ole ainoa yhtiön etua määrittävä elementti, vaan sen tulkinnassa voidaan ottaa huomioon myös yleiset käsitykset siitä, miten liiketoiminnassa on kunniallista menetellä. Toisaalta juuri tällaiset abstraktit tavoitteet palauttavat kysymyksenasettelun siihen, rikkooko niiden toteuttaminen osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta ja luottamusta siihen, että yhtiön toiminnassa tavoitellaan vain voittoa.

Normatiivisesti hankalin kysymys on juuri se, sisältääkö yhtiöintressi muitakin abstrakteja tavoitteita kuin voiton tuottamisen. *Milton Friedman* totesi poleemisessa klassikkokirjoituksessaan, että voitontuottamistarkoitusta tulee toteuttaa lain ja yhteiskunnassa yleisesti hyväksyttyjen eettisten vaatimusten puitteissa.[311] Eettisten näkökohtien huomioon ottaminen osakeyhtiöiden päätöksenteossa tunnustettiin myöhemmin esimerkiksi American Law Instituten julkaisemissa corporate governance -periaatteissa (”– – *corporations may take into account ethical considerations*”).[312] Suositusten on yleisesti todettu olevan

---

[308] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.

[309] *Toiviainen* 1992 s. 167–173. Vrt. viimeaikaisesta kirjallisuudesta *Mäntysaari* 2010 s. 172: ”The interests of the 'company' can thus be defined as the interests of the firm to survive in a competitive environment in the long term.” *Keay* 2008 erityisesti s. 679 ja 691–694 pitää johdon tehtävänä koko yhtiön arvon maksimointia pitkällä aikavälillä ja yhtiön toiminnan jatkuvuuden turvaamista taloudellisesti kestävällä tavalla.

[310] *Toiviainen* 1992 s. 167–173.

[311] *Friedman* 1970: ”In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom.” Friedmanin luonnehdinta johtajasta yhtiön ”omistajien työntekijänä” on oikeudellisesti virheellinen.

[312] *Ali Principles of Corporate Governance* 1994.

”keskeisessä asemassa, kun arvioidaan yhdysvaltalaista suhtautumista yritysjohdon huolellisuusarviointiin”.[313] Eettisten normien sisältö on kiistanalainen kysymys, mutta niiden olemassaoloa olisi hankala sivuuttaa kokonaan vain tästä syystä. Yhtiön intressin tarkempaa sisältöä on joka tapauksessa perusteltua tarkastella vastoin sitä tarkoitusta tai niitä tarkoituksia, joita varten osakeyhtiön olemassaolo on ylipäätään sallittu. Kansainvälisessä tutkimuksessa on esitetty, että osakkeenomistajien voiton maksimointi ei ole tälläkään hetkellä missään oikeusjärjestyksessä ainoa tarkoitus, jota varten yhteiskunta on sallinut osakeyhtiön olemassaolon.[314] Kriittisissä puheenvuoroissa ajatellaan siis, että tämän taustapremissin tulisi samalla ohjata yhtiön edun ja toiminnan tarkoituksen tulkinnallisen sisällön määrittämistä lainsäädännön tasolla.

3.9 YHTIÖN EDUN YHTIÖKOHTAINEN SISÄLTÖ

3.9.1 Constituency directors -malli

Yhtiön etu voidaan määritellä lain tasolla vain hyvin yleisluonteisesti. Tämä johtuu jo siitä, että säänneltävät yhtiöt ovat keskenään erilaisia. Jos yhtiön etua käsitellään konkreettisena konfliktinratkaisumekanismina, sitä on vaikea määritellä osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi, koska intressikonflikti voi olla osakkeenomistajien välillä. Toisaalta yhtiön etua ei tulisi määritellä niin, että se estää kategorisesti osakkeenomistajien yhteisen edun edistämisen, jos sellainen on olemassa. Lisäksi on huomattava, ettei tutkimuksen tässä vaiheessa ole vielä otettu kantaa siihen, transformoituuko yhtiön etu joissain olosuhteissa esimerkiksi yhtiön velkojien eduksi, jolloin yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastaminen yleisellä tasolla olisi hankala lähtökohta. Moni seikka tekeekin yhtiön edusta vaikeasti määriteltävän käsiteparin. Lain tasolla se jää väistämättä melko abstraktiksi.

Kun yhtiön etu määritellään lain tasolla voiton tuottamisen ja mahdollisesti muiden abstraktien tavoitteiden avulla, sen konkreettinen merkityssisältö kussakin yhtiössä määräytyy tapauskohtaisesti.[315] Kansainvälisessä kirjallisuudessa on viime aikoina esitetty hallituksen asemasta ja fidusiaarisista velvollisuuksista tulkinta, joka voidaan sovittaa yhteen edellä esitetyn kanssa.[316] Tämän *constituency directors* -mallin nimi on ensi näkemältä harhaanjohtava, koska sen voisi ajatella viittaavan jonkinlaiseen perinteiseen sidosryhmämalliin, jos-

---

313 *Timonen* 2000b s. 826.
314 *Sjåfjell ym.* 2015 s. 94.
315 Ks. myös *Koski* 1977 s. 225–228, jonka mukaan yhtiöintressin sisältö jää määriteltäväksi yksittäistapauksittain.
316 *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1069–1118.

sa hallitus toimii yhtiön kaikkien sidosryhmien (*constituencies*) edusmiehenä. Tällaisesta mallista ei kuitenkaan varsinaisesti ole kyse. Mallilla voidaan sovittaa yhtiöoikeudellinen retoriikka aikaisempaa paremmin yhteen empiirisen todellisuuden kanssa.

Gelterin ja *Helleringerin* mallin keskeisenä lähtökohtana on kriittinen suhtautuminen utopiaan, jonka mukaan hallitus voisi edistää yhtiön etua puolueettomasti kaikkien osakkeenomistajien yhteisenä etuna. Yhtiöoikeudellisen ajattelun lähtökohtanahan ovat perinteisesti olleet yhtäläiset ja jakamattomat fidusiaariset velvollisuudet, mihin myös tuomioistuimet usein viittaavat. Kirjoittajien mukaan tällaisten velvollisuuksien olemassaolo voidaan kyseenalaistaa kolmella perusteella. Lojaliteettivelvollisuuden suojakohteiden joukossa on hyvin heterogeenisiä henkilötahoja. Toiseksi näiden henkilötahojen odotukset poikkeavat olennaisesti toisistaan. Kolmanneksi hallituksen jäsenet ovat itsekin heterogeeninen joukko ja heidän lojaliteettinsa ovat tosiasiassa jakautuneet.[317]

Joissain maissa yhtiön hallituksessa voi olla suoraan lain nojalla tai yhtiöjärjestysmääräyksestä johtuen työntekijöiden valitsemia jäseniä. Olisi epärealistista odottaa, että tällainen hallituksen jäsen ei suhtaudu varauksellisesti osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin. Yhtä epärealistista olisi odottaa, että pääomasijoittajan hallitukseen nimittämä edustaja ei valvoisi hallitustyöskentelyssä nimenomaan hänet nimittäneen sijoittajan etujen toteutumista esimerkiksi varmistamalla, että sijoittajalle jää aina edullinen exit-strategia.[318] Pääomasijoittajan oikeus nimittää oma edustajansa kohdeyhtiön hallitukseen voi perustua esimerkiksi osakassopimuksen määräykseen. Vielä voidaan olettaa, että tiettyä velkojaa edustava hallituksen jäsen edistää hallitustyöskentelyssä kyseisen velkojan etua. Velkojalle annettu nimitysoikeus voi perustua esimerkiksi velkasopimuksen kontrollikovenanttiin.[319] Lähtökohtaista estettä ei ole sillekään, että kontrollikovenanttiehto otetaan velallisyhtiön yhtiöjärjestykseen. Taloudellinen todellisuus puhuu kiistatta sen puolesta, että hallituksen jäsenet toimivat jakautuneiden lojaliteettien ristipaineessa: sosiaaliset ja taloudelliset normit edellyttävät oman päämiehen etujen ajamista, kun taas osakeyhtiölainsäädäntö edellyttää ainakin ensi näkemältä jakamatonta lojaliteettia ja mystisen yhtiön edun edistämistä.[320]

Kun hallituksen jäsen on nimitetty tietyn osakkeenomistajan tai jonkin muun sidosryhmän edustajan toimesta, hänen lakisääteinen lojaliteettivelvollisuutensa ja tosiasiallisesta riippuvuussuhteesta johtuva lojaliteettinsa joutuvat ainakin oletetusti helposti ristiriitaan keskenään. Tällöin osakeyhtiölaki tai ainakin sen perinteinen tulkinta velvoittaa hallituksen jäsenen edistämään yhtiön etua,

---

317 Ibid. s. 1071.
318 Ibid. s. 1072.
319 Ks. tällaisesta kontrollikovenantista *Lautjärvi* 2015 s. 265.
320 *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1073.

vaikka ulkopuoliselle tarkkailijalle vaikuttaisi itsestään selvältä, että jäsen edistää hänet nimittäneen tahon etua. *Gelterin* ja *Helleringerin* mukaan tuomioistuimet saattavat hyvin todeta ratkaisuissaan, ettei hallituksen jäsenellä ole osakeyhtiölainsäädännöstä seuraavaa lojaliteettivelvollisuutta hänet nimittänyttä tahoa kohtaan, mutta oikeudelliset kannanotot voivat toisinaan näyttäytyä vierailta siinä todellisuudessa, jossa yhtiöt toimivat.[321] Tuomioperustelujen retoriikalla voidaan vaikuttaa vain rajoitetusti siihen, miten johtajat tosiasiassa toimivat ja kenen puolella heidän lojaliteettinsa ovat.

Hallituksen jäsenet, jotka voidaan mieltää jonkin sidosryhmän tai tiettyyn sidosryhmään kuuluvan henkilön edustajaksi hallituksessa (*constituency directors*), ovat olleet yleisempiä Euroopassa kuin Yhdysvalloissa. Joissakin Euroopan maissa edellytetään suoraan lain tasolla, että tietty sidosryhmä saa valita edustajansa hallitukseen.[322] Eurooppalaisten ja amerikkalaisten järjestelyjen erojen syinä on pidetty erilaisia corporate governance -järjestelmiä ja toisistaan poikkeavia omistusrakenteita. Vielä laajemmassa kontekstissa kyse on siitä, että järjestelmät edustavat kapitalismin erilaisia muotoja (*varieties of capitalism*). Yhdysvalloissa yhtiöiden omistusrakenteet ovat olleet tyypillisesti laajalle hajautuneita ja sijoittajat ovat kommunikoineet johdon kanssa markkinatransaktioiden kautta, kun taas Euroopan omistusrakenteiltaan keskittyneissä järjestelmissä linkki määräävän osakkeenomistajan (tai vaikutusvaltaisen velkojan) ja yhtiön johdon välillä on ollut vahva. *Gelterin* ja *Helleringerin* varovaisen arvion mukaan yhdysvaltalainen järjestelmä saattaa olla muutostilassa kohti eurooppalaista järjestelmää. Ilmiön taustalla on trendi, jossa omistusrakenteet keskittyvät ja institutionaalisten sijoittajien vaikutusvalta ja määrä kasvavat. Constituency directors -problematiikka saattaa siten olla Yhdysvalloissa tulevaisuudessa vieläkin ajankohtaisempi kuin tällä hetkellä.[323] Kärjistäen voidaan sanoa, että Yhdysvalloissa pääasiallinen vaikutuskeino on ollut *exit*, Euroopassa *voice*. Euroopassa sijoittajan ääni on kuulunut vahvana esimerkiksi juuri sitä kautta, että hänellä on ollut oikeus nimittää oma(t) edustajansa yhtiön hallitukseen.

Osakeyhtiölaeissa tuskin annettaisiin tietylle taholle oikeutta hallituksen jäsen(t)en nimittämiseen, jos nimitysoikeudella olisi vain symbolista arvoa.

---

[321] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1073. Ks. melko uudesta Delawaren oikeuskäytännöstä *In Re Trados Shareholder Litigiation, Inc.,* No. Civ. A. 1512-CC, 2009 WL 2225958 (Del. Ch. July 24, 2009), joka noudattelee perinteistä retoriikkaa. Ratkaisu *Kalisman et al. v. Friedman et al.*, 2013 Del. Ch. LEXIS 100 (April 17, 2013) voidaan sen sijaan ymmärtää niin, että hallituksella ja hänet nimittäneellä osakkeenomistajalla voi olla legitiimisti eräänlainen erityissuhde. *Gelterin* ja *Helleringerin* mukaan on kuitenkin epäselvää, onko ratkaisu linjassa aikaisemman oikeuskäytännön kanssa. *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1071.

[322] Sidosryhmän tai sen edustajan oikeus nimittää hallituksen jäsen(et) tehtäväänsä voi perustua monenlaisiin järjestelyihin. Ks. näistä *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1076–1084.

[323] Ibid. s. 1084–1087.

Sama pätee silloin, kun osakeyhtiölait *sallivat* erityisistä nimitysoikeuksista sopimisen. Ajatuksena lienee, että hallituksen jäsenten on tarkoitettu olevan tosiasiassa tietoisia heidät nimittäneiden henkilöiden intresseistä ja että he myös edistävät näitä intressejä käytännön päätöksenteossa.[324] Olisi epäjohdonmukaista vaatia tai sallia lainsäädännössä, että tietty taho nimittää hallituksen jäsenen, jos yhtiön edusta joka tapauksessa seuraisi, ettei näin valittu hallituksen jäsen saa pyrkiä edistämään nimittäjänsä etuja hallitustyöskentelyssä. Pääomasijoittajat ja velkojat tuskin sopisivat erityisistä nimitysoikeuksista, jos näitä sijoittajia edustavien hallituksen jäsenten mandaatti edellyttäisi heidän kohtelevan päämiehenään kaikista osakkeenomistajista tai velkojista koostuvaa anonyymiä päämiestahoa.

Gelterin ja *Helleringerin* käsittelemä problematiikka ei liity pelkästään yhtiöihin, joissa oikeus hallituksen jäsenen nimittämiseen on annettu erityisjärjestelyllä (kuten lailla, yhtiöjärjestysmääräyksellä, osakassopimuksella tai muulla sopimuksella) muulle taholle kuin yhtiökokoukselle. Myös silloin, kun yhtiökokous nimittää hallituksen, yhtiön keskittyneestä omistusrakenteesta voi seurata, että hallitus toimii tosiasiassa tietyn osakkeenomistajan asiamiehenä. Voidaan myös sanoa, että hallituksen jäsen edustaa epämuodollisesti tiettyä tahoa.[325] Problematiikka on suomalaisittain tärkeä, koska kotimaisissa pörssiyhtiöissä on edelleen merkittävän ääniosuuden omistavia yksittäisiä osakkeenomistajia, vaikka sellaisten sekä määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien määrät ovatkin laskeneet 1970-luvulta asti.[326] Todellisuudessa jo vähemmistöosuus yhtiön osakkeista voi mahdollistaa johdon valitsemisen ja ohjailemisen, jos osakkeenomistaja on riittävän aggressiivinen.[327] Monissa suomalaisissa yhtiöissä yksittäisellä osakkeenomistajalla tai muutamilla osakkeenomistajilla on merkittävästi vaikutusvaltaa yhtiön päätöksentekoon. Vaikka hallituksella ei olisi lakiin perustuvaa *velvollisuutta* konsultoida yksittäisiä osakkeenomistajia tai *velvollisuutta* noudattaa näiden odotuksia, hallituksen ja osakkeenomistajien välinen yhteydenpito kuuluu suomalaiseen hyvään hallinnointitapaan. Esimerkiksi Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa ja Ostotarjouskoodissa suositellaan, että hallitus tiedustelee eräissä tapauksissa merkittävän äänioikeuden omaavan osakkeenomistajan kantaa ennen päätöksentekoa tai päätöksenteon valmistelua.[328] Tietyn osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmittymän käsitys yhtiön edun mukaisesta toiminnasta tulee usein hallituksen tietoon jo epämuodollisessa yhteydenpidossa. Tätä kautta osakkeenomistajan tosiasialliset preferenssit siirtyvät hallituksen konkreettisiin päätöksiin.

---

[324] Ibid. s. 1073, 1079.
[325] Ibid. s. 1079–1080 ja siinä mainitut lähteet.
[326] *Jakobsson – Korkeamäki* 2014 s. 25. Ks. myös *Roe* 2006 s. 500.
[327] *Mähönen* 2016 s. 151.
[328] Ostotarjouskoodi 2014 s. 11 ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015 s. 12.

Gelterin ja *Helleringerin* mukaan hallituksen fidusiaarisiin velvollisuuksiin suhtaudutaan Yhdysvalloissa, Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Saksassa ja Ranskassa samalla tavalla siinä mielessä, että hallituksen kaikilla jäsenillä on periaatteessa yhtäläinen lojaliteettivelvollisuus yhtiötä kohtaan riippumatta siitä, mikä taho heidät on nimittänyt. Vaikka voidaan havaita trendi, jossa hallitusten kokoonpanot tulevat heterogeenisemmiksi, lojaliteettivelvollisuus edellyttää kaikissa vertailumaissa jakamatonta uskollisuutta vain yhtä tahoa eli yhtiötä kohtaan.[329]

Useimmissa Gelterin ja Helleringerin tutkimissa valtioissa osakeyhtiön tarkoitus tai yhtiön etu on jäänyt avoimeksi kysymykseksi. Tuomioistuimet eivät myöskään usein pane täytäntöön tiettyä tarkoitusta. Hallitukselle jää käytännössä laaja harkintavalta sen suhteen, miten yhtiön toiminnassa hyödytetään eri sidosryhmiä.[330] Niin kauan kuin hallituksen jäsenillä ei ole omaa intressiä edistettävänään, he voivat tietoisesti edistää esimerkiksi yhtiön velkojien etua osakkeenomistajien intressien kustannuksella.[331] Tarkemmin ajateltuna tuomioistuimen on ilmeisesti usein jopa mahdotonta panna yksittäistapauksessa täytäntöön imperatiivia, jonka mukaan hallituksen tulee edistää toimessaan yhtiön etua. Fidusiaaristen velvollisuuksien avulla on vaikea ratkaista osakkeenomistajien keskinäisiin intressiristiriitoihin liittyviä ongelmia.[332] Poikkeuksena tästä ovat luonnollisesti erilaiset räikeät väärinkäytökset, kuten yhtiön varojen ilmiselvä haaskaus tai oman edun edistäminen yhtiön edun kustannuksella.

Gelterin ja *Helleringerin* huomautukset ovat aiheellisia. Pohjoismaisessa kirjallisuudessa on pohdittu melko vähän sitä, miten hallituksen jäsenten nimittämistä koskevat erityissäännöt suhtautuvat yhtiön etuun. On tehty johtopäätös, jonka mukaan kaikkia hallituksen jäseniä tulee kohdella vahingonkorvausvastuun näkökulmasta samalla tavalla riippumatta siitä, mitä intressejä hallituksen jäsen edustaa ja miten hänet on nimitetty. Samalla on todettu, että työntekijöiden valitsemien hallituksen jäsenten ei tule edistää ”yksipuolisesti” työntekijöiden etuja, vaan heillä on osakeyhtiölaissa sanktioitu velvollisuus edistää yhtiön etua.[333] Kun Ruotsin lain mukainen velvollisuus edistää yhtiön etua määritellään samassa esityksessä velvollisuudeksi edistää osakkeenomistajien yhteistä etua[334], voidaan kysyä, miksi lainsäätäjä olisi ylipäätään mahdollistanut työntekijäedustuksen yhtiön hallituksessa, jos työntekijöiden valitsemat hallituksen jäsenet ovat muiden jäsenten tavoin velvollisia edistämään osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia muista näkökohdista riippumatta?

---

[329] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1088–1099, jossa on selvitetty laajasti lojaliteettivelvollisuuden merkitystä eri oikeusjärjestyksissä.
[330] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1112–1113 ja siinä mainitut lähteet.
[331] *Baird – Henderson* 2008 s. 1322 alav. 95 ja heihin viitaten *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1112.
[332] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1113.
[333] *Dotevall* 1989 s. 127–128.
[334] *Dotevall* 1989 s. 374. Ks. myös *Dotevall* 2015 s. 350, jossa käytännössä toistetaan vuoden 1989 tutkimuksessa esitetyt näkemykset hallituksen työntekijäedustajien vastuusta.

Vaikuttaa epäjohdonmukaiselta antaa tietylle sidosryhmälle oikeus nimittää hallitukseen oma edustajansa, joka ei kuitenkaan saa edistää nimittäjänsä etuja hallitustyöskentelyssä. Lienee selvää, että hallituksen jäsen nimitetään tietyn sidosryhmän toimesta juuri siksi, että kyseisen sidosryhmän ääni kuuluisi hallituksen päätöksenteossa.[335] Johdonmukaisesti ajateltuna yhtiön edun pitäisi jättää edes jonkinasteinen joustovara, jotta erityisiä nimitysoikeuksia koskevat säännökset ja yhtiöjärjestysmääräykset saisivat johdonmukaisen merkityksen osana sääntelykokonaisuutta. Johtopäätös, jonka mukaan hallituksen kaikilla jäsenillä on samanlainen lojaliteettivelvollisuus, saattaakin lopulta tarkoittaa vain sitä, että kaikille yhteinen lojaliteettivelvollisuus sallii varsin laajasti erilaisten tosiasiallisten lojaliteettien toteuttamisen, riippumatta siitä, kuka hallituksen jäsenet on nimittänyt.

Ajatus yhdenmukaisesta lojaliteettivelvollisuudesta on paradoksi, kun otetaan huomioon erityiset nimitysoikeudet ja hallituksen jäsenten todelliset lojaliteetit.[336] Käsitystä, jonka mukaan sidosryhmien väliset todelliset intressiristiriidat voitaisiin väistää viittaamalla yhdenmukaiseen lojaliteettivelvollisuuteen, on kaikkein ankarimmissa kritiikeissä pidetty naiivina.[337] *Gelterin* ja *Hellerin-gerin* artikkelin nimi ”Lift Not the Painted Veil” näyttäisi viittaavan juuri siihen, että perinteisellä retoriikalla peitellään hallituksen todellisia lojaliteetteja sekä niiden vaikutusta päätöksentekoon. Perinteinen retoriikka hämärtää myös sen, että laki saattaa tosiasiassa jopa suojata tiettyyn rajaan asti hallituksen oikeutta edistää tosiasiallisia lojaliteettejaan.

3.9.2 Implikaatiot

Suomessa perinteiseen retoriikkaan on tukeuduttu lainvalmistelussa, kirjallisuudessa ja itsesääntelyssä. Esimerkiksi osakeyhtiölain esitöiden mukaan vaatimus yhtiön edun edistämisestä merkitsee johtajille asetettua lojaliteettivelvollisuutta suhteessa ”yhtiöön ja sen kaikkiin osakkeenomistajiin” ja toimiminen ”ainoastaan tietyn osakkeenomistajan tai omistajaryhmän välittömien etujen mukaisesti ei ole sallittua”. Edelleen hallituksen esityksen mukaan ”vain tietyn omistajan etujen mukaisesti toimiminen ei ole sallittua silloinkaan, kun hallituksen jäsen on nimetty tämän omistajan toimesta”.[338] Kirjallisuudessa on puolestaan todettu, että lojaliteettivelvollisuus ”estää välillisesti enemmistö-osakkeenomistajien vaikuttamisen valitsemaansa yhtiön johtoon”.[339] Edelleen

---

335 Työntekijöiden nimitysoikeuden näkökulmasta *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1079.
336 *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1074.
337 *Hopt* 1985 s. 308. Viittauksin häneen *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1079 alav. 40.
338 HE 109/2005 vp. s. 40–41.
339 *Lautjärvi* 2015 s. 70.

”johdolla ei ole velvollisuutta – saati oikeutta – kiinnittää huomiota osakkeenomistajien henkilökohtaisiin edellytyksiin”. Johdon tulisi kohdella osakkeenomistajia kollektiivisena ja anonyymina etutahona.[340] Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin mukaan hallituksen jäsenet ”eivät edusta yhtiössä heitä jäseneksi ehdottaneita tahoja”.[341] Jos nämä näkemykset osoittaisivat voimassa olevan oikeuden sisällön, kotimainen oikeus rajoittaisi olennaisesti tai kieltäisi jopa kokonaan esimerkiksi määräysvaltaosakkeenomistajan yhtiön johtoon kohdistaman omistajaohjauksen. Samalla laki kieltäisi johtoa integroimasta omistajaohjausta antavan osakkeenomistajan preferenssejä konkreettiseen päätöksentekoonsa.

Jos yhtiössä on määräysvaltaa käyttävä enemmistöosakkeenomistaja, hallitus tuskin kohtelee osakkeenomistajia anonyyminä ja kollektiivisena etutahona, eikä estettä ole sille, että enemmistöosakkeenomistaja antaa voimakastakin omistajaohjausta hallitukselle ja toimivalle johdolle. Suomalainen käsitys hyvästä hallinnointitavasta ja taloudellinen todellisuus ovat ristiriidassa perinteisen yhtiöoikeudellisen retoriikan kanssa. Oikeastaan Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa asetetut riippumattomuusvaatimukset sisältävät jo itsessään implisiittisen oletuksen siitä, että enemmistöosakkeenomistajasta riippuvainen hallituksen jäsen toimii hallituksessa taloudellisessa mielessä tietyn tahon asiamiehenä.[342] Jos asia olisi toisin, koodissa tuskin suositeltaisiin, että yhtiöstä riippumattomista hallituksen jäsenistä vähintään kahden tulee olla riippumattomia myös merkittävistä osakkeenomistajista. Todellisten lojaliteettien olemassaolo myönnetään tällä tavalla epäsuorasti, mutta ongelman oletetaan häviävän riippumattomuusvaatimuksilla tai määrittelemällä yhtiön etu retoriikan tasolla osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi.

Kotimaisessa kirjallisuudessa *Vahtera* on lähestynyt osittain samoja ongelmia kuin edellä on tarkasteltu, mutta erilaisista näkökulmista ja erilaisella terminologialla. Vahtera korostaa, että osakkeenomistajien osakeomistuksestaan saama hyöty on tosiasiassa riippuvainen hänen subjektiivisista oloistaan eli ennen kaikkea hänen tuotto-odotuksistaan ja riskipreferensseistään. Edelleen Vahtera korostaa osakkeenomistajien toisistaan poikkeavia preferenssejä. Vahteran mukaan ”osakeyhtiöoikeus ei edes pyri selvittämään, mikä on tai voisi olla osakkeenomistajien keskimääräinen tai mediaaninen etu tietyssä tilanteessa ja miten se vaikuttaisi yhtiön käyttämän ansaintalogiikan valintaan”. Toiminnan tarkoitus ja osakkeenomistajien erilaiset preferenssit sovitetaan yhteen osakeyhtiölain mukaisilla toimivaltasäännöksillä ja enemmistöperiaatteella.[343] Vahteran mukaan ”näkemys siitä, että osakeyhtiön johto kykenisi ajamaan sa-

[340] *Pönkä* 2012 s. 327.
[341] Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015 s. 20.
[342] Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015 s. 24–25.
[343] *Vahtera* 2011a s. 182–186.

malla tavalla kaikkien osakkeenomistajien etua, perustuu osakkeenomistajien erilaisten riskipreferenssien huomioimatta jättämiseen". Edelleen yhtiöoikeuden voidaan katsoa "sulkevan silmänsä osakkeenomistajien erilaisilta riskipreferensseiltä".[344]

Vahteran ajatuskulkua seuraten voidaan sanoa, että osakkeenomistajan yhtiön etua toteuttavista päätöksistä saama hyöty riippuu hänen henkilökohtaisista edellytyksistään. Voidaan siis sanoa, että yhtiön edun mukainen toiminta hyödyttää osakkeenomistajia usein epäyhtenäisellä tavalla. Osakkeenomistajien edut voivat olla keskenään ristiriidassa ja hallitus joutuu ratkaisemaan tämän ristiriidan. Viime kädessä yhtiön etu suojaa hallituksen itsenäistä harkintavaltaa intressiristiriidan ratkaisemisessa ja monissa tapauksissa hallituksen oikeutta toimia tosiasiallisten lojaliteettiensa mukaisesti. Näin ollen lojaliteettivelvollisuudesta ei tosiasiassa seuraa johdolle velvollisuutta kohdella osakkeenomistajia aineellisesti yhdenvertaisella tavalla.[345] Kun sanotaan, että yhtiön edun mukainen päätös on samalla yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen, kyse on usein hypoteettisesta tai retorisesti konstruoidusta yhdenvertaisuudesta. Yleensä onkin selkeämpää sanoa, että yhtiön etu ja sen hallitukselle antama itsenäinen harkintavalta ovat osakkeenomistajien aineellista yhdenvertaisuutta painavampia ratkaisukriteerejä.

Edellä esitetyn pohjalta voidaan miettiä, tulisiko voitontuottamistarkoituksen toteuttaminen lain rajojen sisäpuolella tai "toiminnan tarkoituksen sisältämä laaja kenttä" jättää yhtiöoikeudellisen kysymyksenasettelun ulkopuolelle ja myös oikeudellisen tarkastelun ulkopuolelle.[346] Sama kysymys voidaan esittää niin, tulisiko fidusiaaristen velvollisuuksien sallimat laajat toimintamahdollisuudet sulkea kokonaan yhtiöoikeudellisen tarkastelun ulkopuolelle. Näin ei välttämättä tarvitse olla. Fidusiaarisia velvollisuuksia koskevaan keskusteluun liittyy yhtä lailla se, mitä johtajat saavat tehdä, kuin se, mitä he eivät saa tehdä. Jos sanotaan, että johto on velvollinen edistämään toiminnan tarkoituksen sallimalla laajalla sektorilla osakkeenomistajien "yhteistä" etua, fidusiaaristen velvollisuuksien sisällöstä jää tavoittamatta jotain olennaista. Osakkeenomistajien hyödyttäminen eri tavoin ei tarkoita automaattisesti fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomista, vaan tällainen toiminta voi hyvin olla lain salliman laajan harkintamarginaalin sisällä ja luvallista tosiasiallisten lojaliteettien toteuttamista.

OYL:n perusteluissakin toistettu perinteinen retoriikka tarkoittanee tosiasiassa sitä, että hallituksen jäsenten oikeudella toimia tosiasiallisten lojali-

---

344 *Vahtera* 2011a s. 188–189.

345 Vrt. *Savela* 2010 s. 21, joka on todennut asunto-osakeyhtiöoikeudelliseen oikeuskäytäntöön viitaten seuraavasti: "Osakeyhtiön luonteesta johtuu kuitenkin, että vaikka toimenpide ei hyödyttäisikään kaikkia osakkaita samalla tavoin, se ei automaattisesti ole yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen." Tähän näyttäisi viittaavan myös tuore ennakkopäätös KKO 2016:43.

346 *Vahtera* 2011a s. 188–189.

teettiensa ja osakkeenomistajan antaman omistajaohjauksen mukaisesti on rajansa. Tämä raja tulee vastaan osakeyhtiölain vaikeasti määriteltävissä yleisperiaatteissa kuten yhdenvertaisuusperiaatteessa (OYL 1:7), johdon fidusiaarisissa velvollisuuksissa (OYL 1:8) ja liiketaloudellisen perusteen vaatimuksessa (OYL 13:1.3). Yhtiön etu menee viime kädessä yksittäisen osakkeenomistajan, velkojan tai muun sidosryhmän jäsenen edun edelle. Niin kauan kuin yhtiön etua ei loukata, lojaliteettivelvollisuus sallii hallituksen edistävän varsin laajasti tietyn osakkeenomistajan etuja. Näin myös käynee erityisesti silloin, kun hallituksen jäsen on leimallisesti tietyn osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmän nimittämä. Yhtiöoikeudessa ja erityisesti fidusiaaristen velvollisuuksien tulkinnassa olisi hyvä korostaa aikaisempaa selvemmin sitä, että lojaliteettivelvollisuus ei estä voimakastakaan omistajaohjausta eikä se estä kategorisesti hallitusta toimimasta nimittäjäänsä tai tiettyyn osakkeenomistajaan kohdistuvien tosiasiallisten lojaliteettien mukaisesti.

Gelter ja *Helleringer* esittävät, että hallituksen jäsenten nimitystä koskevat erityissäännöt ovat voineet elää rinnakkain yhdenmukaisen lojaliteettivelvollisuuden kanssa vain siksi, että lojaliteettivelvollisuuden eli yhtiön edun tarkka sisältö on vastoin monien tutkijoiden käsitystä jäänyt tosiasiassa epäselväksi. Yhtiön etu voidaan yleensä määritellä vain negatiivisesti kertomalla se, mitä hallituksen jäsenet eivät saa tehdä, ja tämäkin tehdään varsin lavein termein. Tarkkoja positiivisia toimintavelvoitteita on poikkeuksellisen vaikea asettaa.[347] Negatiiviset velvoitteet voidaan määritellä ainakin viittaamalla lojaliteettivelvollisuuden vastaisiin tyyppitapauksiin.[348] Muutoin jää jäljelle vain lakoninen positiivinen velvollisuus edistää yhtiön etua.[349]

Hallituksen positiiviset toimintavelvoitteet ja hallituksen päätöksentekoa ohjaavat täsmälliset tarkoitukset tulevat muualta kuin lainsäädännöstä. Nämä tarkoitukset eivät ole standardisoituja, vaan ne vaihtelevat yhtiöittäin. Yhtiökohtaiset tarkoitukset täsmentyvät hallituksen päätöksenteossa, jota ohjaavat monet vaikuttimet. Tiivistäen voidaan sanoa, että hallitus varsin pitkälle määrittelee itse yhtiön tarkoituksen tai tarkoitukset. Tästä seuraa, että hallitus määrittelee samalla lojaliteettivelvollisuuden eli yhtiön edun tarkan sisällön. Hallituksen jäsenten nimityskäytännöt ja nimitysoikeuden käyttäjien toiveet sekä sosiaaliset, kulttuuriset ja taloudelliset tekijät vaikuttavat hallituksen päätöksentekoon ja sitä kautta epäsuorasti yhtiön tarkoituksen ja fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöön.[350] Kuten edellä on todettu, hallituksen harkintavalta ei ole rajaton, mutta raja ei ilmeisesti tule kovin helposti vastaan.

---

[347] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1074 ja alaviitteessä 18 mainitut lähteet.
[348] *Mähönen – Villa* 2015 s. 379–380 ja siinä mainitut ulkomaiset lähteet.
[349] *Gelter – Helleringer* 2015.
[350] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1111–1118.

Kaikkien constituency directors -kategoriaan kuuluvien hallituksen jäsenten päätöksentekoa ohjaavat sosiaaliset normit, taloudelliset kannustimet ja psykologiset vaikuttimet.[351] Esimerkiksi määräysvaltaosakkeenomistajaa edustava hallituksen jäsen täyttää *Lichtin* sanoin päämiehensä eksplisiittisiä vaatimuksia ja implisiittisiä odotuksia.[352] Hallituksen päätöksenteon lopputulos määräytyy pitkälti sen mukaan, miten hallituksen jäsenet on nimitetty ja valittu. Kun osakeyhtiölait eivät yleensä sisällä selkeästi täytäntöönpantavissa olevaa päämäärää, lakiin kirjattu yhtiön etu tulee ymmärtää enemmän menettelyllisenä kuin materiaalisena imperatiivina. Toisin sanoen yhtiön etu on hallituksen päätöksenteon lopputuote. Hallituksen jäsenten nimittämistä ja valintaa koskevien säännösten tarkoituksena on edistää valinnan kulloinkin suorittavan tahon intressien suodattumista hallituksen päätöksentekoon ja yhtiön strategiaan. Näin ymmärretty yhtiön etu on joustava, ja sen avulla voidaan ottaa haltuun myös erilaiset nimityskäytännöt. Yksittäisissä yhtiöissä yhtiön etu voi siten tarkoittaa eri asioita, koska se on aina hallituksen päätöksentekoprosessin tulos. Yhtiöiden toimintaympäristöt samoin kuin hallituksen päätöksentekoa ohjaavat vaikuttimet muuttuvat ajan myötä, mikä vaikuttaa puolestaan yksittäisten yhtiöiden etujen muotoutumiseen.[353] Lopulta kyse ei ole pelkästään oikeudellisesta logiikasta vaan realismista: osakeyhtiöoikeuden tulee huomioida liike-elämän realiteetit. Jos yhtiöoikeuden halutaan olevan pragmaattista, sen tulee jättää osakeyhtiölle tilaa elää ja kehittyä.[354] Tuomioistuimet eivät mahdollisesti kerro fidusiaaristen velvollisuuksien täsmällistä sisältöä juuri siksi, että kannanotot saattaisivat vaikuttaa siihen, miten johtajat käyttäytyvät.[355]

[351] Ibid. s. 1114. Ks. myös *Adams – Licht – Sagiv* 2011.
[352] *Licht* 2012 s. 609.
[353] *Gelter – Helleringer* 2015, erityisesti s. 1111–1118.
[354] Ibid. s. 1117.
[355] *Gold* 2012 s. 1103.

4 Yhtiöoikeudellisen teorian vaikutus tulkintaan

4.1 LÄHTÖKOHTIA

Teorian avulla voidaan perustella yksittäisiä säännöksiä tai yleisemmin kokonaista sääntelystrategiaa. Tällöin on kyse yhtiöoikeudellisen teorian legitimoivasta vaikutuksesta. Teoriaa voidaan myös käyttää käänteisesti sääntelystrategioiden arvostelemiseen. Voidaan esimerkiksi väittää, että osakeyhtiö on yksityisten välinen sopimus, minkä takia julkisen vallan ei tulisi puuttua yhtiön sidosryhmien tahdonautonomiaan asettamalla rajoituksia sopimusvapaudelle. Teorian ja voimassa olevien sääntöjen välinen vuorovaikutussuhde ei kuitenkaan ole yksisuuntainen niin, että teorian perusteella tehdään johtopäätöksiä säädettävän lain kannalta, vaan voimassa olevan oikeuden säännöt kertovat usein osakeyhtiön ominaispiirteistä, jotka tulisi ottaa huomioon teorianmuodostuksessa. Kun puhutaan paradigman muutoksesta teoriassa, kyse on yleensä ainakin jossain määrin myös voimassa olevan oikeuden muutoksista. Sääntelymuutokset voivat olla signaali siitä, että jokin käsitys osakeyhtiöstä on menettämässä merkitystään toisen tieltä.[1]

Katsaus osakeyhtiötä selittävien teorioiden historiaan osoittaa, että yhtä absoluuttisen oikeaa teoriaa osakeyhtiöstä ei ole.[2] Eri teorioiden selitysvoima voi vaihdella yhtiön elinkaaren aikana. Varsinkin jos osakeyhtiölaki sääntelee sekä julkisesti noteeraamattomia että noteerattuja yhtiöitä, johdonmukaisen teoreettisen käsityksen muodostaminen osakeyhtiöstä käy vaikeaksi.[3] Syynä tähän ovat yhtiöiden erilaiset omistusrakenteet, sidosryhmien määrät ja erot yhtiöiden toiminnan yhteiskunnallisissa vaikutuksissa.[4] Teoriat ovat aina yksinkertaistavia, minkä takia niiden avulla voidaan selittää osakeyhtiölainsäädäntöä tai ennustaa sen tulevaa sisältöä ainoastaan rajallisesti.[5] *Oliver Hart* ilmaisee asian yrityksen teorian yhteydessä seuraavasti: ”*Most formal models of the firm are extremely rudimentary, capable only of portraying hypothetical firms that bear little relation to the complex organisations we see in the world*.”[6] Hän kirjoittaa yrityksen teoriasta, mutta kritiikki soveltuu yhtä hyvin osakeyhtiötä kuvaaviin

[1] *Millon* 1990 s. 241–242.
[2] Samoin *Keay* 2011 s. 38.
[3] *Gold* 2012 s. 1088.
[4] Ks. myös *Koski* 1982 s. 307–308.
[5] *Anderson* 2003 s. 210.
[6] *Hart* 1989 s. 1757.

teorioihin. Taustapremissit kuten ”osakeyhtiö on sopimus”, ”osakeyhtiö on instituutio” tai ”osakeyhtiö on fiktio” voidaan aina riitauttaa.

4.2 TEORIOIDEN TULKINNANVARAISUUS

Teoriaa voidaan edellä esitetyin tavoin käyttää legitimoimaan oikeusnormeja. Teorioiden moninaisuudesta, kontekstisidonnaisuudesta ja tulkinnanvaraisuudesta voi kuitenkin seurata ongelmia tällaisen käyttötavan kannalta, koska teoriat perustuvat *olettamuksille* siitä, mikä osakeyhtiö on. Lisäksi voidaan aina kysyä, onko teorialla sellainen vakiintunut merkitys, että se voidaan ottaa yksiselitteisesti oikeudellisen tulkinnan tai oikeuspoliittisen argumentaation apuvälineeksi. *David Millon* kuvaa ongelmaa seuraavasti: ”*– – like the normative implications of a particular theory, the acceptability of a given theory is itself contestable. In other words, just as a particular theory can be interpreted in sharply contrasting ways, the idea of the corporation is also subject to contradictory interpretations.*”[7] Hän esittää esimerkin 1930-luvun Yhdysvalloista. Tuolloin käsitys osakeyhtiöstä luonnollisena entiteettinä valtasi alaa ja käsitystä käytettiin perustelemaan deregulatorista ja yhtiön yksityistä luonnetta korostavaa sääntelystrategiaa. Kun tutkijat esittivät entiteettiteoriasta uuden tulkinnan, jolla voitiin perustella yhtiön yhteiskuntavastuun olemassaolo, osakkeenomistajakeskeisen ajattelun kannattajat hylkäsivät entiteettiteorian ja siirtyivät kannattamaan aggregaattiteoriaa. Aggregaattiteorian avulla osakeyhtiö voitiin jälleen yksityistää ja vaatia deregulatorista ja osakkeenomistajien oikeuksiin keskittyvää sääntelystrategiaa. Osakeyhtiöt eivät muuttuneet missään vaiheessa, mutta niiden käsitteellinen merkitys muuttui.[8] Luonnollisen entiteetin teoriaa käytettiin siis aikanaan sekä osakkeenomistajakeskeisen että sidosryhmäkeskeisen ajattelun tukena. Toisin sanoen saman teorian avulla oli mahdollista perustella sekä osakeyhtiön yksityistä että julkista luonnetta.[9]

Kansainvälisessä kirjallisuudessa on arvosteltu esimerkiksi agenttiteorian ja sopimusverkkomallin käyttämistä sääntelyehdotusten perustelemisessa.[10] Kun teorioita kuitenkin käytetään oikeuspoliittisten kannanottojen perusteluna, on syytä kiinnittää huomiota teorioiden tulkinnanvaraisuuteen ja käyttötarkoitukseen. Ajankohtaisen esimerkin tarjoaa kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa esitetty käsitys, jonka mukaan hallituksen jäsenten vahingonkorvausvastuuta koskevan osakeyhtiölain säännöksen (OYL 22:1.2) muuttaminen velkojia vahvemmin suojaavaksi normiksi lähentäisi osakeyhtiölakia asiallisesti kohti

[7] *Millon* 1990 s. 248.
[8] *Millon* 1990 s. 248–249.
[9] *Millon* 1990 s. 220.
[10] *Sjåfjell ym.* 2015 s. 85.

oikeustaloustieteellistä sopimusverkkomallia.[11] Sopimusverkkomalli on opetuksellinen apuväline yhtiön sidosryhmien tunnistamiseksi.[12] Se ei kuitenkaan kerro itsessään mitään siitä, miten yhtiön sidosryhmien väliset suhteet pitäisi järjestää.[13] Sopimusverkkomallista ei voi päätellä suoraan, missä määrin velkojan tulisi olla oikeutettu saamaan vahingonkorvausta hallituksen jäseneltä. *Bratton* esittää kritiikin tiivistetysti yleisellä tasolla näin: ”*Within the model's parameters one can rationally construct various and conflicting pictures of the firm. Perhaps the theory's proponents concur on no single point – other than the nexus of contracts point itself. A single, detailed picture of the firm will not emerge from the school.*”[14] Sopimusverkkomallin avulla voidaan tulkinnasta riippuen joko puoltaa tai vastustaa johdon korvausvastuun laajentamista velkojiin nähden.[15] *Millonin* kritiikin pohjalta tiivistettynä osakeyhtiö ei välttämättä ole sopimuksenomaisten suhteiden verkko, mutta jos onkin, premissin avulla voidaan tehdä erilaisia johtopäätöksiä säädettävän lain kannalta. Esimerkiksi OYL 22:1.2:n muuttamista koskeva sääntelyehdotus vaatisi joka tapauksessa tuekseen transaktiokustannus- ja tehokkuusanalyysiä sekä oikeudenmukaisuusharkintaa. Pyrkimys lähentää sääntelyä kohti sopimusverkkomallia ei siis sellaisenaan puolla sen selvemmin hallituksen jäsenten korvausvastuun laajentamista kuin supistamista yhtiön velkojia kohtaan.

Hyvän esimerkin teorioiden tulkinnanvaraisuudesta ja monikäyttöisyydestä tarjoaa hahmotustapa, jossa yhtiön yhteiskuntavastuun yhtiöoikeudellinen hyväksyttävyys johdettaisiin sopimusverkkomallista. Sopimusverkkomallihan on perinteisesti toiminut osakkeenomistajakeskeisen ajattelun teoreettisena tukipilarina ja sillä on voitu tukea ajatustapaa, jonka mukaan osakeyhtiölainsäädännössä tulisi suhtautua kielteisesti yhtiön yhteiskuntavastuun edistämiseen. Tällöin oletetaan, että osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin asettaminen kaikkien muiden tavoitteiden edelle on sopimusehto, jonka sopimusverkon jäsenet ovat hyväksyneet ennakolta. Sopimusverkon jäsenet ovat yhtä hyvin voineet sopia hypoteettisessa maailmassa, että eettiset ja yhteiskunnalliset normit rajoittavat voiton maksimointia.[16]

Myös päämies-agenttiteoria on saanut joissain esityksissä tavanomaisesta poikkeavan merkityssisällön. Kun teorian klassisessa yhtiöoikeudellisessa sovellutuksessa johto toimii osakkeenomistajien agenttina, toisessa tulkinnassa johto on yhtiön agentti.[17] Teorioilla ei ole kiveen hakattua merkityssisältöä ei-

[11] *Laine* 2011 s. 175–176.
[12] *Mähönen – Villa* 2006 s. 185.
[13] Ks. myös *Vahtera* 2012 s. 1053, jonka mukaan intressitahon asema jää liian abstraktiksi.
[14] *Bratton* 1989a s. 419.
[15] *Anderson* 2003 s. 214, 242.
[16] Ks. *Lee* 2005a s. 57.
[17] *Lan – Heracleous* 2010 s. 294–314.

vätkä teoriat määrittele itse itseään.[18] Yhtiöoikeudellisen paradigman muutos ei siis aina vaadi tuekseen kokonaan uutta teoriaa, vaan se voi perustua myös jonkin tunnetun teorian uuteen tulkintaan.

4.3 TEORIAT JA LAINTULKINTA

Teoriat eivät välttämättä ole luotettava lähtökohta voimassa olevan oikeuden kuvaamisessa.[19] Laintulkinnassa teoriat ovat mahdollisesti vielä ongelmallisempia apuvälineitä kuin oikeuspoliittisessa argumentoinnissa.[20] Tämä perustuu siihen, ettei tietty teoria välttämättä ollut lainsäätäjän tai tuomioistuimen mielessä, kun laki säädettiin tai tuomioistuinratkaisu annettiin. Tuomioistuimet eivät välttämättä ole tietoisia oikeustieteessä laadituista teorioista. *Goldin* mukaan on mahdollista, että tuomioistuimet eivät ylipäätään omaksu mitään teoriaa osakeyhtiöstä.[21] Toisinaan voi olla, että tuomioistuin eksplisiittisesti kieltäytyy asettumasta osakeyhtiötä kuvaavan teorian taakse. Yhdysvaltain korkeimman oikeuden ratkaisussa *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*[22] oli kysymys niin sanottujen ensimmäisen sukupolven anti-takeover-lakien perustuslainmukaisuudesta. Siinä Justice Powell hylkäsi nimenomaisesti *mannelaisen*[23] teorian määräysvaltamarkkinoista ja sen premissinä toimivan aggregaattiteorian.[24]

Goldin mukaan voi olla kyseenalaista odottaa, että tuomioistuimet ottaisivat kantaa osakeyhtiötä kuvaavien teorioiden keskinäiseen paremmuuteen. Jos monet tutkijat olettavat, että tuomioistuimet eivät kykene päättämään, millainen liiketoimintapäätös yhtiön johdon olisi pitänyt tehdä, miksi he olettaisivat, että tuomioistuin pystyy kertomaan parhaan teorian osakeyhtiöstä? Taloudellisesti tehokkaimman teorian määrittäminen on empiirinen kysymys.[25] Vaikuttaa siltä, että tuomioistuinten olisi järkevintä pysytellä agnostikkoina osakeyhtiötä kuvaavien teorioiden suhteen.[26] On myös esitetty, että

---

[18] *Millon* 1990 s. 250.

[19] Viimeaikaisessa kirjallisuudessa on esimerkiksi arvioitu, että Yhdistyneen kuningaskunnan ja Yhdysvaltain yhtiöoikeudelliset järjestelmät eivät selity vakuuttavasti sopimusverkkomallin avulla. Ks. *McGaughey* 2015 s. 1057–1070 ja siinä arvioitu teos *Moore* 2013.

[20] Teoriaa voidaan käyttää sekä normatiivisessa että positiivisessa merkityksessä. Normatiivisessa katsannossa tutkija pyrkii perustelemaan, miksi osakeyhtiö *pitäisi* ymmärtää hänen valitsemansa teorian mukaisesti. Positiivisessa tarkastelutavassa pyritään selittämään, miksi voimassa oleva oikeus voidaan selittää johdonmukaisesti tietyn teorian puitteissa. Ks. *Gold* 2012 s. 1089, jonka terminologia poikkeaa siis jonkin verran tässä tutkimuksessa käytetystä.

[21] *Gold* 2012 s. 1087.

[22] *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America* 481 U.S. 69 (1987).

[23] *Manne* 1965 s. 110–120.

[24] *Avi-Yonah* 2011 s. 27.

[25] *Gold* 2012 s. 1090.

[26] *Johnson* 2013 s. 405–452 käyttää termiä agnostinen kuvaamaan Delawaren osakeyhtiölainsäädännön suhtautumista kysymykseen osakeyhtiön tarkoituksesta.

tuomioistuimet saattavat tietoisesti säilyttää yhtiön tarkoitukseen liittyvän ambivalenssin.[27]

Kotimaisessa kirjallisuudessa teorioita on käytetty esimerkiksi yhtiön edun tulkinnassa. Osakeyhtiötä on kuvattu ensin yleisellä tasolla seuraavasti:

> ” – – osakeyhtiölakia voidaan kuvata mallisopimukseksi, josta yhtiön intressitahot saavat halutessaan poiketa. Kuten todettu, *osakeyhtiö itsessään ei kuitenkaan ole sopimus – tai pelkkä fiktiivinen markkinapaikka taikka yrityksen eri intressitahojen välisten sopimusten kohtaamispiste* –, vaan institutionaalinen järjestely, eräänlainen julkishyödyke.”[28]

Yhtiön edun tarkastelun yhteydessä premissi on puolestaan seuraava:

> ” – – osakeyhtiön oikeushenkilöllisyys on ymmärrettävä ainoastaan apuvälineeksi, joka mahdollistaa henkilöiden yhteenliittymisen ja esiintymisen yhden toimijan nimissä. *Osakeyhtiötä voidaankin kuvata markkinapaikaksi, jossa yrityksen eri intressitahot kohtaavat ja jossa heidän väliset intressikonfliktit joudutaan ratkaisemaan*. Osakeyhtiö on siis vain se väline – instituutio –, jolla yritys täyttää sille asetetun voiton tuottamisen tavoitteen.”[29]

Luonnehdinnoissa premissi vaihtuu osittain asiayhteyden mukaan. Yleisellä tasolla osakeyhtiö ei ole pelkkä fiktiivinen markkinapaikka tai intressitahojen välisten sopimusten kohtaamispiste, mutta kun tarkoituksena on kiistää osakeyhtiön oman intressin olemassaolo, korostetaan osakeyhtiön luonnetta pelkkänä markkinapaikkana ja kohtaamispisteenä tai välineenä. Samalla on väitetty, että ajatus osakeyhtiön omasta ja osakkeenomistajien eduista erillisestä intressistä on *virheellinen*.[30] Tällainen kritiikki kantaa vain tietyillä ennakkoon valituilla ja oikeudellisesti riidanalaisilla premisseillä. Yhtiön edun oikeudellista merkityssisältöä ei välttämättä voi johtaa sellaisista premisseistä, joiden mukaan yhtiö on väline tai yhtiö on sopimusverkko. Jos lähdetään siitä, että osakeyhtiö välineenä tai sopimusverkkona kertoo voimassa olevan oikeuden sisällön yksittäisissä tulkintakysymyksissä, tämä johtaa ongelmallisiin johtopäätöksiin sekä yhtiöoikeudessa että muilla oikeudenaloilla. Voimassa olevan oikeuden mukaan ei ole itsestään selvää, onko yhtiön etu määriteltävissä vain sen tietyn sidosryhmän edustajien eduksi.

Jos osakeyhtiötä kuvataan samaan aikaan markkinapaikkana, instituutiona, julkishyödykkeenä ja välineenä, on vaikea sanoa, mikä näistä premisseistä tulisi

---

[27] *Miller – Gold* 2015 s. 538–539 viittauksin kirjoitukseen *Bruner* 2008 s. 1385–1449.
[28] *Pönkä* 2012 s. 17–18.
[29] *Pönkä* 2012 s. 321.
[30] *Pönkä* 2012 s. 321. Ks. myös *Savela* 1999 s. 197, jonka mukaan osakeyhtiöllä ei voi olla omaa etuaan, koska osakeyhtiö on sopimusverkko. Osakeyhtiön omasta edusta puhuminen olisi Savelan mukaan yhtä perusteetonta kuin esimerkiksi leasingsopimuksen edusta puhuminen.

ottaa lähtökohdaksi yhtiön edun tulkinnassa. Ongelmana on se, että premissit voivat johtaa erilaisiin lopputuloksiin. Esimerkiksi osakeyhtiön mieltäminen julkishyödykkeeksi voisi puoltaa perinteisten konsessioteorioiden tapaan sitä, että julkinen valta antaa osakeyhtiömuodon yksityisten käyttöön, jos yhtiössä otetaan kohtuullisessa määrin huomioon julkinen intressi. Osakeyhtiön mieltäminen pelkäksi markkinapaikaksi tai välineeksi puoltaisi sen sijaan toisenlaista lähestymistapaa yleisen ja yksityisen välisessä suhteessa. Tässä on myös huomattava, että termeillä voi olla toisistaan poikkeavat merkityssisällöt yhdysvaltalaisessa ja eurooppalaisessa ajattelussa. Euroopassa osakeyhtiön teoria on tarkoittanut muutakin kuin oikeustaloustieteellisiä teorioita. Eurooppalaisen yhtiöoikeuden teorian näkökulmasta *institutionaaliseen* osakeyhtiökäsitykseen kuuluu tyypillisesti näkemys, jonka mukaan osakeyhtiö on osakkeenomistajistaan erillinen yhteiskunnallinen instituutio. Sellaisena sillä voi olla myös oma intressinsä (Ranskassa *intérêt social* ja Saksassa *das unternehmenintresse*).[31]

Yleensä on tapana ajatella, että osakeyhtiö voidaan hahmottaa joko sopimuksenomaisten suhteiden verkkona tai erillisenä instituutiona, joka on vaihtoehto sopimuksille.[32] Osakeyhtiötä voidaan kuvata samaan aikaan sekä sopimuksena että instituutiona[33], mutta teorioita ei ole perusteltua käyttää vaihtelevasti sen mukaan, mikä niistä kulloinkin vahvistaa tutkijan käsitystä voimassa olevan oikeuden sisällöstä.

Käsitystä osakeyhtiöstä itsenäisenä intressitahona on pidetty toisinaan absurdina.[34] Kritiikissä on kyse argumentaatiovirheestä, jossa riitautettavissa olevaa premissiä (”osakeyhtiö on väline” tai ”osakeyhtiö on sopimusverkko”) pidetään sellaisenaan argumenttina jonkin tulkinnan (”osakeyhtiö ei ole itsenäinen intressitaho”) puolesta. Ajatus osakeyhtiöstä itsenäisenä intressitahona on vaikea sopimusteoreettisen oikeustaloustieteen viitekehyksessä, mutta oikeuden näkökulma on monimuotoisempi.[35] Ovathan säätiö ja yhdistyskin yhdestä näkökulmasta vain säätäjien tai perustajien välineitä tai lain luomia fiktioita, mutta se ei ole estänyt puhumasta säätiön tai yhdistyksen omista abstrakteista tarkoituksista, jotka eivät rinnastu perustajien, edunsaajien tai jäsenten individuaalisiin ja vaihteleviin intresseihin.

---

[31] Laajasti Saksan ja Ranskan oikeudesta *Gelter* 2010. Ks. myös *Pargendler* 2012b s. 2951: ”– – Germany is widely recognized as the birthplace of modern institutional theories of the business corporation, according to which the purpose of the firm is not merely to maximize shareholder value, but rather to satisfy the public interest.”

[32] *Blair – Stout* 1999 s. 254 alaviite 17.

[33] Ks. *Mähönen* 2001 s. 209 ja häneen tukeutuen *Vahtera* 2012 s. 1054. *Vahtera* 2011a s. 77 kirjoittaa toisaalla, että tutkimuksessa voidaan sovittaa yhteen instituutioajattelua, sopimusteoriaa ja transaktiokustannusanalyysiä.

[34] *Pönkä* 2012 s. 265.

[35] Ks. myös *Keay* 2011 s. 193.

Jos yhtiöoikeudessa operoidaan yleisillä opeilla, joissa osakeyhtiötä ei tunnusteta omana intressitahonaan, näkemyksestä tulisi pitää johdonmukaisesti kiinni muidenkin kysymysten kuin yhtiön edun tulkinnassa. Jos yhtiön entiteettiluonne kiistetään, on monesti vaikea puhua ylipäätään johdonmukaisesti ”yhtiöintressistä”, ”yhtiön edusta” tai välttämättä edes ”yhtiöstä”.[36] Kotimaisessa kirjallisuudessa on tarkasteltu esimerkiksi OYL 13:6:n säännöksiä siitä, kuka yhtiössä päättää osingonjaosta. Lainkohdan mukaan yhtiökokous saa päättää jakaa hallituksen ehdottamaa tai hyväksymää määrää enemmän vain, jos se on vähemmistöosinkoa koskevan OYL 13:7:n tai yhtiöjärjestyksen mukaan siihen velvollinen. Säännöksen on sanottu kuvastavan sitä, että hallituksen ja osakkeenomistakollektiivin intressit, tietotaso ja vastuut eroavat toisistaan. Edelleen ”hallituksen tulee osingonjakoa koskevassa päätöksenteossaan ottaa huomioon *yhtiön intressejä* (myös sen velkojien intressejä OYL 13:2:n mukaisen maksukykyisyystestin kautta), kun taas osakkeenomistaja voi lähtökohtaisesti ajaa yhtiökokouksessa vain omia etujaan”. Johtopäätös on, että edes yksimieliset osakkeenomistajat eivät voi poiketa hallituksen ehdottamasta tai hyväksymästä enimmäismäärästä.[37] Argumentaatiossa viitataan yhtiön omaan intressiin erittelemättä, miten se suhtautuu osakkeenomistajakollektiivin tai velkojien intressiin. Jos yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajakollektiivin yhteistä etua, yksimielisten osakkeenomistajien tulisi johdonmukaisesti olla oikeutettuja päättämään suuremmasta osingonjaosta kuin hallitus esittää tai hyväksyy. Samaan aikaan ei voi kiistää yhtiön oman edun olemassaoloa yleisellä tasolla, mutta vedota konkreettisessa tulkintatilanteessa osakkeenomistajien yhteisen edun vastapoolina yhtiön intressiin. Velkojainsuojahan voitaisiin perustaa voitonjakopäätöksen yhteydessä OYL 13 luvun muihin säännöksiin kuin OYL 13:6.1:iin, erityisesti OYL 13:2:n maksukykyisyystestiin.

Bainbridgen mukaan on kyseenalaista sanoa, että hallituksen jäsenillä on velvollisuuksia ”yhtiöentiteettiä” (*the corporate entity*) kohtaan, koska ajatustapa on ristiriidassa vallalla olevan sopimusteoreettisen yhtiökäsityksen kanssa. Kriitikoille yhtiön kohteleminen reaalisena entiteettinä on turhaa reifikaatiota, josta pitäisi luopua. Kritiikin mukaan on vaarallista sanoa, että yhtiöt tekevät asioita, koska tosiasiassa vain ihmiset tekevät asioita.[38] *Glynn* on *Bainbridgen* kirjoituksiin viitaten nimittänyt entiteettiajattelua ”antiikkiseksi” ajatustavaksi ja pitänyt sopimusteoreettista käsitystä realistisempana.[39] Oikeuden sfäärissä on kuitenkin ongelmallista ajatella, että yhtiöt eivät tekisi asioita. Kuten

---

[36] Tämä kritiikki on formuloitu myös kansainvälisessä kirjallisuudessa. Ks. *Keay* 2011 s. 192–193.
[37] *Pönkä* 2012 s. 126. Tässä suhteessa Pönkä on ilmeisesti muuttanut aikaisempaa tulkintaansa, jossa yhtiön etu näyttäytyi vieläkin laajempana intressimatriisina. Väitöskirjassaan hän totesi, että hallituksen tuli punnita päätöksenteossaan ”yhtiön – myös sen velkojien, työntekijöiden ja jopa yhteiskunnan – intressejä”. Ks. *Pönkä* 2008 s. 36.
[38] *Bainbridge* 2007 s. 352–353 ja alaviite 93 siinä mainittuine lähteineen.
[39] *Glynn* 2004 s. 351.

Keay on huomauttanut, oikeudella ei näytä olevan ongelmaa reifikaation kanssa.[40] Sopimusteoreettisen yhtiökäsityksen omaksuminen tarkoittaisi sitä, että esimerkiksi (yhtiöoikeudellisen) vahingonkorvausvastuun alueella vastuukysymykset tulisi miettiä pitkälti uudestaan.[41] Toisessa yhteydessä myös *Bainbridge* on tunnustanut ne laajat vaikutukset, joita osakeyhtiön itsenäisellä oikeushenkilöllisyydellä on, vaikka yhtiön kohteleminen reaalisena entiteettinä johtaa hänen mielestään turhaan formalismiin.[42]

Sopimusteoreettinen mallinnus on omalla tavallaan loogisen kirkas.[43] Mallinnuksen heikkous tulee kuitenkin esiin, kun sillä pitäisi selittää voimassa olevan oikeuden sääntöjä. Jos yhtiöentiteetti poistetaan tarkastelun keskiöstä, vastuusäännöissäkin tulisi olla kyse vain sopimusverkon jäsenten vastuista toisiaan kohtaan. Kuten *Keay* huomauttaa, sopimusteoreetikoille yhtiöentiteetin olemassaolo on erityisesti vastuukysymysten ja joidenkin muiden kysymysten yhteydessä täysin luonnollinen ilmiö, mutta kun tarkastelu kääntyy yhtiön tarkoitukseen (tai yhtiön etuun), entiteetin olemassaolo kiistetään jyrkästi.[44] Joissain tutkimuksissa tämä ristiriita näkyy juuri niin, että käsitystä osakeyhtiöstä itsenäisenä entiteettinä pidetään ensin ”antiikkisena” tai vanhentuneena, mutta samaan aikaan operoidaan ongelmattomasti yhtiön omalla vastuulla.[45] *Ripken* onkin todennut osuvasti: ”*Applying corporate personhood in certain contexts and not in others is a matter of policy and expediency, not a matter of logic or consistent reasoning.*”[46] Ainakin voimassa olevan oikeuden sisällöstä kiinnostuneelle tarkastelijalle osakeyhtiötä kuvaava teoria on lopputulos tai johtopäätös, ei lähtökohta. Teorian avulla on helppo naamioida ja integroida oikeuspolitiikka juridiseen harkintaan.[47]

Lähes jokaisen teorian kannattaja voi osoittaa oikeushistoriasta esimerkkejä eri oikeudenalojen tuomioistuinratkaisuista, jotka tukevat hänen käsitystään.[48] Sopimusteoriaan tai yleisesti osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun sitoutunut tutkija voi vedota esimerkiksi michiganilaisen tuomioistuimen ratkaisun dik-

---

[40] *Keay* 2011 s. 195.

[41] *Petrin* 2013 s. 41: ”If we view the firm as a nexus of contracts and deny its character as an entity, the firm could not bear any right or be liable. If the firm is simply a nexus of interconnected individual parties, the legal entity wholly disappears and all that is left are its single components. Given this atomistic nature of the firm, would logically have to be directed against those individuals or constituencies that act for or as part of the nexus.” Ks. myös *Keay* 2011 s. 189–197, jossa osoitetaan, millaisia käsitteellisiä ja muita ongelmia seuraa, jos osakeyhtiön entiteettiluonne kiistetään purkamalla se pelkiksi sopimuksiksi.

[42] *Bainbridge* 2002 s. 16.

[43] Esim. *Glynn* 2004 s. 351–352.

[44] *Keay* 2011 s. 192–193.

[45] *Glynn* 2004 s. 426–430.

[46] *Ripken* 2010 s. 301.

[47] Ibidem ja siihen viitaten myös *Petrin* 2013 s. 19.

[48] *Gold* 2012 s. 1090. Ks. myös *Petrin* 2013 s. 9–13 ja siinä esitetyt laajat viittaukset oikeuskäytäntöön eri oikeusjärjestyksissä.

taan vuodelta 1919[49], kun taas entiteettiajattelun kannattaja voi korostaa Delaware Supreme Courtin ratkaisua vuodelta 1985[50] tai Kanadan korkeimman oikeuden ratkaisua vuodelta 2008[51]. Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen ratkaisukäytännössä yhtiöitä on toisinaan luonnehdittu konsessio- ja fiktioteorioita myötäillen lain luomuksiksi.[52] Olisi vaikea perustella, miksi jotkut ratkaisut sijoittuisivat yhtiöoikeuden teorian periferiaan ja toiset sen ydinalueelle.[53]

4.4 TEORIOIDEN VALINTAAN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ

4.4.1 Yleisiä vaikuttimia

Teorian valinta on käytännöllisesti ja oikeuspoliittisesti kaikkea muuta kuin triviaali valinta. Teorioista on tullut keskeisiä oikeudellisen tulkinnan lähteitä ja niillä muovataan ihmisten käsityksiä empiirisestä todellisuudesta.

Voidaan esittää useita syitä sille, miksi tutkija omaksuu osakeyhtiötä kuvaavan teorian. Teoria voi vastata tutkijan poliittisia mieltymyksiä. Merkitystä on myös sillä, että esimerkiksi oikeustieteilijät, kauppatieteilijät ja sosiologit koulutetaan ajattelemaan osakeyhtiöstä eri tavoin. Kielitaidollakin on merkitystä. *Mäntysaari* on kiinnittänyt huomiota suomalaisen lakimieskunnan heikkenevään saksan kielen taitoon, mikä on vaikuttanut niin, että teoreettiset esikuvat haetaan englanninkielisistä oikeusjärjestyksistä, ennen kaikkea Yhdysvalloista ja Yhdistyneestä kuningaskunnasta.[54] Nämä selitykset eivät kuitenkaan kerro, miksi esimerkiksi entiteettiajattelu on *tyypillisesti* ollut vahvaa Saksassa tai aggregaattiajattelu Yhdysvalloissa.

Varieties of capitalism -tyypittelyn mukaisissa koordinoiduissa markkinatalouksissa (*coordinated market economies*), kuten Saksassa ja Japanissa, osakeyhtiö on yleensä mallinnettu yhteisönä, joka palvelee useita eri intressitahoja. Liberaaleissa markkinatalousmaissa kuten Yhdysvalloissa osakeyhtiö on puolestaan tyypillisesti ymmärretty välineenä, jolla edistetään osakkeenomistajien vaurastumista. Useissa tutkimuksissa on havaittu, että jälkimmäisen mallinnuk-

---

[49] *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).
[50] *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co* 493 A.2d 946 (Del. 1985).
[51] *BCE Inc v 1976 Debentureholders* [2008] SCC 69.
[52] Asia C-208/00, Überseering BV vastaan Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC), tuomio 5.11.2002, Kok. 2002, s. I-9919, kohta 40."Since *companies are creatures of national law*, they must continue to observe the requirements laid down by the legislation of their State of incorporation." Ks. EU-tuomioistuimen käytännöstä *Sjåfjell* 2009 s. 161–162.
[53] *Gold* 2012 s. 1090.
[54] *Mäntysaari* 2013a s. 118–120.

sen suosio on kasvanut sellaisissakin maissa, joissa osakeyhtiötä on perinteisesti lähestytty sidosryhmäkeskeisemmin.[55]

Osakeyhtiöiden tyypillinen omistusrakenne on yleensä ollut se muuttuja, joka vaikuttaa vahvasti eri oikeusjärjestyksissä käytävään keskusteluun yhtiön olemuksesta.[56] Angloamerikkalaisen ja mannermaisen järjestelmän erot näkyvät erityisesti osakeyhtiön tarkoituksen ja edun tulkinnassa.[57] Esimerkiksi ranskalaista yhtiöoikeutta on leimannut institutionaalinen ajattelu, jossa yhtiön edun on usein tulkittu tarkoittavan enemmän kuin osakkeenomistajien yhteistä etua (*intérêt social*).[58] Tällaisen ajattelun nousu liittyy valtio-omistajuuden voimistumiseen 1900-luvulla. Pluralistinen yhtiöintressi on sopinut hyvin valtiolle merkittävänä osakkeenomistajana.[59] Yhtiön etu oikeutti hallituksen ottamaan huomioon yhtiön kaikkien sidosryhmien edut. Valtio-osakkeenomistaja saattoi siis edistää kontrolloimissaan yhtiöissä muitakin päämääriä kuin voiton tuottamista. Nykyisin tilanne ei ole enää niin yksinkertainen, koska Ranskassa on ollut Saksan tapaan viitteitä osakkeenomistajakeskeisen ajattelun vahvistumisesta. Yksityissijoittajien asemaa on pyritty vahvistamaan.[60]

Vertailevan yhtiöoikeustieteen peruskäsitteistöön kuuluu *path dependence* -ajattelu.[61] Path dependence -ajatteluun kuuluu teesi, jonka mukaan omistusrakenteiden ja sääntelyjärjestelmien erilaisuutta eri maissa voidaan selittää maissa aikaisemmin vallinneiden olosuhteiden avulla.[62] Teesin avulla on kotimaisessakin kirjallisuudessa selitetty sitä, miksi yhtiöoikeudelliset järjestelmät ovat jonkinasteisesta yhdenmukaistumisesta huolimatta säilyttäneet paikalliset erityispiirteensä.[63] Jos path dependence -teesi hyväksytään, voidaan sanoa, että jokaisen maan kontekstissa omistusrakenteet ja sääntelyjärjestelmät toisintavat enemmän tai vähemmän niiden historiallisia edeltäjiä. Toisaalta omistusrakenteet ja sääntelyjärjestelmät vaikuttavat monin tavoin toinen toisiinsa.[64]

Corporate governance -järjestelmän kehitykseen voivat vaikuttaa muutkin tekijät kuin tyypilliset omistusrakenteet ja voimassa olevat säännöt. *Bruner* on selittänyt corporate governance -järjestelmien eroja yhtiöoikeuden ulkopuolisten sääntelyrakenteiden avulla. Vaikka yhdysvaltalaisia ja brittiläisiä corporate

---

[55] *Bezemer* 2015 s. 60 siinä mainittuine lähteineen.
[56] *Gelter* 2010 s. 81. Tyypilliset omistusrakenteet ovat myös yleisesti yksi tärkeimmistä tekijöistä, jotka määrittävät keskustelua osakeyhtiöihin kohdistuvasta sääntelystä. Ks. esim. *Bebchuk – Roe* 1999 s. 133 ja *Mähönen – Villa* 2015 s. 452.
[57] *Mähönen – Villa* 2006 s. 306.
[58] *Lee* 2005a s. 33–34.
[59] *Pargendler* 2012b s. 2953.
[60] *Fanto* 1998 s. 47, 87.
[61] *Bebchuk – Roe* 1999 s. 129. Kotimaisessa kirjallisuudessa tästä on käytetty termiä *polkuriippuvuus*. Ks. *Vahtera* 2011a s. 117.
[62] *Bebchuk – Roe* 1999 s. 134.
[63] *Vahtera* 2011a s. 116–128.
[64] Ibid.

governance -järjestelmiä pidetään usein paljolti toisiaan vastaavina, Bruner on tuonut esiin järjestelmien tärkeitä eroja. Hänen mukaansa Yhdistyneen kuningaskunnan corporate governance -järjestelmä on selvästi yhdysvaltalaista vertailukohtaansa osakkeenomistajakeskeisempi. Erot liittyvät muun ohella osakkeenomistajien päätöksenteko-oikeuksien laajuuteen sekä suuren osakeyhtiön yhteiskunnalliseen tarkoitukseen. Jos työntekijöiden ja muiden sidosryhmien yhtiöoikeuden ulkopuolinen suoja on vahva, corporate governance -järjestelmä voi kehittyä osakkeenomistajakeskeiseen suuntaan.[65] Kun *Licht* on todennut, että Ruotsin sosiaalidemokraattisesta traditiosta *huolimatta* aktiebolagslagenissa yhtiön toiminnan tarkoitukseksi on säädetty voiton tuottaminen osakkeenomistajille[66], *Brunerin* teesi saattaa viitata siihen, että Ruotsin osakeyhtiöoikeus on voinut kehittyä osakkeenomistajakeskeiseen suuntaan pikemminkin sosiaalidemokraattisen tradition *vuoksi*. Jos maassa on vahva julkinen sektori ja muita sidosryhmiä kuin osakkeenomistajia suojaava kattava sektorikohtainen lainsäädäntö, osakeyhtiöoikeudessa on mahdollista painottaa enemmän osakkeenomistajien taloudellisten etujen edistämistä.

Bebchuk ja *Roe* ovat identifioineet kaksi syytä sille, miksi tietyssä maassa vallinneet omistusrakenteet ovat voineet vaikuttaa myöhemmin säädettyjen oikeussääntöjen sisältöön. Ensimmäinen syy on tehokkuusperusteinen eli aikaisemmin vallinneet omistusrakenteet vaikuttavat joka tapauksessa siihen, mitkä oikeussäännöt toimivat tehokkaasti kulloinkin tarkasteltavassa maassa. Toinen syy on poliittinen eli omistusrakenteet vaikuttavat siihen, miten paljon vaikutusvaltaa erilaisilla eturyhmittymillä on poliittisessa päätöksentekoprosessissa. Vaikutusvalta osakeyhtiössä muuttuu vaikutusvallaksi poliittisessa päätöksentekoprosessissa, mikä vaikuttaa puolestaan oikeussääntöjen sisältöön. Vaikutusvalta ei ilmene ainoastaan mahdollisuudessa käyttää rahaa lobbaukseen ja kampanjointiin. Resurssit antavat näkyvyyttä, suhteita mediaan, korkean sosiaalisen statuksen sekä suhteita eliittiin ja erilaisiin vaikutusvaltaisiin ryhmiin. Jos aikaisemmin vallinneista omistusrakenteista seurasi vaikutusvaltaa tietylle ryhmittymälle, kuten hajautuneen omistusrakenteen kontekstissa johtajille tai keskittyneen omistusrakenteen kontekstissa määräysvaltaosakkeenomistajille, on todennäköistä, että kyseisessä maassa omaksutaan myöhemminkin juuri kyseisen ryhmittymän preferoimat oikeussäännöt.[67] *Bebchuk* ja *Roe* huomauttavat kuitenkin, etteivät eturyhmittymien odotukset ole ainoa tekijä, joka vaikuttaa oikeussääntöjen muodostumiseen. Sääntöjen sisältöön vaikuttavat omistusrakenteiden ohella monet muutkin seikat.[68]

---

[65] *Bruner* 2010 esim. s. 612.
[66] *Licht* 2012 s. 612.
[67] *Bebchuk – Roe* 1999 s. 157–160, 169–170.
[68] Ibid. s. 163–164, 166–169.

Polkuriippuvuusajattelun avulla voidaan tarkastella myös teoreettisen ajattelun kehitystä ja yhtiön edun tulkintaa. Edellä viitattiin jo Ranskan esimerkkiin. Valtiolle on siellä merkittävänä osakkeenomistajana sopinut hyvin, että vallalla olevat teoriat legitimoivat valtion omistajaohjauksessaan edistämiä tarkoitusperiä. Toisena kiinnostavana esimerkkinä voidaan nostaa esiin Yhdysvallat, jota usein luonnehditaan Yhdistyneen kuningaskunnan ohella hajautuneiden omistusrakenteiden tyyppimaaksi.[69] Hajautuneesta omistusrakenteesta seuraa, että johtajien valta kasvaa osakkeenomistajien kustannuksella. Voidaan olettaa, että ainakin 1970-luvulle asti johtajille oli sopinut hyvin managerialistinen osakeyhtiöajattelu, koska se voimisti johdon asemaa ja henkilöi yhtiön usein juuri sen johtoon. Corporate governance -vallankumouksen tärkeä seuraus oli, että johdon hyvinvointi linkittyi jatkossa kannustinjärjestelmien takia vahvasti osakkeenomistajien hyvinvointiin: jos osakkeenomistajat rikastuivat, myös johtajat rikastuivat. Päämies-agenttiteorian inspiroiman ajattelun alkuperäisenä tarkoituksena oli suojella osakkeenomistajia ”laiskoilta ja ahneilta” johtajilta ja tarvittaessa rangaista näitä, mutta moni seikka viittaa siihen, että uusi osakkeenomistajakeskeinen ajattelu hyödytti merkittävästi juuri johtajia. Näin ollen johtajien intressissä on ollut edistää osakkeenomistajakeskeisten teorioiden voimistumista.

Eri oikeusjärjestyksissä on erilaiset markkinastruktuurit, omistusrakenteet, yhtiöoikeuden ulkopuoliset sääntelymekanismit ja yhteiskunnalliset olot. Lisäksi on huomattava, että oikeusjärjestyksissä tai oikeuskulttuureissa ajatellaan eri tavoin itse oikeudesta. Eurooppalaisessa oikeustutkimuksessa näkökulma on tyypillisesti ollut vahvasti oikeuden sisäinen. Tutkijat ovat pyrkineet selittämään oikeuden sisäisesti johdonmukaisella tavalla, kun taas yhdysvaltalaistutkijoiden näkökulma oikeuteen on enemmän ulkoinen. Oikeuden ulkopuolisessa näkökulmassa nimenomaan oikeustaloustiede on noussut vahvaan asemaan ja erityisesti yhtiöoikeudessa sen dominanssi oli pitkään selvä. Yksi italialaistutkija on todennut, että yhdysvaltalaiset yhtiöoikeuden professorit eivät oikeastaan ole oikeustieteilijöitä, vaan oikeutta tutkivia taloustieteilijöitä.[70]

Kun yhdysvaltalaista oikeusajattelua ovat leimanneet oikeusrealismi, oikeustaloustiede ja utilitarismi, esimerkiksi Saksassa on painotettu enemmän oikeuden sisäistä näkökulmaa ja saksalaista idealismia.[71] Oikeustaloustiede lienee saanut vahvimman jalansijan siellä, missä utilitarismikin. Oikeushistoriallisissa tutkimuksissa on osoitettu, että esimerkiksi Saksan oikeusyhteisössä oikeustaloustiede ei ole ainakaan vielä lyönyt läpi samalla tavalla kuin Yhdysvalloissa. Tätä on selitetty historiallisesti muun ohella sillä, että 1900-luvun kirjallisuuden johtavana älyllisenä ja filosofisena paradigmana toimi saksa-

[69] Ks. *Bebchuk – Roe* 1999 s. 133 ja alaviitteessä 3 dokumentoitu mittava kirjallisuuskatsaus.
[70] Ks. *Grechenig – Gelter* 2008 s. 297 ja alav. 3. Kyseinen italialaistutkija on Stefano Lombardo.
[71] Ibid. s. 309.

lainen idealismi, jonka perusteesit olivat vastakkaisia utilitarismille (ja siten oikeustaloustieteelle).[72]

Saksassa ja saksankielisissä maissa on suhtauduttu kriittisesti oikeustaloustieteeseen. Oikeutta ei ole pidetty ainoastaan minä tahansa yhteiskunnan sektorina, jota voidaan tarkastella erilaisten ulkopuolisten tieteiden avulla, vaan itsenäisenä tutkimusalueena, jolla on omat tieteelliset metodinsa.[73] 1800-luvun saksalainen oikeusajattelu oli syvästi systemaattista ja koherenssinhakuista, mikä tarkoitti sitä, että taloudellisen tehokkuuden kaltaiselle oikeuden ulkopuoliselle kriteerille ei jäänyt paljon sijaa. Tilanne oli tässä mielessä toinen kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa, jossa perinteistä oikeusajattelua ravistellut oikeusrealismi avasi oikeustieteen tällaisille ulkopuolisille kriteereille. Oikeusrealistien mukaan oikeudellinen ratkaisu ei koskaan perustunut ainoastaan prejudikaatteihin ja muuhun oikeudelliseen materiaaliin, vaan myös tuomarin henkilökohtaisiin preferensseihin. Tämä synnytti tarpeen normatiivisille standardeille ja oikeustaloustiede täytti tyhjiön. Saksassa klassinen oikeusajattelu säilytti kuitenkin asemansa vielä toisen maailmansodan jälkeenkin. Saksalainen oikeusteoria ei avautunut utilitarismille ja oikeustaloustieteelle.[74]

Oikeustaloustiede ja utilitarismi ovat nähtävästi luontevia kasvualustoja teorioille ja tulkinnoille, joissa osakeyhtiön ainoana päämääränä pidetään osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia ja yhtiön johdon velvollisuudet määritellään tuon päämäärän mukaisesti. Erot osakkeenomistajakeskeisyyden asteessa ja teorianmuodostuksessa voivat siis selittyä polkuriippuvuusajattelulla ja osakeyhtiölainsäädännön ulkopuolisilla sääntelyrakenteilla, mutta myös syvään juurtuneilla käsityksillä siitä, miten oikeudesta, oikeusteoriasta ja jopa oikeusfilosofiasta on ajateltu.

4.4.2 Saksan yhtiöoikeus esimerkkinä teoreettisen murroksen syistä ja vaikutuksista

Saksa on monestakin syystä kiinnostava esimerkki teorioiden kehityksestä ja niiden vaikutuksesta yhtiöoikeudelliseen tulkintaan. Saksa tunnetaan modernin institutionaalisen yhtiöoikeusajattelun synnyinmaana. Saksalaisessa institutionaalisessa ajattelussa osakeyhtiön tarkoitus ei ole osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi vaan yleisen edun edistäminen. Kuten edellä todettiin, osakeyhtiön tarkoitusta kuvaavat käsitykset ovat usein läheisessä yhteydessä kansallisen järjestelmän tyypillisiin omistusrakenteisiin. On pidetty mahdollisena, että institutionaalinen osakeyhtiökäsitys sai vahvan aseman juuri Saksassa,

---

[72] Ibid. s. 346–347.
[73] *Grechenig – Gelter* 2008 s. 297–298.
[74] *Grechenig – Gelter* 2008 s. 359–360.

koska Saksa on toiminut eräänlaisena valtio-omistajuuden suunnannäyttäjänä. Yhtiöt, joissa valtio oli sijoittajana yhtaikaa yksityisten osakkeenomistajien kanssa (*mixed enterprises*), yleistyivät 1900-luvulla ensin Saksassa ja myöhemmin muuallakin Euroopassa.[75] Omistusrakenteiden ja yhtiön edun välinen suhde on siis ilmeisesti kehittynyt jossain määrin samalla tavalla Ranskassa ja Saksassa. Yhtiön edun pluralistiselle tulkinnalle on ollut tilausta, koska yhtiöissä on ollut osakkeenomistajia, joita ei ohjaa pelkästään voiton maksimoinnin tavoite. Kirjallisuudessa pohditaan usein tällaisten järjestelmien yhteydessä sitä, onko esimerkiksi juuri Ranskan *intérêt social* liian ystävällinen määräysvaltaosakkeenomistajalle[76] tai yhtiön johdolle. Kritiikin ydin on tällöin se, että pluralistinen yhtiön etu mahdollistaa voiton maksimoinnista kiinnostuneiden vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien polkemisen.

Yhtiön etu on Saksassa yhtiöoikeuden ydinkäsite. Käsite on toiminut keinona tasapainottaa keskenään kilpailevia intressejä, vaikka sen käytännön merkitys on *Gelterin* mukaan jäänyt vähäiseksi.[77]

Kun konsessioperiaate hylättiin Saksassa 1870-luvulla, yhtiöoikeustieteilijät muodostivat uuden käsityksen siitä, mikä osakeyhtiö on. Osakeyhtiö mallinnettiin osakkeenomistajien välisenä sopimusjärjestelynä, jonka tarkoituksena oli pääoman kerääminen. Yhtiön hallituksen jäseniä pidettiin osakkeenomistajien asiamiehinä. Vähemmän osakkeenomistajakeskeinen teoria osakeyhtiöstä oli kuitenkin tuloillaan. Uuden ajatustavan isäksi profiloitui *Walter Rathenau*. Osakeyhtiöistä tuli suurempia kuin aikaisemmin ja niiden merkitys Saksan kansantaloudelle kasvoi, mikä oikeutti korostamaan osakeyhtiötä osakkeenomistajistaan erillisenä instituutiona ja julkisen intressin merkitystä osakeyhtiössä.[78] Rathenaun teeseistä tuli pian valtavirta-ajattelua, joka sai tunnustuksensa kansallissosialistista retoriikkaa sisältäneessä vuoden 1937 osakeyhtiölaissa. Käsitys yhtiön omasta edusta sai 1900-luvun alun Saksassakin osakseen kritiikkiä, mutta se toimi yhtä kaikki tausta-ajatuksena, kun vuoden 1937 laki säädettiin.[79] Laki antoi yhtiön hallitukselle paljon itsenäisyyttä osakkeenomistajiin nähden ja hallituksella oli lain mukaan velvollisuus edistää toimessaan yhteiskunnan yleistä etua.[80]

Gelterin ja *Helleringerin* historiallisessa katsauksessa on tuotu esiin paljon samoja seikkoja kuin edellä siteeratuissa lähteissä. 1900-luvun alun Saksassa oli selviä jännitteitä sopimusteoreettisen ja institutionaalisen yhtiökäsityksen välillä. Sopimusteoreettisessa katsannossa yhtiö rinnastui sen osakkeenomista-

---

[75] *Pargendler* 2012b s. 2951.
[76] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1092 alav. 131, jossa viittaus *Schmidtiin*. Suomalaisesta keskustelusta *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.
[77] *Gelter* 2010 s. 10.
[78] *Klages* 2013 s. 168–169.
[79] *Koski* 1977 s. 226 alaviite 13 ja siinä mainitut lähteet.
[80] *Klages* 2013.

jiin, kun taas institutionaalinen käsitys korosti yhtiön erillisyyttä osakkeenomistajista. Institutionaalisen käsityksen voidaan kenties sanoa ottaneen erävoiton 1930-luvun lopulla, kun uusi osakeyhtiölaki tuli voimaan. Laissa hallituksen tehtäväksi määriteltiin paitsi yhtiön oman myös yleisen edun edistäminen. Lain kansallissosialistisia sävyjä saaneita sanamuotoja siistittiin vuoden 1965 uudistuksessa, mutta lain sisältö pysyi siinä mielessä samana, että hallituksen tehtävänä ei ollut pelkästään osakkeenomistajien etujen edistäminen.[81]

Toisen maailmansodan jälkeen saksalainen yhtiöoikeusajattelu ei muuttunut merkittävästi, joskin työntekijöiden asemaa tultiin tulevina vuosikymmeninä korostamaan. Nykytermein ilmaistuna *stakeholder*-keskeinen ajattelu leimasi saksalaista järjestelmää vielä pitkän aikaa. Työntekijöiden myötämääräämisoikeutta koskeva lainsäädäntö vuodelta 1976 kiihdytti keskustelua, ja lain voimaantulon jälkeen vaikutti entistä selvemmältä, että Saksan järjestelmässä yhtiön etu ei redusoitunut osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin. Lainsäädäntö, jonka mukaan suurimmissa yhtiöissä ylimmän hallintoelimen (*aufsichtsrat*) jäsenistä puolet on oltava työntekijöiden edustajia, tuskin voi kokonaisuutena rakentua lähtökohdalle, jonka mukaan yhtiön etu rinnastuu yksinomaan osakkeenomistajien etuun. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin huomautettu, että yhtiön etua koskevia näkemyksiä ei ilmeisesti testattu missään vaiheessa kunnolla tuomioistuimissa.[82] Vuoden 1976 myötämääräämisoikeutta koskevaan lainsäädäntöön liittyy kuitenkin kiinnostava sivujuonne. Työnantajayhdistykset ja yksityisten sijoittajien perustama yhdistys valittivat laista perustuslakituomioistuimeen. Niiden mukaan uusi laki loukkasi yksityisomaisuuden suojaa ja yhdistymisvapautta. Perustuslakituomioistuin ei hyväksynyt näkemystä ja perusteli ratkaisunsa muun muassa sillä, että osakkeenomistajien oikeuksien käyttö voi vaikuttaa työntekijöiden perusoikeuksiin. Ratkaisun on arvioitu vahvistaneen työntekijöiden asemaa osakkeenomistajiin nähden.[83]

1980-luvulla osakkeenomistajakeskeinen ajattelu nosti päätään osittain vastareaktiona perustuslakituomioistuimen ratkaisuun, mutta uusi ajattelu voimistui kunnolla vasta 1990-luvulla. Uuden ajattelun esikuvat löytyivät Yhdysvalloista, erityisesti *Jensenin* ja *Mecklingin* sekä *Easterbrookin* ja *Fischelin* ajatuksista. Jotkut saksalaiset tutkijat omaksuivat sopimusverkkomallin ja yhtiön työntekijät ”ulkoistettiin” yhtiön jäsenistä pelkiksi sopimusvelkojiksi. 1990-luvulla tutkijat ovat ryhtyneet pitämään yrityksen tai yhtiön omaa etua epämääräisenä ja rinnastaneet yhtiön edun shareholder value -imperatiivin kanssa. *Klagesin* metafora ”the contractual turn” kuvaa osuvasti Saksan mielipideilmastossa tapahtuneita muutoksia.[84]

---

[81] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1089–1090 ja siinä mainitut lähteet. Ks. myös *Roth* 2014 s. 332–333.
[82] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1091–1092.
[83] *Klages* 2013 s. 170.
[84] *Klages* 2013 s. 170–172.

Vahvoista institutionaalisista juurista ja yhtiöintressin pluralistisesta tulkinnasta huolimatta shareholder value -ajattelu yleistyi Saksassa 1990-luvulla. Ilmiötä on selitetty finanssimarkkinoiden kansainvälistymisellä, joka vaikutti yhtiöiden omistusrakenteisiin ja hallinnointitapoihin. Saksankin osalta on syytä huomata, että merkittävät murrokset tapahtuivat aluksi paljolti lainsäädännön ja tuomioistuinten ulkopuolella. Finanssimarkkinoiden kansainvälistyminen ja institutionaalisten sijoittajien vaikutusvallan kasvu liittyvät ainakin epäsuorasti siihen, että Saksan osakeyhtiölainsäädännön muutoksissa vuosien 1998 ja 2005 välillä painotettiin voimakkaasti osakkeenomistajien oikeuksia. Esimerkiksi vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisuutta derivatiivisen kanteen nostamiseen parannettiin. *Klagesin* mukaan olisi kuitenkin liian suoraviivaista päätellä, että edellä mainitut mullistukset sellaisinaan saivat aikaan osakkeenomistajakeskeisen ajattelun vahvistumisen. Hänen mielestään ei ole selvää, miksi lainsäätäjä ei osakkeenomistajien oikeuksien vahvistamisen sijaan päättänyt asettaa suojamuureja saksalaisten yhtiöiden työntekijöiden ja yleisen sivullistahon suojaksi markkinadynamiikkaa vastaan tai estänyt institutionaalisia sijoittajia ottamasta kokonaan haltuun Saksan talouselämää. Klagesin teesi on, että osakkeenomistajakeskeinen ajattelu vahvistui ainakin osittain siksi, että (osakkeenomistajakeskeisesti ajattelevat) yhtiöoikeustieteilijät osallistuivat poliittiseen päätöksentekoprosessiin. Oikeustieteilijät välittivät poliittisille päätöksentekijöille osakkeenomistajakeskeisen paradigman, jonka kautta muuttuneita yhteiskunnallisia oloja tultaisiin peilaamaan.[85]

> ”The extension of minority shareholder rights therefore should neither be seen as the only possible response to the shift towards an Anglo Saxon corporate governance regime but rather as a historically contingent reaction that also was shaped by the interpretive frames policy-makers used to find appropriate solutions to a changing economic context. The analysis presented in the previous section suggests that an important part of the interpretive repertoire policy-makers used to identify the political and institutional implications of internationalized financial markets came from corporate law experts that sought to reinterpret German corporate law in a ‘contractarian’ fashion.”[86]

Saksalainen yhtiöoikeus on siis ollut liikkeessä kohti osakkeenomistajakeskeistä ajattelua. Saksalaisten yhtiöoikeustieteilijöiden enemmistö oli 1920-luvulta 1990-luvulle asti sitä mieltä, että yleinen etu painoi osakkeenomistajien etua enemmän osakeyhtiöiden sääntelyssä. Vuosituhannen viimeisellä kymmenyksellä saksalaisessa ajattelussa painotettiin kuitenkin aikaisempaa enemmän osakkeenomistajan erityisasemaa. Tiedemiehet ryhtyivät selittämään osakeyh-

[85] *Klages* 2013 s. 159–163.
[86] *Klages* 2013 s. 177–178.

tiötä sopimusteorian kautta enemmän kuin aikaisemmin oli tehty, mikä vaikutti samalla kannanottoihin yhtiön tarkoituksesta sekä valintaan pakottavan ja tahdonvaltaisen sääntelyn välillä. Shareholder value -ajattelu on sen jälkeen ohjannut myös saksalaista keskustelua klassisista yhtiöoikeudellisista teemoista.[87]

Saksalaisessa kehityksessä on monia huomionarvoisia seikkoja. Yhtiöoikeudessa on säänneltävä erilaisia intressejä ja lainsäätäjä tekee osakeyhtiölainsäädäntöä kirjoittaessaan poliittisia arvovalintoja.[88] Oikeustieteilijöillä voi olla merkittävä rooli lainsäädäntöuudistuksissa ja toisinaan myös tuomioistuinratkaisuissa, koska lainvalmistelijat ja tuomarit hakevat herkästi argumentaatiotukea yhtiön edun kaltaisten tulkinnanvaraisten käsitteiden selittämisessä. *Klagesin* mukaan Saksassa tapahtuneet muutokset selittyvät osittain yhtiöoikeustieteilijöiden vaikutusvallalla. Tätä väitettä voidaan peilata edellä tarkasteltua *path dependence* -ajattelua vasten. Oikeastaan Klagesin teesi ei täysin istu polkuriippuvuusajattelun mukaiseen logiikkaan, vaan tarjoaa ennemminkin vaihtoehtoisen tai täydentävän tavan selittää oikeussääntöjen ja teoreettisen ajattelun kehitystä. Oikeustieteilijöiden vaikutusvaltaan ei nimittäin ainakaan yleensä vaikuta välittömästi se, millaiset omistusrakenteet maassa on tai on ollut. Oikeustieteilijöiden vaikutusvalta on toisenlaista valtaa eli asiantuntijavaltaa. Omistusrakenteiden perusteella määräytyvän vaikutusvallan sekä osakkeenomistajien ja johtajien vaikuttimien ohella yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn vaikuttavat asiantuntijoiden vaikuttimet, poliittiset mieltymykset, kannustimet ja sidonnaisuudet.

Saksan voimassa olevan oikeuden mukaan yhtiön etu ei ilmeisesti edelleenkään redusoidu pelkästään osakkeenomistajien etuun, vaikka yhtiöoikeustieteen piirissä on enenevissä määrin tukeuduttu angloamerikkalaisen oikeustaloustieteen teorioihin. Saksassa yhtiön johdon tehtävänä on edistää yrityksen etua, joka ei rinnastu osakkeenomistajien etuun tai voiton maksimointiin.[89] Saksalaistyyppinen sidosryhmäkeskeinen ajattelu ei ole vierasta muissakaan Keski-Euroopan valtioissa.[90] Työntekijäedustuksen turvaaminen yli 2000 työntekijän yhtiöiden ylimmässä hallintoelimessä korostaa edelleen yhtiöintressin pluralistisuutta. Johdon vastuun osalta on erikseen todettu, että hallituksen jäsenten vastuu on erilainen suhteessa yhtiöön kuin muihin tahoihin. Syynä on johdon ja yhtiön välinen sopimussuhde, josta seuraa myös, että johdon fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön. *Baums* ja *Scott* huomauttavat, että Saksassa johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet eivät suojaa ainoas-

---

[87] *Klages* 2013 erityisesti s. 177.
[88] *Klages* 2013 s. 165–166.
[89] Esim. *Baums – Scott* 2005 s. 51 ja 61, jossa todetaan, että Saksan laki on stakeholder-orientoitunut. Ks. myös *Kaal – Painter* 2010 s. 1456 ja *Sjåfjell ym.* 2015 s. 93.
[90] *Bezemer ym.* 2015 s. 61 kuvaavat Hollantia stakeholder-orientoituneeksi. Samoin *Sjåfjell ym.* 2015 s. 101.

taan osakkeenomistajia, joten on epätodennäköistä, että johdon todettaisiin rikkoneen velvollisuuksiaan, jos se ei aina aseta osakkeenomistajien etuja kaikkien muiden sidosryhmien intressien edelle.[91]

Kaiken kaikkiaan saksalainen käsitys hyvästä corporate governance -järjestelmästä rakentuu edelleen ajatukselle siitä, että yhtiöllä on muitakin merkityksellisiä sidosryhmiä kuin osakkeenomistajat. Ajatustapa näkyy hyvin esimerkiksi Saksan corporate governance -koodissa, jossa johdon edellytetään huolehtivan yhtiön toiminnan jatkuvuudesta ja kestävästä arvonluonnista sosiaalisen markkinatalouden periaatteiden mukaisesti. Koodissa yrityksen oma etu sisältää näin ollen muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etuja. Toisaalta jotkut kirjoittajat ovat esittäneet, että valtiollinen osakeyhtiölaki Aktiengesetz ei yksiselitteisesti tunnusta sen enempää shareholder value -kuin stakeholder-ajattelua. *Roth* on sovittanut corporate governance -koodin yksiselitteiset kannanotot ja kirjallisuudessa osakeyhtiölainsäädännöstä tehdyt ristiriitaiset tulkinnat yhteen luonnehtimalla saksalaista järjestelmää osakkeenomistajakeskeisen ajattelun valistuneeksi versioksi (*an enlightened shareholder value approach*).[92] Hänen mukaansa yhtiön johdon tulisi huolehtia ensisijaisesti osakkeenomistajien eduista, mutta sillä on oikeus ja myös velvollisuus huomioida muidenkin sidosryhmien edut.[93]

Saksan yhtiöoikeudellinen järjestelmä on monien muiden eurooppalaisten järjestelmien tavoin ollut viime vuosikymmeninä monien muutospaineiden kohteena. Euroopan unionin yhtiöoikeudellinen agenda tähtää tehokkaiden sisämarkkinoiden luomiseen ja eurooppalaisen yhtiöoikeuden kilpailukyvyn vahvistamiseen globaalissa kilpailussa. EU-oikeus yhdenmukaistaa osittain pakonkin kautta eurooppalaisia omistus- ja sääntelyrakenteita.[94] Kansallisten järjestelmien polkuriippuvuus voidaan siis torpata ylikansallisilla säännöillä, kun kansalliset lainsäätäjät eivät saa enää valita itse omia sääntöjään.[95]

Euroopan unionin tuomioistuimen ja sen edeltäjän Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen ”golden shares” -ennakkoratkaisuissa on puututtu tehokkaasti kansallisiin sääntelyratkaisuihin, joiden on tulkittu toimivan esteenä yhtenäiselle ja kilpailukykyiselle eurooppalaiselle yhtiöoikeudelle. Saksan kannalta tärkeä ratkaisu saatiin vuonna 2007, jolloin Euroopan yhteisöjen tuomioistuin totesi niin sanotun *Volkswagen*-lain kolme säännöstä yhteisöjen perustamissopimuksessa tarkoitetun pääomien vapaan liikkuvuuden vastaisiksi.[96] Ratkaisussa ei kuitenkaan saneltu yhtiön edun merkityssisältöä kansallisissa järjestel-

[91] *Baums – Scott* 2005 s. 51, 55. Ks. myös *Kaal – Painter* 2010 s. 1455–1456.
[92] *Roth* 2014 s. 263–264.
[93] *Roth* 2014 s. 332–334.
[94] *Vahtera* 2011a s. 115–116.
[95] *Bebchuk – Roe* 1999 s. 164–166.
[96] Asia C-112/05, komissio v. Saksa, tuomio 23.10.2007, Kok. 2007 s. I-8995.

missä. Kun otetaan huomioon vielä se, että yhtiön etu jätettiin ehkä tietoisesti tarkemmin määrittelemättä ostotarjousdirektiivin säätämisen yhteydessä[97], jäsenvaltioiden tuomioistuimia ei ilmeisesti ole ainakaan vielä velvoitettu tulkitsemaan yhtiön etua yhtenäisellä tavalla.

Suomen osakeyhtiöoikeuden ideologiset ja teoreettiset juuret ovat juuri Saksassa.[98] Vuoden 2006 osakeyhtiölain säätäminen on kuitenkin tulkittu ainakin osittain siirtymäksi skandinaavis-germaanisesta traditiosta angloamerikkalaiseen yhtiöoikeusajatteluun. Suomen osakeyhtiöoikeuden yleiset opit on selitetty mikrotaloustieteellisen yrityksen teorian, sopimusverkkomallin ja päämies-agenttiteorian avulla.[99] Kotimaista corporate governance -järjestelmää on luonnehdittu pohjoismaisen tradition tuotteeksi, jota on höystetty amerikkalaisilla täydennyksillä.[100] Osakeyhtiölain tai ainakin lain 1 luvun yleisperiaatteiden on myös sanottu kuvastavan oikeustaloustieteellistä käsitystä osakeyhtiöstä.[101] Lisäksi on esitetty, että osakeyhtiölain ideologinen perusta on oikeustaloustieteellisessä teoriassa, joka on saanut vaikutteita erityisesti Yhdysvalloista ja Englannista.[102]

Jotkut seikat viittaavat siihen, että johdon velvollisuuksia määrittävät yleisperiaatteet eli voitontuottamistarkoitus, yhdenvertaisuusperiaate sekä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus ovat säilyneet pääasiallisen sisältönsä osalta samanlaisina vuoden 1895 osakeyhtiölain ajoista asti.[103] Yleisperiaatteet ja yhtiön orgaanien toimivallanjakoa koskevat normit säädettiin aikana, jolloin Suomessa ja Yhdysvalloissa ei tunnettu sopimusverkkomallia ja päämies-agenttiteoriaa sellaisina kuin 1970- ja 1980-lukujen oikeustaloustieteilijät tekivät ne tutuiksi. Suomessa oltiin sen sijaan vahvasti kiinni saksalais-ruotsalaisessa ajattelussa. Säännöksille on toki usein vaikea määrittää objektiivisia arvoja[104] tai tavoitteita, mutta säännösten oikeuskulttuuriseen syntyhistoriaan ja -kontekstiin on aina mahdollista kiinnittää huomiota. Kun siis sanotaan, että OYL:n ideologinen tausta on angloamerikkalaisessa oikeustaloustieteessä, säännöksille annetaan jälkikäteen eräänlainen objektiivinen tarkoitus. Sekä Saksassa että Suo-

---

97 *Sjåfjell* 2009 s. 348–349.
98 *Mäntysaari* 2013a s. 118–120.
99 *Mähönen – Villa* 2006 s. 316 tosin toteavat, että kyse on enemmän hienosäädöstä kuin vallankumouksesta. *Pönkä* 2012 s. 55 kirjoittaa, että kyse ei ollut ”ideologisesta puhdistuksesta”, vaan uusien ajatusten istuttamisesta saksalais-ruotsalaiseen doktriiniin.
100 *Mähönen* 2013b.
101 *Pönkä* 2012 s. 18.
102 *Pönkä* 2012 s. 186.
103 *Pönkä* 2012 s. 130 kirjoittaa, että OYL 1:7:ään sisältyvä yleislauseke on pysynyt ”lähes muuttumattomana” vuoden 1895 osakeyhtiölain ajoista. *Mähönen – Villa* 2015 s. 113 toteavat, että yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinnassa voidaan edelleen tukeutua vuoden 1895 osakeyhtiölain aikaiseen kirjallisuuteen ja oikeuskäytäntöön. Ks. tarkemmin pääluku 6.
104 *Grechenig – Gelter* 2008: ”– – it is impossible to determine ’objective values’ of particular statutes.”

messa tutkijoiden käyttämät normatiiviset teoriat osakeyhtiöstä ovat nousseet ehkä jopa keskeisimmiksi fidusiaaristen velvollisuuksien tulkintaa ohjaaviksi lähteiksi.

4.5 ALUSTAVIA TEESEJÄ HALLITUKSEN ASEMASTA TEORIAN VALOSSA

Osakeyhtiötä ei voi selittää tyhjentävästi yksittäisen teorian avulla, mutta jotakin teoriaa voidaan pitää muita parempana kysymyksenasettelusta riippuen.[105] Jos yksittäiset teoriat epäonnistuvat väistämättä jossain suhteessa ja samaan aikaan pidetään kiinni käsityksestä, jonka mukaan yksittäinen teoria on toisia parempi tietyn kysymyksen tarkastelussa, keskeiseksi nousee kysymys siitä, millä ehdoilla teoriat tulisi arvottaa keskenään. Lainopillisessa keskustelussa ei voida sivuuttaa sitä näkökohtaa, mikä teoria selittää parhaiten voimassa olevan oikeuden sääntöjä.

Tieteenteoreettisessa keskustelussa korostetaan usein, että mielekäs keskustelu on mahdollista ainoastaan (a) tietyn yhteisen lähestymistavan (paradigman tai matriisin) puitteissa tai (b) erilaisten lähestymistapojen perusteita koskevana.[106] Jos tutkijat keskustelevat toistensa kanssa esimerkiksi yhtiön edusta kokonaan erilaisten matriisien puitteissa, argumentit menevät helposti puolin ja toisin ohi. Yhtiöoikeudelliset teoriat on avattava normatiiviselle ja erityisesti lainopilliselle kritiikille.

Sosiaalinen, taloudellinen ja poliittinen konteksti vaikuttaa aina siihen, mikä käsitys osakeyhtiöstä nousee vallalle. *Allenin* tulkinta oli, että Yhdysvalloissa yritysvaltausten kultakausi 1980-luvulla päättyi (ainakin tuomioistuimissa) entiteettiajattelun voittoon, mutta jo 1990-luvun alussa oli nähtävissä merkkejä siitä, että heiluri oli heilahtamassa osakkeenomistajien taloudellisia etuja korostavaan suuntaan. Allen hahmotti tuon ajan tulevina suurina trendeinä kiristyvän globaalin kilpailun ja institutionaalisten sijoittajien nousun, jotka tulisivat siirtämään corporate governance -keskustelua osakkeenomistajakeskeiseen suuntaan.[107] Allenin arviot olivat tarkkoja. Osakkeenomistajakeskeinen ajattelu tarvitsi tuekseen teoreettisen viitekehyksen, joka löytyi sopimusverkkomallista ja päämies-agenttiteoriasta. Tämän viitekehyksen paikoittainen dominointi saa helposti unohtamaan, että teorioissa on aina kyse näkökulmaeroista tai eri tarkastelutasoista. Suuret osakeyhtiöt ovat epäilemättä taloudellisia instrumentteja, mutta ne ovat myös sosiaalisesti ja poliittisesti merkittäviä instituutioita.[108]

---

[105] Samoin *Vahtera* 2011a s. 82.
[106] *Timonen* 1993 s. 111 ja siinä mainitut lähteet.
[107] *Allen* 1992 s. 279.
[108] Viimeksi mainitusta näkökohdasta *Allen* 1992 s. 280.

Oikeudelliset johtopäätöksetkin ovat väistämättä erilaiset riippuen siitä, tarkastellaanko osakeyhtiötä pelkkänä välineenä vai annetaanko sille itseisarvoa, kuten osakeyhtiölain pohjalta argumentoimalla ilmeisesti käy.[109]

Dewey varoitti aikanaan kritiikissään, että yhtiöoikeudelliset teoriat saattoi periaatteessa valjastaa perustelemaan mitä lopputulosta tahansa.[110] Tapa, jolla osakeyhtiön etua ja tarkoitusta koskevat kannanotot legitimoidaan viittaamalla tiettyyn teoriaan osakeyhtiöstä, on kenties jossain määrin vanhanaikainen. Teorioita merkityksellisempää on se, millaisia oikeudellisia ja moraalisia odotuksia yhteiskunta voi legitiimisti kohdistaa osakeyhtiöön.[111]

Lainopillisissa esityksissä arvot ja arvostukset peitetään objektiivisuutta ja yleistettävyyttä korostavan argumentointimallin taakse. Tällaisella argumentointimallilla voidaan tarkoittaa esimerkiksi oikeuslähdeoppia, jossa oikeuslähteet luokitellaan niiden velvoittavuusasteen mukaan.[112] Myös osakeyhtiötä kuvaavilla teorioilla voidaan luoda illuusio yleistettävyydestä ja objektiivisuudesta, kun samalla peitetään teorioiden ja niistä tehtyjen tulkintojen oikeuspoliittinen lataus.

Tähänastinen tarkastelu osoittaa, että käytännön yhtiöoikeusasioita hoitavien juristien, kuten tuomareiden ja asianajajien, on hyvä tuntea osakeyhtiöoikeudellista teorianmuodostusta ja sen vaikutuksia oikeuskirjallisuuden kannanottoihin. Tutkijoiden tulkinnat perustuvat usein taustapremisseinä vaikuttaviin oikeuspoliittisiin teorioihin, jotka eivät kuitenkaan ankkuroidu yksiselitteisesti velvoittaviin oikeuslähteisiin. Ne eivät myöskään ole demokraattisen päätöksentekoprosessin kontrollissa. Tiedeyhteisössä kulloinkin vallalla oleva teoria voi vaikuttaa kirjallisuusviittausten kautta tuomioistuinratkaisujen sisältöön ja lopputuloksiin. Tällöin on hyvä, että lainsoveltaja tietää, minkälaiseen käsitykseen osakeyhtiöstä hän sitoutuu. Yhdysvaltain hostile takeover -buumi ja sen oikeudelliset jälkiselvittelyt Delawaren tuomioistuimissa ovat hyviä esimerkkejä siitä, että teorianmuodostus saattaa nousta esiin, kun tuomioistuimissa ratkotaan osakeyhtiöoikeuden kohtalonkysymyksiä.[113]

Oikeustaloustieteellinen ja sopimusteoreettinen osakeyhtiöajattelu on monipuolistanut käsitystämme siitä, miten osakeyhtiöistä voidaan ajatella ja se on nostanut keskusteluun yhtiöoikeuden fundamentaalisia kysymyksiä.[114] Osa-

---

[109] *Timonen* 1997 s. 137.
[110] *Dewey* 1926.
[111] Vrt. *Reyes* 2014 s. 54: ”– – enterprises are morphing social groups geared towards any goal chosen by the collectivity behind the enterprise. Then, the question when debating corporations is, *what is good for the community*, *not what is a corporation*, for they are mere legal constructions.”
[112] *Timonen* 1997 s. 41 alav. 26.
[113] *Allen* 1992 s. 272 on osoittanut, miten osakeyhtiötä kuvaavat teoriat kokivat uuden tulemisen hostile takeover -liikehdinnän aikaan.
[114] Ks. myös *Keay* 2003 s. 666.

keyhtiön kuvaaminen osakkeenomistajan ja johdon, osakkeenomistajien keskinäisten sekä osakkeenomistajien ja velkojien välisten päämies-agenttisuhteiden avulla on havainnollinen ja pedagogisesti elegantti tapa selittää osakeyhtiössä vallitsevia intressiristiriitoja ja säänneltäviä taloudellisia ongelmia.[115] Teorioista on kuitenkin vaikea päätellä, miten voimassa olevassa oikeudessa säännellään johtajien suhdetta yhtiöön, osakkeenomistajiin ja velkojiin. Jos sopimusverkkomalli ja päämies-agenttiteoria kuvataan harmonisena kokonaisuutena voimassa olevien oikeussääntöjen kanssa, lainopin ja oikeuspolitiikan välinen raja suhteellistuu helposti.

Päämies-agenttiteoria ja sopimusverkkomalli ovat mikrotaloustieteellisiä siirrännäisiä, jotka voivat aiheuttaa erilaisia ongelmia oikeustieteen piirissä samalla tavalla kuin oikeusjärjestysten väliset oikeudelliset siirrännäiset.[116] Erityisesti neoklassisen taloustieteen perusoletukset ovat siinä määrin ongelmallisia, että ne voivat aiheuttaa ongelmia oikeudellisessa diskurssissa.[117] Kotimaisessa kirjallisuudessa päämies-agenttiteoriaa kohtaan esitetty kritiikki kumpuaa nimenomaan väitteestä, jonka mukaan mikrotaloustieteelliset siirrännäiset eivät toimi oikeudellisessa ajattelussa.[118]

Päämies-agenttiteoriaa soveltavissa esityksissä osakkeenomistajia kutsutaan tavanomaisesti päämiehiksi ja johtajia heidän agenteikseen. Ainakin taloudellisessa mielessä voidaan sanoa, että päämies-agenttisuhde syntyy joissain olosuhteissa myös velkojien ja johtajien välille. Vaikka näitä konstruktioita ei voi osoittaa virheellisiksi päämies-agenttiteorian omilla ehdoilla, ne ovat oikeudellisesti hankalia. Jos ne siirretään oikeudellisen päättelyn välineiksi, niitä pitäisi noudattaa johdonmukaisesti eikä vain yhtiön edun tulkinnassa. Tämä olisi kuitenkin vaikeaa, koska käsitteiden taloudelliset ja oikeudelliset merkityssisällöt ovat keskenään ristiriidassa. Osakeyhtiöoikeuden ja muiden oikeudenalojen sääntelyn tulkinnassa on ratkaiseva merkitys sillä, pidetäänkö johdon päämiehenä yhtiötä vai osakkeenomistajia.[119]

Sopimusverkkomalli ja päämies-agenttiteoria ovat ristiriidassa sen kanssa, miten osakeyhtiö ja sen suhde ulkopuolisiin ymmärretään useimmilla oikeudenaloilla. Sopimusverkkomallia ja päämies-agenttiteoriaa soveltavissa esityksissä ei ole vielä perusteltu, miten teoriat selittävät esimerkiksi vahingonkorvausoikeudellisia, sopimusoikeudellisia ja joitakin keskeisiä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä. Sopimusoikeudessa osakeyhtiö ei ole sopimus, vaan osakeyhtiö

---

[115] Toisin *Toiviainen* 2002 s. 139, jonka mukaan päämies-agenttiteoria on sellaisenaan tai suoraan käytettynä käyttökelvoton tapa selittää osakeyhtiön toimintaa.
[116] *Mäntysaari* 2014 s. 366.
[117] *Timonen* 1997 s. 130.
[118] *Mäntysaari* 2014 s. 366.
[119] Toisin *Salo* 2015 s. 115, jonka mukaan ”lain yksityiskohtaisten säännösten tulkinnassa ei ole erityistä merkitystä, onko päämiehenä yhtiö vai osakkeenomistajat”. Tulkinta ei nähdäkseni vastaa voimassa olevaa oikeutta.

tekee itse sopimuksia tai kuuluu sopimusverkostoon. Johtajat, osakkeenomistajat ja velkojat eivät ole ilman erillistä perustetta sopimussuhteessa keskenään, vaan niillä kaikilla on omanlaisensa oikeussuhde *yhtiöön*. Jos yhtiö olisi ainoastaan osakkeenomistajien tai kaikkien sidosryhmien välinen sopimus, ei olisi yhtiötä, joka voisi liittyä esimerkiksi osakkeenomistajien väliseen osakassopimukseen tai tehdä sopimuksen velkojan kanssa. Osakkeenomistajilla on oikeus valita hallituksen jäsenet, mutta useimmissa oikeusjärjestyksissä heillä ei ole lakiin perustuvaa oikeutta määräillä näitä sillä tavoin kuin päämiehellä pitäisi olla oikeus antaa agentille sitovia ohjeita.[120] Hallituksella ei siis yleensä ole vahingonkorvausvastuulla sanktioitua velvollisuutta edistää yhtiön etua osakkeenomistajien toivomalla tavalla, koska osakkeenomistajien odotukset eivät ole oikeuslähteitä. Jos asia olisi toisin, esimerkiksi the business judgement rule menettäisi olennaisesti merkitystään. Oikeudelliselle agenttisuhteelle on myös ominaista, että agentti voi sitoa päämiehensä sopimukseen kolmannen kanssa.[121] Hallitus ei voi kuitenkaan pelkästään yhtiöoikeudellisen asemansa perusteella sitoa osakkeenomistajia sopimuksiin kolmansien kanssa. Ilman erillistä perustetta sopimukset sitovat vain johtajien oikeudellista päämiestä eli yhtiötä. Oikeudellisesti johtajat ovat toimeksiantosuhteessa yhtiön eivätkä osakkeenomistajien kanssa. Toisenlainen luonnehdinta olisi sekä yhtiöoikeudellisten että velvoiteoikeudellisten periaatteiden vastainen.[122]

Hallituksen luonnehtiminen osakkeenomistajien agentiksi tai *asiamieheksi* on ongelmallista myös siksi, että asiamies on velvollinen edistämään tehtävässään yksipuolisesti päämiehensä etua. Osakeyhtiön hallituksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta edistää toimessaan pelkästään osakkeenomistajien etuja. Toki on niin, että hallituksen velvollisuus edistää muiden sidosryhmien etuja konkretisoidaan tyypillisesti viittaamalla vain osakeyhtiölain eräisiin nimenomaisiin säännöksiin.[123] Tällöin on kuitenkin huomattava, että hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien merkityssisältö ei ole itsestään selvä kysymys. Hallituksen sinänsä kiistaton velvollisuus edistää huolellisesti toimien yhtiön etua voi tarkoittaa erilaisia asioita eri oikeusjärjestyksissä.

Jos osakkeenomistajat olisivat oikeudellisesti johtajien päämiehiä ja johtajat osakkeenomistajien agentteja, osakkeenomistajat olisivat nykyistä laajem-

---

[120] Delawaren oikeuden näkökulmasta *Blair – Stout* 1999 s. 290–291. Tässä on syytä korostaa, että eri oikeusjärjestysten välillä on huomattavia eroja. Esimerkiksi Norjassa yhtiökokous voi ainakin eräissä olosuhteissa antaa hallitukselle sitovia ohjeita osakkeenomistajien äänten yksinkertaisella enemmistöllä. Ks. kansainvälinen vertailu kirjoituksessa *Sjåfjell ym.* 2015 s. 130–133, 143.

[121] Viimeisestä näkökohdasta *Miller – Gold* 2015 s. 516.

[122] Toisin *Lautjärvi* 2015 s. 284, joka kirjoittaa nimenomaan osakkeenomistajien eikä ”yhtiön itsensä” johdolle antamasta toimeksiannosta tai erityislaatuisesta valtuutussuhteesta. Näkemyksessä ei ole huomioitu käsitteiden oikeudellisten ja taloudellisten merkityssisältöjen eroja.

[123] *Dotevall* 1989 s. 276.

massa korvausvastuussa johtajien aiheuttamista vahingoista. Voimassa olevan oikeuden lähtökohta on kuitenkin se, että osakkeenomistajien sijaan yhtiö vastaa johtajien tekemisistä, koska johtajat ovat yhtiön agentteja ja yhtiö johtajien päämies.[124] Vahingonkorvausoikeudessa lähtökohtana on, että yhtiö vastaa sen toiminnassa aiheutetuista vahingoista, koska toiminnasta koituva hyöty tulee yhtiölle. Hyöty tulee välillisesti osakkeenomistajille ja velkojille, mutta tämä ei muuta oikeudellista lähtökohtaa.

Jos yhtiön etu määritellään oikeudellisesti eikä vain taloudellisesti osakkeenomistajien eduksi, tällä on laajakantoisia vaikutuksia tulkintaan eri oikeudenaloilla. Yhtiön toiminnasta saatava voitto kuuluu oikeudellisesti osakeyhtiölle itselleen, eikä sitä ole korvamerkitty osakkeenomistajille. Osakeyhtiöllä on oma osakkeenomistajilta suojattu varallisuuspiirinsä. Rajoitettu vastuu suojaa osakkeenomistajia yhtiön velkojien vaateilta[125], mutta sääntely suojaa myös yhtiöentiteettiä osakkeenomistajien velkojien vaateilta[126] ja *osakkeenomistajien itsensä* vaateilta. Laki antaa hallitukselle merkittävän mahdollisuuden vaikuttaa siihen, miten raha liikkuu pois yhtiöstä. Tämä ilmenee hyvin esimerkiksi OYL 13:6.1:n säännöksestä.[127] Hallitus voi vaikuttaa esimerkiksi siihen, jätetäänkö osa voittovaroista yhtiöön mahdollisten vahingonkorvausvaatimusten varalta. On ongelmallista ajatella niin, että osakeyhtiö on yhtiön edusta keskusteltaessa vain epämääräinen transparentti konstruktio, jonka varat ja voitot ovat tosiasiassa osakkeenomistajien varoja ja voittoja, mutta vastuukysymysten yhteydessä entiteetti pysyy jämerästi pystyssä. Kotimaiselle tulkintaperinteelle tyypillinen konserni-intressiajattelun hylkääminen ja erillisyhtiöajattelun säilyttäminen[128] perustuu vastuunäkökulmasta viime kädessä nimenomaan ajatukselle siitä, että ”yhtiö hyötyy, yhtiö vastaa”. Jos erillisyhtiöajattelusta luovutaan ja laissa tarkoitettu yhtiön etu määritellään osakkeenomistajien eli konsernissa tyypillisesti muiden konserniyhtiöiden eduksi, tämän pitäisi vaikuttaa samalla vastuusääntelyyn. Käytännössä tämä tarkoittaisi ainakin konsernin emoyhtiön aikaisempaa laajempaa vastuuta tytäryhtiöidensä velvoitteista.

Jos käsitteet tarkoittavat olennaisesti erilaisia asioita eri oikeudenaloilla, oikeusjärjestyksen sisäinen koherenssi kärsii. Koherenssin ylläpitäminen vaatii usein systemaattisten argumenttien suosimista. Systemaattisella ajattelulla ei

---

[124] Ks. yhdysvaltalaisesta oikeudesta *Glynn* 2004 s. 342. Ibid. s. 427: ” – – when an agent/servant commits a tort within the scope of agency/servancy, the principal/master is vicariously liable for the tort (along with the agent/servant).”

[125] *Kaisanlahti* 2006 s. 139.

[126] Yhtiön varallisuuspiirin suojaamista osakkeenomistajien velkojien vaateilta voidaan kuvata termillä *entity shielding*. Ks. *Hansmann – Kraakman – Squire* 2006 s. 1337.

[127] Säännöksestä näin myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015b s. 350, jotka korostavat hallituksen velvollisuutta edistää yhtiön omaa etua. EOYL:n varojenjakosäännöksistä samoin *Toiviainen* 2002 s. 161.

[128] Ks. pääluku 6.

tarkoiteta sitä, että oikeusjärjestelmä olisi aukoton kokonaisuus, josta voidaan löytää kaikki vastaukset, vaan sitä, että sääntelyssä ja lainsoveltamisessa pyritään systemaattisuuteen ja ristiriitojen välttämiseen. Erityisesti lainopillisessa tutkimuksessa tulisi antaa etusija tulkinnalle, joka ylläpitää systematiikkaa.[129] Yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa on erikseen korostettu yleisten oppien ja lainopillisen analyysin kiinteää yhteyttä.[130] On myös sanottu, että yleisten oppien tulisi helpottaa käytännöllisten ongelmien ratkaisemista.[131] Myös yleisenä tieteenfilosofisena lähtökohtana voidaan pitää, että tieteenalalla käytettävien käsitteiden ja termien tulisi sopia yhteen tutkimuksen kohteena olevien kysymysten kanssa.[132] Oikeustieteessä on vaikea operoida osakeyhtiötä kuvaavilla teorioilla, joissa kiistetään osakeyhtiön entiteettiluonne ja selitetään yhtiö pelkästään tiettyjen henkilöiden välisinä päämies-agenttisuhteina tai sopimussuhteina.[133] Kokonaisvaltainen oikeudellinen teoria osakeyhtiöstä vaatii entiteettiluonteen huomioimista.

Kotimaisessa kirjallisuudessa on hylätty ajatus, jonka mukaan osakkeenomistajat omistavat osakeyhtiön.[134] Samoin on hylätty ajatus, jonka mukaan yritys ja osakeyhtiö ovat yksi ja sama asia. Taloustieteen ja oikeustieteen välisten siirrännäisten eräänlainen koskematon dogmi näyttää olevan osakkeenomistajien ja johdon välisen suhteen kuvaaminen päämies-agenttisuhteena myös *oikeudellisessa* kontekstissa. Näin siitä huolimatta, että luonnehdinta sisältää oikeudellisesti samanlaisia ongelmia kuin osakkeenomistajien kutsuminen osakeyhtiön omistajiksi. Kansainvälisessä kirjallisuudessa päämies-agenttiteoriaa onkin jo sovellettu niin, että johdon päämieheksi on nostettu osakkeenomistajien sijaan yhtiö.[135] Toisissa esityksissä johdon päämiehenä pidetään *yritystä*, joka saa juridisen ”kaavun” osakeyhtiömuodosta. Tässä mallissa johdon oikeudelliset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön, joka on siis yritystä edustava oikeushenkilö.[136]

Tämän tutkimuksen jatkoluvuissa keskitytään lainopillisiin kysymyksiin ja jätetään teorioiden normatiiviset ulottuvuudet vähemmälle huomiolle. Lopuksi voidaan kuitenkin todeta, että erilaiset normatiiviset kysymykset vaatisivat sellaisenaan erillisen tutkimuksensa. Kotimaisessa kirjallisuudessa on todettu kansainvälisiin lähteisiin tukeutuen, ettei osakkeenomistajakeskeisen mallin omaksuminen ole kiistettävissä oleva eettinen tai poliittinen kysymys, vaan

---

129 *Stattin* 2009 s. 84.
130 *Timonen* 1997.
131 *Stattin* 2009 s. 36.
132 *Timonen* 1997 s. 47 alav. 44 ja siinä mainitut lähteet.
133 Sopimusteoreettista ajattelua on toisaalla pidetty Suomen osakeyhtiöoikeuden perusteiden vastaisena. Tämä johtuu siitä, että voimassa olevan oikeuden mukaan osakeyhtiö on oikeushenkilö eikä sopimus. Ks. *Mäntysaari* 2013a s. 120.
134 *Mähönen – Villa* 2015 s. 322 ja siinä mainitut vanhemmat kotimaiset lähteet. Samoin *Mäntysaari* 2016 s. 164.
135 *Lan – Heracleous* 2010.
136 *Mäntysaari* 2010 s. 175.

taloudellinen realiteetti.[137] Kansainvälisessä katsannossa kysymys yhtiöoikeudellisten järjestelmien evoluutiosta ei ole näin yksiselitteinen. Normatiivisessa perspektiivissä voidaan arvioida taloudellisten seikkojen lisäksi sääntelymallien erilaisia arvoperustoja.[138] Tässä katsannossa yhtiöoikeuden arvoperustaa[139] koskevan keskustelun tyypillinen lähtökohta on se, että yritystoiminnan edistämisellä turvataan yhteiskunnan ja sen yksittäisten kansalaisten etuja ja lainsäätäjän tehtäväksi jää valita keinot tuon päämäärän toteuttamiseksi.[140] Kyse on kuitenkin samalla laajemmasta ongelmakokonaisuudesta, koska keinon valitseminen tarkoittaa yleensä samalla päämäärän valitsemista. Osakeyhtiölainsäädännön ytimessä on aina seikkaperäisempiä arvovalintoja, vaikka lainsäädäntöratkaisut perusteltaisiin eksplisiittisesti vain taloudellisella tehokkuudella, yritystoiminnan edistämisellä tai yhteiskunnallisen hyvinvoinnin lisäämisellä.[141]

---

[137] *Pönkä* 2013 s. 26 alav. 21 siinä mainittuine lähteineen.

[138] *af Schultén* 2006 s. 311 on pohtinut vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistuksen poliittisia vaikuttimia ja arvopohjaa. Yhdysvalloissa on huomautettu, että neoklassisen talousteorian yrityskäsitys toi liberaalin individualismin osakeyhtiöoikeuden teoriaan. Ks. *Bratton* 1989a s. 439.

[139] Termiä ovat käyttäneet ainakin *Toiviainen* 2002 ja *Airaksinen* 2013a s. 447–449.

[140] *Airaksinen* 2013a s. 447.

[141] Kirjallisuudessa *Timonen* 1997 s. 46 on esimerkiksi huomauttanut, että neoklassisen tutkimuksen ominaispiirteisiin kuuluu arvojen ja arvostusten peittäminen. Vaikka kyseistäkin tutkimussuuntausta on joskus luonnehdittu arvoneutraaliksi, niin individualismi, utilitarismi, tehokkuuden maksimointi ja markkinoiden vapauden puolustus ovat kaikki arvovalintoja.

5 Hallituksen fidusiaariset velvollisuudet – kaksi esimerkkiä Atlantin takaa

5.1 YHDYSVALLAT

5.1.1 Aluksi

Tässä pääluvussa näkökulma muuttuu edellisestä. Totesin jo aikaisemmin, että osakeyhtiön tarkoitusta ja johdon velvollisuuksia koskevissa keskusteluissa voidaan tunnistaa normatiivinen, deskriptiivinen ja lainopillinen taso. Tässä pääluvussa selvitetään, miten johdon fidusiaariset velvollisuudet on määritelty voimassa olevan oikeuden tasolla Yhdysvaltojen Delawaressa ja Kanadassa. Johdonmukaisesti tutkimuksen menetelmävalintojen kanssa voimassa olevan oikeuden sisällön selvittämisessä tukeudutaan niin pitkälle kuin mahdollista prejudikaattituomioistuinten kannanottoihin.

Yhdysvalloissa osakeyhtiölainsäädäntö on osavaltiotasoista. Tässä vertailuosiossa yhdysvaltalaista oikeutta lähestytään pääasiallisesti Delawaren osavaltion oikeuden kautta. Delaware on valittu pääasialliseksi tarkastelukohteeksi useista syistä. Delaware Chancery Courtin ja Delaware Supreme Courtin yhtiöoikeudellinen oikeuskäytäntö on rikasta. Ratkaisut ovat mielenkiintoisia myös siksi, että osavaltion tuomioistuinten tuomarit seuraavat aktiivisesti oikeustieteen ja taloustieteen kehitystä[1], joten he ovat yleensä tietoisia siitä, millaisia teorioita yhtiöoikeustieteen piirissä on kulloinkin kannatettu. Jos oletetaan, että jossain maailman tuomioistuimessa olisi haluttu kertoa voimassa olevan oikeuden kanta osakeyhtiön edun merkityssisältöön, se olisi hyvin mahdollisesti tapahtunut juuri Delawaressa. Yhdysvaltalaiset yhtiöoikeuden asiantuntijat ovat sitä mieltä, että Delawaren oikeus ja tuomioistuinlaitos ovat maan parhaat ratkaisemaan osakeyhtiöissä vallitsevia intressiristiriitoja.[2] Delawaren yhtiöoikeudellista oikeuskäytäntöä seurataankin tiiviisti Yhdysvalloissa. On esitetty, että liittovaltion korkeinta oikeutta lukuun ottamatta tuskin minkään muun tuomioistuimen tuomarit ovat yhtä intensiivisen tarkkailun alla kuin Delawaren tuomioistuinten tuomarit.[3] Osavaltion tuomioistuinten entiset

[1] *Gold* 2012 s. 1091.
[2] *Rock* 2013 s. 1983–1986, joka kuitenkin toteaa olevansa epäileväinen sen suhteen, miten Delawaressa on onnistuttu osakkeenomistajien ja velkojien välisen agenttiongelman ratkaisemisessa. Rock pohtii, lähettääkö Delaware velkojille signaalin, että ”oma pääoma menee aina vieraan pääoman edelle”.
[3] *Johnson* 2013 s. 406.

ja nykyiset tuomarit osallistuvat myös aktiivisesti oikeuskirjallisuudessa käytäviin debatteihin.

Delawaressa hallitus käyttää huomattavasti laajempia päätöksentekovaltuuksia kuin osakkeenomistajat. Osavaltion yhtiöoikeus on yleisesti hallituskeskeistä. Järjestelmän peruskiviä ovat liiketoimintapäätösperiaate ja siihen keskeisesti linkittyvät säännökset osakkeenomistajien käytössä olevista oikeuskeinoista. Ne suojaavat hallituksen itsenäistä harkintavaltaa ja eristävät osakkeenomistajat pitkälti yhtiön päätöksenteosta.[4] Delawaren osakeyhtiölain (Delaware General Corporation Law, DGCL) mukaan hallitus päättää yksin siitä, jaetaanko osinkoa vai ei. *Sharfmanin* tulkinnan mukaan hallitus ei myöskään ole velvollinen noudattamaan osakkeenomistajien käskyjä edes silloin, kun yksimieliset osakkeenomistajat vaativat hallitusta toimimaan tietyllä tavalla.[5] Yritysvaltauksia koskeva oikeuskäytäntö on sekin hallituskeskeistä.[6] Delawaren oikeudesta voidaan kokonaisuutena sanoa, että laki antaa hallitukselle vahvan mandaatin hoitaa yhtiön asioita parhaaksi katsomallaan tavalla. Fidusiaariset velvollisuudet asettavat kuitenkin viime kädessä rajoitteet sille, mitä johto saa tehdä.[7]

5.1.2 Lojaliteettivelvollisuus

Oikeuskäytännössä ja kirjallisuudessa on ollut epäselvyyttä siitä, kuinka monta fidusiaarista velvollisuutta hallituksen jäsenillä on. Perinteisesti oli ajateltu, että fidusiaariset velvollisuudet tarkoittavat lojaliteettivelvollisuutta ja huolellisuusvelvollisuutta. Vuoden 1993 ratkaisussa *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*[8] Delaware Supreme Court viittasi fidusiaaristen velvollisuuksien triadiin, johon kuuluivat *the duty of care*, *the duty of loyalty* ja *the duty of good faith*. Monissa oikeuskirjallisuuden esityksissä pääteltiin tämän jälkeen, että fidusiaarisia velvollisuuksia onkin kolme. Vuoden 2006 ratkaisussaan *Stone v. Ritter*[9] tuomioistuin kuitenkin täsmensi aikaisempaa kannanottoaan ja huomautti, että hyvän uskon vaatimus on lojaliteettivelvollisuuden elementti. Oikeustieteessä esitetyn näkemyksen mukaan kannanotto selvensi oikeustilaa. Tapaukset, joissa hallituksen jäsenet ovat toimineet hyvän uskon vaatimuksen vastaisesti, voidaan

---

[4] *Bainbridge* 2002 s. 4–5.
[5] *Sharfman* 2014 s. 113.
[6] *Rock* 2013 s. 1924.
[7] *Strine ym.* 2010 s. 641. Ks. myös *Ribstein – Alces* 2007 s. 536, joiden mukaan fidusiaariset velvollisuudet eivät aseta johdolle tiukkaa imperatiivia sen suhteen, mitä sen tulee tai ei tule tehdä. Kirjoittajien mukaan tuomioistuimet eivät myöskään ole paras taho kertomaan, tekeekö johto hyvää työtä vai ei. Jos yhtiön sidosryhmät johto itse mukaan lukien haluavat täsmentää velvollisuuksia, ne voivat sopia asiasta.
[8] *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.,* 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).
[9] *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

ottaa haltuun lojaliteettivelvollisuuden avulla, eikä erillistä velvollisuutta toimia hyvässä uskossa tarvita. Kirjoittajien mukaan *the duty of good faith* lähinnä ratkaisi ongelman, jonka se oli itse luonut.[10]

Kokonaisuuden hahmottaminen oli käynyt vaikeaksi, kun Delawaren korkein oikeus operoi yhtä aikaa lojaliteettivelvollisuudella, huolellisuusvelvollisuudella, hyvän uskon vaatimuksella, liiketoimintapäätösperiaatteella ja yritysvaltaustapauksissa vielä omilla erityisstandardeillaan. Ratkaisu *Stone v. Ritter* selvensi oikeustilaa jonkin verran ja doktriinissa onkin ehkä viitteitä siitä, että tutkijat ja tuomarit pyrkivät palaamaan aikaan, jolloin fidusiaariset velvollisuudet hahmotettiin nykyistä yksinkertaisemmin. Toisaalta jotkut tutkijat *Velascon* tapaan näkevät perustellun syyn sille, että fidusiaarisia velvollisuuksia koskeva oikeus on kehittynyt monimutkaiseksi. Johdon velvollisuuksissa ja osakkeenomistajien oikeussuojassa ei ole kyse yksinkertaisista ongelmista, joten ratkaisujenkin tulee olla nyanssirikkaita. Jos kysymys fidusiaaristen velvollisuuksien lukumäärästä on ylipäätään relevantti, Velascon mukaan fidusiaarisia velvollisuuksia pitäisi olla peräti viisi.[11]

Joidenkin kirjoittajien mukaan hallituksen velvollisuudet toimia lojaalisti ja hyvässä uskossa eivät ole erotettavissa toisistaan. Toimiminen lojaalisti ja hyvässä uskossa edellyttää, että hallitus edistää voitontuottamistarkoitusta lakien asettamissa rajoissa. Yhdysvalloissa hallituksen jäseniä on asetettu vastuuseen esimerkiksi silloin, kun lainsäädännön rikkominen on aiheuttanut yhtiölle vahinkoa sanktiomaksujen ja muiden kielteisten seuraamusten muodossa. Hallituksen jäsenet rikkovat fidusiaarista lojaliteettivelvollisuuttaan yhtiötä kohtaan, jos he tietoisesti rikkovat lainsäädäntöä ja tästä seuraa yhtiölle vahinkoa.[12]

Lojaliteettivelvollisuuden on usein tulkittu tarkoittavan velvollisuutta edistää hyvässä uskossa yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua. Yhtiön fidusiaarina toimivalla johdolla ei ole missään olosuhteissa oikeutta asettaa omaa etuaan yhtiön edun edelle.[13] Lojaliteettivelvollisuuttaan rikkonut hallituksen jäsen ei saa suojaa liiketoimintapäätösperiaatteesta. Lojaliteettivelvollisuuden vastaisena tyyppitapauksena pidetään itsekontrahointia. Vaikka hallituksen jäsen olisi subjektiivisesti ollut hyvässä uskossa, hän joutuu vastuuseen, jos hän on edistänyt omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella. Itsekontrahointitapauksissa sovelletaan liiketoimintapäätösperiaatteen sijaan *entire fairness* -standardia, jonka mukaan hallituksen jäsenellä on todistustaakka siitä, että transaktio on yhtiön edun mukainen. Yhtiön etu tarkoittaa tässä tapauksessa sitä, että transaktion ehdot ovat yhtiölle yhtä edulliset kuin ne olisivat olleet kahden toisistaan riippumattoman tahon välisessä markkinaehtoisessa transaktiossa.[14]

---

[10] *Strine ym.* 2010 erityisesti s. 644.
[11] *Velasco* 2010 s. 1232–1234.
[12] *Strine ym.* 2010 s. 648–652.
[13] *Strine ym.* 2010 s. 635–636 ja siinä mainittu oikeuskäytäntö.
[14] *Strine ym.* 2010 s. 643.

Lojaliteettivelvollisuuteen liittyvä ydinkysymys kuuluu, mitä yhtiön edulla tarkoitetaan ja miten se suhtautuu eri sidosryhmien etuihin. Vaikka Yhdysvallat esitetään usein esimerkkinä oikeusjärjestyksestä, jossa yhtiöoikeus on osakkeenomistajakeskeistä, yhtiön tarkoitus on jäänyt oikeudellisesti arvioiden avoimeksi kysymykseksi. Entiteettiajatteluun perustuva käsitys yhtiön edusta ei ole kuollut.[15] Oikeuskirjallisuudessa on huomautettu, ettei yhdysvaltalaisessa oikeudessa ole säädetty osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia osakeyhtiön tarkoitukseksi vaan kysymys on jäänyt epäselväksi.[16] Delaware General Corporation Law ei myöskään sisällä mainintaa siitä, että yhtiön tarkoitus on maksimoida osakkeenomistajien varallisuus.[17] Yhdysvalloissa laki ja oikeuskäytäntö eivät anna selvää vastausta kysymykseen osakeyhtiön tarkoituksesta. Käsitys siitä, että osakeyhtiölainsäädäntö velvoittaa maksimoimaan osakkeenomistajien varallisuuden, on alun perin lähtöisin muualta. Liike-elämän normeissa ja konventioissa, johdon kannustinjärjestelmissä sekä kaupallisessa ja oikeudellisessa koulutuksessa ilmaistaan yksi tapa ymmärtää osakeyhtiön tarkoitus, mikä ei kuitenkaan eräiden kriitikoiden mukaan ole sama asia kuin voimassa olevan oikeuden kanta.[18] Eräs tutkija kuvaa asiaa niin, että osakeyhtiölainsäädäntö ei pakota yhtiötä pelkästään voitontavoitteluun, mutta yhtiö ei myöskään ole hyväntekeväisyyslaitos.[19] Toisen mukaan hallituksilla on Yhdysvalloissa monissa tilanteissa sekä de jure että de facto mahdollisuus poiketa osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnista.[20] Delawaren korkeimman oikeuden ilmaisu, jonka mukaan hallitus on fidusiaarisessa suhteessa sekä yhtiöön että osakkeenomistajiin, viittaa erilliseen yhtiöentiteettiin.[21]

Oikeuskirjallisuudessa todetaan toisinaan, että tuomioistuimet ovat *usein* vahvistaneet osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tärkeyden, mutta lähteenä viitataan helposti vain vanhaan ratkaisuun *Dodge v. Ford Motor* Company.[22] Ratkaisua tuskin voidaan pitää sellaisenaan auktoritatiivisena kannanottona nykypäivän Yhdysvalloissa tai Delawaressa. Oikeuskirjallisuudessa on lisäksi esitetty useita perusteita sille, miksi ratkaisun käyttöarvo yhtiön tarkoituksen ja edun tulkinnassa on kyseenalainen. *Smithin* mukaan tapauksessa oli kyse osakkeenomistajien keskinäisestä konfliktista ajanjaksona, jolloin lain takaama vähemmistönsuoja oli heikko.[23] *Stout* on omistanut ratkaisun arvostele-

---

[15] *Johnson* 2013 s. 435.
[16] *Bruner* 2008 s. 1400; *Choudhury* 2009 s. 646; *Bruner* 2010 s. 602; *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1088. Ks. myös *Johnson* 2013 s. 432 ja *Petrin* 2013 s. 23 sekä niissä mainitut lähteet.
[17] *Sharfman* 2014 s. 110.
[18] *Johnson* 2013 s. 434.
[19] *Choudhury* 2009 s. 646.
[20] *Gold* 2012 s. 1100.
[21] *Petrin* 2013 s. 20 alaviite 111.
[22] *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919). Ks. esim. *Baums – Scott* 2005 s. 31.
[23] *Smith* 1998 s. 315–320.

miselle kokonaisen kirjoituksen, jossa päädytään siihen, että ratkaisu tyydyttää lähinnä tutkijoiden tarvetta antaa monimutkaisille ilmiöille helppoja ja nopeita selityksiä. Yhdysvaltalaisissa tuomioistuimissa ei käytännössä viitata Dodge-ratkaisuun, eli sen prejudikaattiarvo on vähäinen, ellei olematon.[24]

Yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa on esitetty useita selityksiä sille, miksi *shareholder value* -normi on pantu poikkeuksellisen harvoin täytäntöön oikeuskäytännössä. *Sharfmanin* mukaan syynä on se, että tuomarit hyväksyvät yhtiön hallituksen olevan se taho, joka pystyy parhaiten arvioimaan, onko tietty toimenpide perusteltu osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin kannalta.[25] Asia on selitetty myös kokonaan toisella tavalla. Esimerkiksi *Johnson* on esittänyt, että yhtiön tarkoituksen määritteleminen ei ole tuomioistuimen tehtävä. Jos tuomioistuin ei kerro miten asia on, yhtiöt voivat itse määritellä suhtautumisensa yhtiön tarkoitukseen.[26] Ainakin jotkin ratkaisut on ymmärretty niin, että Delawaren tuomioistuimet ovat tietoisesti välttäneet ottamasta kantaa osakeyhtiön olemukseen.[27] *Goldin* mukaan fidusiaariset velvollisuudet jätetään tietoisesti tulkinnanvaraisiksi, koska silloin tulkintaa voidaan suunnata uudestaan, kun käsitys velvollisuuksien oikeasta sisällöstä muuttuu. Fidusiaariset velvollisuudet olisivat siten ”dynaamisia”. Näin ymmärrettynä laissa olisi sisäänrakennettu ajatus siitä, että käsitys hyvästä corporate governancesta muuttuu aikojen saatossa. Dynaamiset fidusiaariset velvollisuudet jättävät tilaa oikeuden kehittymiselle.[28]

Fidusiaaristen velvollisuuksien täytäntöönpanoa voidaan havainnollistaa asteikolla, jonka yhdessä ääripäässä on hallituksen kyseenalaistamaton auktoriteetti ja toisessa absoluuttinen velvollisuus edistää osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia. Näiden ääripäiden välissä on optimaalinen piste, joka määrää, miten paljon hallituksen itsenäisen päätöksenteon tulisi korostua vastuun kustannuksella. *Sharfmanin* mukaan tuo piste sijaitsee huomattavasti lähempänä ensin mainittua ääripäätä eli hallituksen kyseenalaistamatonta auktoriteettia. Fidusiaariset velvollisuudet suojaavat vahvasti hallituksen itsenäistä harkintavaltaa ja auktoriteettia.[29]

Vaikka Delawaressakin on oikeudellista epäselvyyttä sen suhteen, mitä yhtiön etu ja tarkoitus todella tarkoittavat, osakkeenomistajien taloudellisilla intresseillä on keskeinen merkitys. On oletettavaa, että osakkeenomistajien taloudelliset edut täysin syrjäyttävä hallitus asettaa itsensä helposti alttiiksi vahingonkorvausvaatimuksille tai muille seuraamuksille. Vaikka osakkeenomis-

---

[24] *Stout* 2008 s. 163–190.
[25] *Sharfman* 2014 s. 103.
[26] *Johnson* 2013.
[27] *Gold* 2012 s. 1091–1092.
[28] *Gold* 2012 s. 1105.
[29] *Sharfman* 2014 s. 112.

tajien varallisuuden maksimoinnin imperatiivi saakin oikeuskäytännön tasolla ehkä vahvimman tuen jäljempänä käsiteltävästä *Revlon*-ratkaisusta, myös eräät viimeaikaiset ratkaisut tukevat osakkeenomistajakeskeisen ajattelun vahvistumista. Delaware Chancery Courtin *eBay*-ratkaisu lienee voimakkain ilmaisu, joka yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä on pitkään aikaan esitetty johdon fidusiaaristen velvollisuuksien osakkeenomistajakeskeisen tulkinnan puolesta.[30] Edelleen voidaan kiinnittää huomiota siihen, että Yhdysvalloissa on säädetty erillisiä lakeja sellaisille yhtiöille, joiden ainoana tarkoituksena ei ole tuottaa voittoa. Tällainen kehitys voi indikoida, että tavanomaisen osakeyhtiön johdon mahdollisuus edistää muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etuja itseisarvoisina päämäärinä on hyvin rajoitettu tai sitä ei ole ollenkaan.[31] Delaware Chancery Courtin entinen ja osavaltion korkeimman oikeuden nykyinen tuomari *Leo Strine* näyttää tulkinneen ainakin yhdessä viimeaikaisessa kirjoituksessaan johdon fidusiaarisia velvollisuuksia osakkeenomistajakeskeisesti. Strinen tulkinnoista seuraisi, ettei johdolle jäisi mahdollisuutta edistää muiden kuin osakkeenomistajien etuja muuten kuin välineenä osakkeenomistajien varallisuuden maksimoimiseksi.[32] Oikeuskirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan Strinen asemassa olevan henkilön mielipiteet voivat vaikuttaa siihen, miten muut tuomarit ajattelevat yhtiöoikeudellisista kysymyksistä.[33]

5.1.3 Huolellisuusvelvollisuus

Lojaliteettivelvollisuuden ja huolellisuusvelvollisuuden suhde on epäselvä. Niitä korostetaan yleensä toisistaan erillisinä velvollisuuksina, mistä voisi päätellä, että velvollisuuksilla on tarkoitus puuttua hieman toisistaan poikkeaviin väärinkäytöksiin. *Strine* ynnä muut ovat toisaalta todenneet, että huolellisuusvelvollisuus juontuu lojaliteettivelvollisuudesta, koska yhtiölle uskollinen fidusiaari on automaattisesti velvollinen toimimaan huolellisesti.[34]

Keskeinen fidusiaarisiin velvollisuuksiin liittyvä oikeuspoliittinen kysymys on se, tulisiko huolellisuusvelvollisuuden rikkomisen ylipäätään perustaa hallituksen jäsenille vahingonkorvausvastuuta. Joidenkin kirjoittajien mukaan hallituksen jäsenten ei tulisi joutua korvausvastuuseen, vaikka jälkikäteen voitaisiin todeta, että hallituksen toimet poikkesivat siitä, mitä huolelliselta fidusiaarilta voidaan objektiivisesti odottaa kyseisissä olosuhteissa. Niin kauan kuin halli-

---

[30] *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010). Kirjallisuudesta *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1088 alav. 103.
[31] Tämän näkökohdan on esittänyt kotimaisessa kirjallisuudessa *Salo* 2015 s. 110–112.
[32] *Strine* 2012 s. 146–147 alav. 34 ja 148–155.
[33] *Sharfman* 2014 s. 108.
[34] *Strine ym.* 2010 s. 636.

tuksen jäsenet ovat pyrkineet hyvässä uskossa toimimaan huolellisesti, yhtiö ja osakkeenomistajat eivät voi odottaa enempää. Toiset kirjoittajat puolestaan edellyttävät, että hallituksen jäsenet ovat monien muiden ammattilaisten tavoin vahingonkorvausvastuussa tuottamuksensa perusteella, vaikka he olisivat toimineet hyvässä uskossa. Näille kommentaattoreille *the duty of care* on siten selvästi täytäntöönpantavissa oleva velvollisuus. Kuuluisassa *Van Gorkom* -ratkaisussa Delawre Supreme Court näytti asettuvan jälkimmäisen tulkinnan kannalle, joskin näkemystä modifioitiin niin, että vaadittavan huolellisuuden tasoa laskettiin normaalista. Korvausvastuun laukaisevaksi kynnykseksi määriteltiin *gross negligence*, mikä saattoi olla merkki siitä, että tuomioistuin halusi alleviivata riskinoton merkityksellisyyttä ja sallittavuutta yhtiöoikeudellisessa kontekstissa.[35]

Edellä mainittu klassikkoratkaisu *Smith v. Van Gorkom* aiheutti liike-elämän piireissä jonkinasteisen shokin, kun hallituksen jäsenet tuomittiin korvausvelvollisiksi.[36] Nykyisin Delawaren yhtiöille on annettu mahdollisuus vapauttaa johtajat kokonaan huolellisuusvelvollisuudesta.[37] Delaware General Corporation Law section 102 (b)(7) sallii yhtiön vapauttavan hallituksen jäsenet kokonaan korvausvelvollisuudesta, joka perustuu huolellisuusvelvollisuuden vastaiseen menettelyyn. Tämä näyttäisi kuitenkin koskevan vain törkeän huolimattomasti tai sitä lievemmällä huolimattomuudella aiheutettuja vahinkoja.[38] DGCL section 102 (b)(7) ei salli johdon vapauttamista lojaliteettivelvollisuudestaan.

Monet yhtiöt ovat ottaneet käyttöön DGCL section 102 (b)(7):n salliman ehdon ja sulkeneet johdon korvausvastuun pois.[39] Delawaressa liiketoimintapäätösperiaate ja lain sallimat vastuuvapauslausekkeet ovat vähentäneet tuntuvasti huolellisuusvelvollisuuden merkitystä.[40] Liiketoimintapäätösperiaatteesta seuraa, että ilman vastuunrajoituslausekettakin hallitus on vastuussa huolellisuusvelvollisuutensa rikkomisesta vain törkeän tuottamuksen (gross negligence) perusteella. Tässä on kuitenkin joidenkin kirjoittajien mukaan kyse ainoastaan päätöksentekoprosessin huolellisuuden tutkimisesta. Rajaa tavallisen tuottamuksen ja törkeän tuottamuksen välillä on luonnollisesti vaikea määrittää.[41] Yhtiöoikeudellinen huolellisuusvelvollisuus asettaa vastuukynnyksen törkeään

---

[35] *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del. 1985). *Strine ym.* 2010 s. 637–638 sekä alaviitteissä 13 ja 15 mainitut laajat kirjallisuusviittaukset eri näkökantojen edustajien kirjoituksiin.
[36] *Velasco* 2010 s. 1233.
[37] *Ribstein – Alces* 2007 s. 534 ja alaviite 26.
[38] *Strine ym.* 2010 s. 660–661: "[the purpose of section 102 (b)(7)] was to enable corporate charters to insulate corporate directors from liability for acts of simple or gross negligence." Ks. lainkohdan säätämishistoriasta ibid. s. 661–662.
[39] *Velasco* 2010 s. 1256.
[40] *Murray* 2011 s. 584. Ks. myös *Velasco* 2015 s. 653–659, joka kuitenkin huomauttaa, että nämä seikat eivät poista huolellisuusvelvollisuutta sellaisenaan.
[41] *Velasco* 2010 s. 1239.

tuottamukseen. Yhtiöoikeudessa, toisin kuin monilla muilla oikeudenaloilla, käyttäytymisstandardi (*standard of conduct*) erotetaan tuomioistuimen soveltamasta vastuustandardista (*standard of* review). Yhtiöoikeudessa ensin mainittu on tavanomainen tuottamus ja jälkimmäinen törkeä tuottamus. Yleisessä vahingonkorvausoikeudessa standardit eivät poikkea toisistaan, vaan molemmissa mittapuuna on tavanomainen tuottamus (*ordinary negligence*).[42]

5.1.4 Liiketoimintapäätösperiaate

Liiketoimintapäätösperiaatetta on pidetty universaalina yhtiöoikeudellisena periaatteena.[43] Yksityiskohdissa sen sisältö voi toki poiketa oikeusjärjestyksittäin.[44]

Liiketoimintapäätösperiaatteen kuuluisin muotoilu lienee peräisin Delaware Supreme Courtin tapauksesta *Aronson v. Lewis*[45], mutta periaate on väitetysti ilmaistu jo huomattavasti vanhemmassa yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä. Esimerkiksi vuoden 1888 ratkaisussa *Leslie v. Lorillard*, jonka ratkaisi The New York Court of Appeals[46], tuomioistuin totesi muun ohella seuraavasti: ”*In actions by stockholders, which assail the acts of their directors or trustees, courts will not infere unless the powers have been illegally or unconscientiously executed… Mere errors of judgement are not sufficient as grounds for equity interference; for the powers entrusted with corporate management are largely discretionary.*” Vuotta myöhemmin sama tuomioistuin lausui tarkemmin liiketoimintapäätösperiaatteesta tapauksessa *Beveridge v. N.Y. Elevated R. R. Co.*: ”*In the management of the affairs of the corporation,* [*the directors*] *are dependent solely upon their own knowledge of its business and their own judgment as to what its interests require.*”[47]

Liiketoimintapäätösperiaatteen määrittely on vaikea tehtävä. Tämä johtuu jo siitä, ettei ole olemassa yhtä liiketoimintapäätösperiaatetta, vaan sille on annettu kirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä useita eri merkityksiä.[48] Periaatteen tutkimiseen on käytetty tuhansia sivuja yhtiöoikeudellista kirjallisuutta, jolloin on luonnollista, että sen sisällöstä ja tarkoituksesta on esitetty monenlaisia käsityksiä. Eri tutkijoiden välillä voidaan hahmottaa ainakin yksi selkeä rajalinja. Joidenkin mukaan liiketoimintapäätösperiaate on huolellisuusstandardi,

---

[42] *Velasco* 2015 s. 675.
[43] *Rhee* 2013 s. 1172: ”The pure economic loss rule and the business judgment rule share a number of commonalities. Both are nearly universal.”
[44] Laajasti *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013.
[45] *Aronson v Lewis* 473 A 2d 805 (Del. 1984).
[46] *Leslie v. Lorillard* 110 N. Y. 519, 532 (1888).
[47] *Beveridge v. N. Y. Elevated R.R. Co.,* 112 N. Y. 1, 22 (1889).
[48] *Gevurtz* 1994 s. 289–290.

jonka mukaan tuomioistuimet arvioivat hallituksen päätöksiä. Toisten mukaan kyse on ”pidättäytymisdoktriinista” (*a doctrine of abstention*), jonka mukaan tuomioistuimet pidättäytyvät arvioimasta hallituksen päätöksiä, elleivät varsin korkeat ennakkoehdot ensin täyty. Yhdysvaltalaisista tuomioistuinratkaisuista saadaan periaatteessa tukea kummallekin tulkinnalle.[49] Oikeuskäytännön perusteella ei siten ilmeisesti ole mahdollista sanoa, että toinen tulkinta olisi voimassa olevan oikeuden kannalta ehdottomasti oikea.

Pidättäytymisdoktriinista seuraa, että hallituksen päätöksen oikeudellinen arviointi on selvä poikkeus pääsääntöön, jonka mukaan tuomioistuimet eivät arvioi hallituksen liiketoiminnallisia ratkaisuja. Tuomioistuimen presumtiona olisi näin ollen aina se, ettei päätöstä arvioida. Tuomarit eivät siten lähtökohtaisesti tutki tapauksen oikeustosiseikkoja tehdyn päätöksen oikeellisuuden tai liiketaloudellisen perusteltavuuden selvittämiseksi, vaan tarkistaakseen, oliko päätöksentekoprosessi jollain tavalla vääristynyt (*Did the board commit fraud? Did the board commit an illegal act? Did the board self-deal?*).[50] Jos kantaja ei onnistu näyttämään seikkoja, jotka poistavat liiketoimintapäätösperiaatteen johdolle antaman suojan, tuomioistuin ei tee erillistä tuottamusarviointia. Tällöin ei ole enää merkitystä sillä, oliko hallituksen päätös sellainen, jonka objektiivisesti arvioiden huolellinen henkilö olisi tehnyt.

Jos liiketoimintapäätösperiaatetta pidetään pidättäytymisdoktriinina, tulkinnalla on vaikutuksia myös siihen marginaaliin, jonka puitteissa johto voi edistää yhtiön yhteiskuntavastuuta. Yhteiskuntavastuun toteuttaminen tapahtuu useimmiten juuri hallituksen ja toimitusjohtajan operationaalisten päätösten kautta ja liiketoimintapäätösperiaatteen johdolle antama suoja lienee laajimmillaan juuri näiden päätösten yhteydessä. Yritysjärjestelykontekstissa johdon liikkumavara saattaa olla suppeampi.[51] Jos lähdetään siitä, ettei tuomioistuin muuten kuin poikkeuksellisissa olosuhteissa arvioi hallituksen päätöksen materiaalista puolta, johdon mahdollisuudet edistää yhtiön yhteiskuntavastuuta saattavat laajentua. Hallituksen saaminen oikeudelliseen vastuuseen edellyttäisi näyttöä laittomuuksista tai osakkeenomistajien tietoisesta vedättämisestä. *Gevurtzin* mukaan New Yorkin osavaltion tuomioistuimen ratkaisu *Auerbach v. Bennett*[52] toimii eräänlaisena ääriesimerkkinä siitä, miten vahva liiketoimintapäätösperiaate suojaa johtoa tuomareiden puuttumiselta päätösten aineelliseen puoleen. Tapauksessa osakkeenomistajat nostivat derivatiivisen kanteen yhtiön hallituksen jäseniä vastaan. Hallitus asetti erityiskomitean (*litigation committee*) päättämään, miten yhtiö suhtautuu kanteeseen ja onko se yhtiön edun mukainen. Komitea koostui hallituksen jäsenistä, jotka eivät itse olleet vastaajina.

---

[49] *Bainbridge* 2004 s. 87 on itse jälkimmäisen tulkinnan kannalla. Ks. myös *Bainbridge* 2002 s. 30.
[50] *Bainbridge* 2004 s. 128.
[51] Ks. *Bainbridge* 2004 s. 129–130.
[52] *Auerbach v. Bennett* 393 N.E.2d 994 (N.Y. 1979).

Komitea päätti, ettei kanteen nostaminen ollut yhtiön edun mukaista. Tuomioistuin kieltäytyi yksiselitteisesti arvioimasta päätöksen materiaalista puolta: ”[the latter,] *substantive decision falls squarely within the embrace of the business judgement doctrine, involving as it did the weighing and balancing of legal, ethical, commercial, promotional, public relations, fiscal and other factors familiar to the resolution of many if not most corporate problems. To this extent the conclusion reached by the special litigation committee is outside the scope of our review. Thus, the courts cannot inquire as to which factors were considered by that committee or the relative weight accorded them in reaching that substantive decision.*”

Liiketoimintapäätösperiaatteen vaikutus näyttää olevan joka tapauksessa se, että hallitukselle jää vahva itsenäinen harkintavalta yhtiön asioiden hoidossa. Tämä huomio on myös noussut keskeiseksi premissiksi yhdysvaltalaisessa teorianmuodostuksessa. Liiketoimintapäätösperiaate on esimerkiksi *Bainbridgen* director primacy -teorian ytimessä. Vaikka Bainbridge on sitä mieltä, että hallituksen tulee käyttää sille suotua laajaa harkintavaltaa osakkeenomistajien taloudellisten etujen edistämiseksi, hallituksen rooli näyttäytyy hänen teoriassaan erilaisena kuin shareholder primacy -ajattelussa, joka kehittyi jenseniläis-mecklingiläisen koulun ympärille. Bainbridge kuvaa hallituksen asemaa seuraavasti: ”*– – directors are not mere agents of the shareholders. To the contrary, the corporation's board of directors in fact is a Platonic Guardian. All others with interests in the corporation are mere constituents.*”[53] Director primacy -teorian selitysvoima on kuitenkin *Bainbridgen* itsensä sanoin parhaimmillaan suurissa omistusrakenteeltaan hajautuneissa julkisissa osakeyhtiöissä, joissa ei ole kontrollia käyttävää osakkeenomistajaa. Teorian selitysvoima ei liene yhtä voimakas suppean omistajapiirin yhtiöissä, kokonaan omistetuissa tytäryhtiöissä ja julkisesti noteeratuissa yhtiöissä, joissa on määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia. Tällaisissa yhtiöissä oman pääoman ehtoinen rahoitus ja de facto kontrolli kulkevat usein käsi kädessä.[54]

Vaikka suurin osa tutkijoista jakanee käsityksen liiketoimintapäätösperiaatteen vaikutuksista, periaatteen *tarkoitus* jakaa selvästi mielipiteitä. Liiketoimintapäätösperiaatteen olemassaololle on esitetty useita eri selityksiä tai teorioita. Yksi tunnetuimmista selityksistä on se, että tuomarit ymmärtävät puutteellisesti liike-elämän päätöksentekoa ja liiketoimintapäätösperiaatteella varmistetaan, etteivät tuomarit puutu hallitusten päätöksentekoon. Periaate estää tuomioistui-

---

[53] *Bainbridge* 2002 s. 33. Värikäs kielikuva ”platonic guardian” on peräisin Bainbridgen arvostelemasta Delaware Chancery Courtin ratkaisusta *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp*., 564 A.2d 651, 663 (Del. Ch. 1988), jossa johtopäätös oli toisenlainen kuin Bainbridgellä: ”*The theory of our corporation law confers power upon directors as the agents of the shareholders; it does not create Platonic masters*.”

[54] *Bainbridge* 2002 s. 33–34.

mia puuttumasta hallitustyöskentelyyn.[55] Selitys on kuitenkin vain näennäisen vakuuttava. Kuten *Easterbrook* ja *Fischel* ovat huomauttaneet, samat tuomarit, joita pidetään epäpätevinä arvioimaan liike-elämän päätöksentekoa, ottavat oikeusriidoissa säännöllisesti kantaa useiden eri erityisalojen päätöksentekoon vastuunäkökulmasta. Tuomarit joutuvat esimerkiksi arvioimaan, suunnitteliko insinööri moottorin kompressorin asianmukaisesti, toimittiko viljelijä markkinoille teollisuudenalan standardien mukaisia granaattiomenoita tai vaikuttaako vankilajärjestelmä kielteisesti vankien henkiseen tilaan. Jos tuomarit kykenevät tällaisiin arviointeihin, miksi he eivät pystyisi ottamaan kantaa esimerkiksi siihen, oliko yhtiön johtaja huolimaton jättäessään irtisanomatta harkitsemattomia lainoja myöntäneen alaisensa?[56]

Easterbrookin ja *Fischelin* ohella esimerkiksi *Rhee* on arvostellut edellisessä kappaleessa esitettyä liiketoimintapäätösperiaatteen selitystä. *Rheen* mukaan selitys glorifioi tarpeettomasti liike-elämän päätöksentekijöitä ja päätöksentekoa. Kärjistetysti voidaan sanoa, ettei henkilön tarvitse kuulua osakeyhtiön ylimpään johtoon tai hallitukseen ymmärtääkseen, että maailmassa on paljon epävarmuutta, voittojen saaminen on epävarmaa ja riskejä on pakko ottaa. Tuomarit joutuvat lisäksi säännönmukaisesti ottamaan kantaa johdon päätösten materiaaliseen sisältöön *entire fairness* -standardin mukaisesti, jos vain kantaja eli yleensä osakkeenomistaja onnistuu kumoamaan liiketoimintapäätösperiaatteen luoman olettaman siitä, että johdon päätös on tehty asianmukaisesti.[57]

Easterbrook ja *Fischel* ovat tarjonneet liiketoimintapäätösperiaatteelle vaihtoehtoisen selityksen. Heidän selityksensä lähtökohta ei ole tuomarien kyvyttömyys arvioida liike-elämän päätöksentekoa, vaan se, että tuomarit eivät ole osa business-maailmaa. Tuomioistuimet eivät toimi markkinoiden paineen alaisina ja johdon päätöksenteon arviointi olisi syytä jättää pääasiallisesti pääomaja määräysvaltamarkkinoiden arvioitaviksi. Liiketoimintapäätösperiaate toimii eräänlaisena suodattimena, joka pitää markkinoiden ulkopuoliset impulssit ulkona yhtiöistä.[58] Tämä selitys on kenties sofistikoituneempi kuin se, että tuomarit eivät ymmärrä liike-elämän päätöksentekoa. Toisaalta vaihtoehtoinen selitys kärsii sekin heikkouksista. Jos markkinat valvovat tehokkaasti, että johto edistää osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoitetta, osakeyhtiölakiin sisältyvälle erilliselle velvollisuudelle ei jää paljoakaan merkitystä. Johdon velvollisuus edistää osakkeenomistajien etua voitaisiin toisin sanoen hylätä. Varsinkaan oikeustaloustieteilijät eivät kuitenkaan ole yleensä valmiita teke-

---

[55] Ks. tästä teoriasta ja sen kritiikistä *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 825–826 sekä siinä mainitut lähteet.

[56] *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 94. Ks. myös *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 825–826 ja *Rhee* 2013 s. 1152.

[57] *Rhee* 2013 s. 1151–1152.

[58] *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 100. Heidän kirjoitustaan kommentoiden *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 826.

mään näin. Yhteistä edellä mainituille kahdelle selitykselle on joka tapauksessa niiden ankkuroituminen osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin, jolloin kyseinen imperatiivi ja liiketoimintapäätösperiaate muodostavat keskenään kiinteän ja johdonmukaisen kokonaisuuden. Molemmissa lähtökohta on myös se, että tuomioistuimet eivät ole paras taho panemaan toimeen osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin imperatiivia, joko puuttuvan asiantuntemuksen tai puuttuvien markkinapaineiden takia.[59]

Easterbrookin ja Fischelin selitystä on pidetty tarpeettoman jyrkkänä, koska siinä johdon toimien arviointi jätetään *joko* markkinoiden *tai* tuomioistuinten tehtäväksi. *Rhee* on todennut, että markkinat eivät voi valvoa täydellisesti yhtiöissä tehtäviä päätöksiä tai johdon onnistumista, mistä kriisiyhtiöt Enron, WorldCom, Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Citigroup ja AIG toimivat esimerkkeinä. Vaikka yleisenä lähtökohtana voitaneen pitää, että markkinat valvovat johtajien tekemisiä paremmin kuin tuomioistuimet, tästä ei välttämättä seuraa, että joutuisimme tekemään binäärisen valinnan näiden valvontakeinojen välillä. Jos kantaja onnistuu kumoamaan liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisen olettaman, todistustaakka siirtyy johtajille ja heidän tulee läpäistä entire fairness -testi. Entire fairness -standarin mukaan johdon on vakuutettava tuomioistuin siitä, että transaktio oli asianmukainen (”fair”) ja tuomioistuin joutuu tällöin ottamaan kantaa transaktion materiaaliseen puoleen. Entire fairness -standardin olemassaolo näyttäisi itsessään perustuvan ajatukselle, jonka mukaan tuomioistuimet voivat suorittaa valvontatehtäväänsä ja todella puuttua yhtiön corporate governaceen.[60]

Kolmas liiketoimintapäätösperiaatteelle esitetty selitys on sekin laajasti tunnettu Yhdysvalloissa. Tämän selityksen mukaan liiketoimintapäätösperiaatteen keskeisenä tarkoituksena on kannustaa johtoa riskinottoon.[61] Jos hallituksen jäsenille syntyisi helposti vastuu riskialttiista ja epävarmuutta sisältävistä päätöksistä, ainakin rationaaliset henkilöt pidättäytyisivät hallitustehtävistä ja hallituksen jäsenen tehtävä menettäisi yleisesti houkuttelevuuttaan. Tähän näkökohtaan liittyy olennaisesti myös se argumentti, että liiketoimintapäätösten asianmukaisuuteen on vaikea ottaa kantaa mahdollisesti vuosiakin niiden tekemisen jälkeen. Tämän päivän perspektiivistä kokonaan irrationaalinen päätös on voinut näyttää päätöksentekohetkellä täysin perustellulta. Liiketoimintapäätösperiaate estää jälkiviisastelun. Myös tämä selitys voidaan sovittaa yhteen osakkeenomistajakeskeisen yhtiöoikeusajattelun kanssa. Hajauttamalla sijoituksensa osakkeenomistajat voivat hallita yhtiökohtaista riskiään. Tällöin voidaan olettaa, että rationaalinen osakkeenomistaja toivoo yksittäisen yhtiön johdon ottavan riittävästi riskejä. Liiketoi-

[59] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 826–827.
[60] *Rhee* 2013 s. 1175–1177.
[61] *Rhee* 2013 s. 1140.

mintapäätösperiaatteen riskinottoon kannustava funktio lähentää osakkeenomistajan ja johtajan intressejä.

Edellä kuvattu selitys esiintyy useissa liiketoimintapäätösperiaatetta koskevissa esityksissä. Selityksessä on kuitenkin jätetty huomiotta, ettei siinä ole varsinaisesti mitään yhtiöoikeudelle erityistä. *Gevurtz* on osoittanut, etteivät osakeyhtiöoikeudellisen korvausvastuun yhteydessä esitetyt huolenaiheet ole mitenkään erityisiä yhtiöoikeudelle, vaan samat ongelmat ovat läsnä yleisessä vahingonkorvausoikeudessa ja monien muiden henkilöiden kuin hallituksen jäsenten korvausvastuun arvioinnissa.[62]

Liiketoimintapäätösperiaatteelle on tarjottu myös sellaisia selityksiä, jotka eivät liity osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin. Kriitikoiden mukaan yhdysvaltalaisessa yhtiöoikeudessa on sinänsä tunnustettu osakkeenomistajien varallisuuden arvon maksimoinnin vaatimus, mutta liiketoimintapäätösperiaate oikeuttaa hallituksen jäsenet poikkeamaan niistä irrationaalisista ja epäinhimillisistä toimista, joihin tiukka velvollisuus maksimoida osakkeenomistajien varallisuuden arvo yksinään johtaisi. Liiketoimintapäätösperiaatteen ansiosta hallituksen päätöksenteon ei tarvitse olla utilitaristisen perinteen mukaista laskelmointia. Näin ymmärrettynä liiketoimintapäätösperiaate sisältäisi aristoteelisen filosofian ja rationaliteettikäsityksen komponentteja.[63]

Edellä tarkoitettua selitystä ei ilmeisesti ole voitu sulkea kokonaan pois siksi, että liiketoimintapäätösperiaate suojaa monesti johtoa myös silloin, kun se on edistänyt muita päämääriä kuin osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia. Näin kävi kirjallisuudessa esitetyn käsityksen mukaan esimerkiksi klassikkoratkaisussa *Shlensky v. Wrigley.*[64] Oikeuskirjallisuudessa on arvioitu, että tuomioistuin ei kyseenalaistanut hallituksen selvästi liiketaloudellisesti perusteetonta päätöstä, jos liiketaloudellisella perusteltavuudella tarkoitetaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia. Tuomioistuin spekuloi toki ratkaisussaan sillä, että päätöksen motiivit saattoivat olla yhtiön pitkän aikavälin edun mukaisia. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin huomautettu, että päätökselle esitetyillä motiiveilla oli joka tapauksessa varsin löyhä yhteys etuun, jonka yhtiö voisi saada. Kirjoittajien mukaan tuomioistuimen hypoteesia siitä, että yhtiö hyötyisi, voidaan pitää jopa virheellisenä.[65] Johto ei saa edistää omaa etuaan, mutta muilta osin on jäänyt epäselväksi, missä määrin osakkeenomistajien välittömistä taloudellisista eduista voidaan poiketa muiden sidosryhmien hyväksi.[66] *Bainbridge* on tulkinnut asiaa niin, että Delawaren laki pitää sinänsä osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia lähtökohtana, mutta liiketoi-

---

[62] *Gevurtz* 1994.
[63] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 835–836.
[64] *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776 (11. App. Ct. 1968). Ks. *Ribstein – Alces* 2007 s. 535.
[65] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 830–831.
[66] *Ribstein – Alces* 2007 s. 535.

mintapäätösperiaate estää tehokkaasti tuomioistuimia ottamasta kantaa väitteisiin, joiden mukaan hallitus on edistänyt päätöksenteossaan muiden sidosryhmien etuja osakkeenomistajien intressien kustannuksella.[67]

Gold on huomioinut useita liiketoimintapäätösperiaatteelle annettuja perusteluja. Yksi näistä on hänen mukaansa se, että periaate mahdollistaa eräällä tavalla teorianeutraalin yhtiöoikeuden olemassaolon. Liiketoimintapäätösperiaatteen avulla tuomarit voivat pitkälti välttää ottamasta kantaa teoreettiseen keskusteluun osakeyhtiön olemuksesta ja tarkoituksesta.[68] Kolme tuomaria, jotka ajattelevat teorian tasolla osakeyhtiöistä aivan eri tavoin, voivat kuitenkin päästä käytännössä helposti yhteisymmärrykseen konkreettisen tapauksen lopputuloksesta liiketoimintapäätösperiaatetta soveltamalla.[69]

Viimeiseksi voidaan vielä mainita yksi selitys. *Rheen* mukaan huolellisuusvelvollisuus (*the duty of care*) ja liiketoimintapäätösperiaate ovat tuontitavaraa vahingonkorvausoikeudesta yhtiöoikeuteen.[70] Yleiseen vahingonkorvausoikeuteen kuuluu lähes universaalisti periaate, joka rajoittaa puhtaiden varallisuusvahinkojen korvauskelpoisuutta. Tämä rajoitusperiaate on implementoitu yhtiöoikeuteen liiketoimintapäätösperiaatteen avulla.[71] Yhtiöoikeudellisessa kontekstissa aiheutuvat vahingot ovat yleensä juuri puhtaita varallisuusvahinkoja, joten niiden korvauskelpoisuudelle ei liene perusteltua asettaa samanlaista rajoitusta kuin yleisessä (sopimuksenulkoisessa) vahingonkorvausoikeudessa sovelletaan. Yhtiöoikeudelliseen korvausvastuuseen tarvitaan kuitenkin sisäinen mekanismi, jolla varmistetaan, ettei varallisuusvahinkoja koskeva korvausvastuun riski kasva ennakoimattomasti ja hallitsemattomasti. Näin ollen liiketoimintapäätösperiaate toteuttaisi yhtiöoikeudessa samaa funktiota kuin puhtaan varallisuusvahingon korvauskelpoisuutta rajoittavat yleisen vahingonkorvausoikeuden mekanismit.

Yhdysvaltalaisten lähteiden perusteella liiketoimintapäätösperiaatteen olemassaololle tai tarkoitukselle on vaikea osoittaa yksittäistä suvereenia selitystä. Myöskään oikeuskäytännöstä ei ilmeisesti löydy tukea objektiiviselle tarkoitukselle. Tutkijat ovat nähtävästi yksimielisempiä liiketoimintapäätösperiaatteen vaikutuksista kuin sen tarkoituksista.

---

[67] *Bainbridge* 2006 s. 778.
[68] *Gold* 2012 s. 1093.
[69] *Gold* 2012 s. 1095.
[70] *Rhee* 2013 s. 1185: ”The duty of care and the business judgment rule are not the only imports of tort principles into corporation law.”
[71] *Rhee* 2013.

5.1.5 Yritysvaltauksia koskeva oikeuskäytäntö

1980-luvulla vakuudettomat joukkovelkakirjalainat tarjosivat sijoittajille keinon rahoittaa mittavia yritysvaltauksia ja suurimmatkin yhdysvaltalaisyritykset joutuivat valtausuhan alle. 1970-luvulla virittynyt tieteellinen keskustelu osakeyhtiön, osakkeenomistajien ja julkisen vallan keskinäisistä suhteista muuttui käytännössä merkittäväksi, kun liittovaltion korkein oikeus ja Delawaren tuomioistuimet joutuivat 1980-luvulla ottamaan kantaa intressiristiriitoihin kuuluisissa takeover-tapauksissa.[72] Pitkästä aikaa kysymys siitä, onko osakeyhtiö vain osakkeenomistajien yksityisomaisuutta vai laajempi yhteiskunnallinen instituutio, tuli tärkeäksi muutenkin kuin akateemisesti. Osakeyhtiöoikeuden vuosisatoja vanhat ongelmat, kuten mikä osakeyhtiö on ja keitä sen toiminnan tulee hyödyttää, olivat jälleen ajankohtaisia.[73] Delaware Supreme Courtin takeover-ratkaisut ovat erottamaton osa hallituksen fidusiaarisia velvollisuuksia koskevaa keskustelua.

Delawaressa liiketoimintapäätösperiaate suojaa hallitusta sekä yhtiön tavanomaiseen operatiiviseen päätöksentekoon kuuluvissa tilanteissa että yritysjärjestelytilanteissa.[74] Tätä lähtökohtaa kuitenkin täsmennettiin 1980-luvun ratkaisuissa.

Ajallisesti ensimmäisten merkittävien takeover-ratkaisujen joukkoon kuuluu tapaus *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*[75] Jo ennen Unocal-ratkaisua oikeuskirjallisuudessa oli käyty paljon keskustelua hallituksen mandaatista yritysvaltausten torjunnassa. Eri suhtautumistavat voitiin tyypitellä kahteen vaihtoehtoon. Ensimmäisen näkyvä edustaja oli *Gilson*, jonka mukaan hallituksella oli oikeus käyttää vain sellaisia torjuntatoimenpiteitä, joiden tarkoituksena oli varmistaa tehtyä parempi tarjous osakkeenomistajille.[76] Gilsonin ratkaisumalli soveltui ainoastaan niihin tilanteisiin, joissa ostotarjous oli jo tehty tai sellaista saatettiin odottaa. Sen avulla ei kuitenkaan voitu estää hallitusta ryhtymästä torjuntatoimenpiteisiin jo ennen kuin konkreettista ostotarjousta saatettiin odottaa.[77] Gilsonin mallia on kutsuttu ”huutokauppamalliksi”.[78]

Toisen suhtautumistavan johtavat edustajat olivat *Easterbrook* ja *Fischel*, joiden mukaan hallituksen tuli pysyä kokonaan passiivisena. Heidän huolenaiheenaan oli perinteiseen tapaan johdon ja osakkeenomistajien välinen intressiristiriita, jonka vihamielinen yritysvaltaus kärjisti. He korostivat lisäksi määräysvaltamarkkinoiden tärkeyttä tehottoman johdon ja agenttikustannusten

---

[72] *Avi-Yonah* 2011 s. 24.
[73] *Allen* 1992 s. 263–266.
[74] *Bainbridge* 2006 s. 790.
[75] *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co* 493 A.2d 946 (Del. 1985).
[76] *Gilson* 1982 s. 64–65. Ks. kirjoittajan tuotannosta myös *Gilson* 1981 s. 819–891.
[77] *Bainbridge* 2006 s. 794.
[78] *Bainbridge* 2006 s. 793–794.

kontrolloinnissa. Johtopäätös oli, ettei hallituksella ja toimivalla johdolla tullut olla aktiivista roolia yritysvaltaustilanteessa.[79] Easterbrookin ja Fischelin mallia on kutsuttu ”passiviteettimalliksi”.[80]

Unocal-ratkaisussa Delaware Supreme Court ei omaksunut huutokauppamallia eikä passiviteettimallia. Oikeuskirjallisuudessa ratkaisua on tulkittu niin, että passiviteettimalli hylättiin nimenomaisesti.[81]

Tuomioistuin joutui ensin ottamaan kantaa siihen, tulisiko hallituksen toimenpiteitä arvioida potentiaalisina huolellisuusvelvollisuuden rikkomuksina vai lojaliteettivelvollisuuden rikkomuksina. Ongelmana oli se, ettei kumpikaan vaihtoehto antanut kovin tyydyttävää vastausta yritysvaltauskontekstissa. Jos asiaa käsiteltäisiin lojaliteettikysymyksenä, torjuntatoimenpiteet eivät juuri koskaan läpäisisi lain seulaa. Tämä johtui siitä, että tuomioistuin joutuisi soveltamaan lojaliteettivelvollisuuteen liittyvää entire fairness -standardia, jonka mukaan hallitus on velvollinen näyttämään, että sen toimenpiteet ovat objektiivisesti arvioiden yhtiön edun mukaisia (*the transaction was objectively fair to the corporation*). Entire fairness -standardissa näyttötaakka on varsin korkealla, mikä johtaisi käytännössä siihen, että tuomioistuimet pitäisivät useimpia torjuntatoimenpiteitä laittomina. *Bainbridgen* mukaan asian käsitteleminen lojaliteettikysymyksenä olisikin ollut järkevää ainoastaan, jos lähdetään siitä, että kaikki yritysvaltaukset ovat yhteiskunnallisesti suotuisia ja torjuntatoimenpiteet ovat siksi aina ei-toivottuja.[82]

Toisaalta jos torjuntatoimenpiteitä käsiteltäisiin huolellisuuskysymyksenä, käytännössä kaikki torjuntatoimenpiteet läpäisisivät lain seulan. Osakkeenomistajan kanne voisi menestyä ainoastaan, jos hän onnistuisi näyttämään seikat, jotka poistavat liiketoimintapäätösperiaatteen johdolle antaman suojan. Tämän näyttäminen on vaikeaa, joten torjuntatoimenpiteiden käsitteleminen huolellisuuskysymyksenä olisi perusteltua vain, jos johdon torjuvaa asennetta yritysvaltauksia kohtaan pidettäisiin aina asianmukaisena.[83]

Unocal-ratkaisussa oli se kiinnostava piirre, että tuomioistuin salli yhtiön diskriminoivat otteet yhtä osakkeenomistajaa (Mesa) kohtaan, jotta puolustautumistoimenpiteellä olisi tehoa. Näin toimimalla *Unocalin* hallituksen jäsenet eivät kuitenkaan rikkoneet fidusiaarisia velvollisuuksiaan yhtiötä kohtaan.[84]

Tuomioistuimen mukaan liiketoimintapäätösperiaate ei soveltunut sellaisenaan. Hallituksen tuli ensin näyttää, että sillä oli perusteltua aihetta epäillä yhtiön edun tulevan syrjäytetyksi (*reasonable grounds for believing that a danger*

---

[79] *Easterbrook – Fischel* 1981; *Easterbrook – Fischel* 1982.
[80] *Bainbridge* 2006 s. 794–795.
[81] *Bainbridge* 2006 s. 795 alaviite 117.
[82] ”*– – a duty of loyalty analysis makes sense only if we think all takeovers are socially desirable and that all takeover defenses are therefore bad social policy.*” Ks. *Bainbridge* 2006 s. 795–796.
[83] *Bainbridge* 2006 s. 796.
[84] *Bainbridge* 2006 s. 798.

to corporate policy and effectiveness existed). Tältä osin näyttötaakka täyttyi, jos hallitus näytti toimineensa hyvässä uskossa ja riittävien tietojen pohjalta (*good faith and reasonable investigation*). Hyvän uskon vaatimus tarkoitti, että hallituksen toimien piti lähteä yhtiöön kohdistuvan uhkan torjumisesta, eikä johdon oman aseman turvaamisesta. Vaatimus siitä, että hallituksen päätöksenteon tulee perustua riittäviin tietoihin ja selvityksiin, tarkoitti käytännössä hyvin helposti täyttyvää standardia. Kirjallisuudessa on tulkittu, että vastuukynnys oli tältä osin yhtä kuin *gross negligence*. Jos hallitus onnistui näyttämään edellä mainitut seikat, sen tuli näyttää lisäksi, että torjuntatoimenpiteet olivat oikeassa suhteessa vihamielisen ostotarjouksen aiheuttamaan uhkaan nähden. Jos hallitus selvisi kaksiosaisesta ”Unocal-testistä”, liiketoimintapäätösperiaate soveltui. Jos hallitus ei täyttänyt näyttötaakkaansa, sovellettiin lojaliteettivelvollisuuteen kuuluvaa entire fairness -standardia. Tuomioistuin ei siten luonut uutta standardia huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien välimaastoon, vaan eräänlaisen ehdollisen version liiketoimintapäätösperiaatteesta.[85]

Tiivistettynä Delawaren korkein oikeus paalutti, että yhtiöön kohdistuvassa valtausyrityksessä hallitus toimii yhtiön portinvartijana.[86] Näin siitä huolimatta, että *Unocalissa* ostotarjouksella oli nimenomaisesti pyritty kiertämään kohdeyhtiön hallitus. Jonkinasteinen epäselvyys toki jäi siitä, missä määrin hallitus oli oikeutettu ainoastaan ”sanomaan ei” ostotarjoukselle. Yhtä kaikki ostotarjouksesta tehtiin yhtiön sisäinen asia, joka kuuluu hallitukselle.[87] Delaware Supreme Court totesi, että vihamielisessä ostotarjouksessa hallitus ei ole ainoastaan passiivinen kumileimasin (”a board of directors is not a passive instrumentality”). Ratkaisusta ei kuitenkaan seurannut, että hallituksella olisi täydellinen *carte blanche*, jonka turvin se voisi estää julkisen ostotarjousten toteutumisen.[88]

Oikeuskirjallisuudessa *Unocal* sai osakseen ankaraa kritiikkiä muun muassa siksi, että sen tulkittiin antavan hallitukselle liian suuret valtuudet.[89] Ratkaisussa tuomioistuimen retoriikka oli varsin sidosryhmäystävällistä ja ratkaisulla on toisinaan tuettu entiteettiajattelua.[90] Myös osakkeenomistajakeskeistä ajattelua kannattavissa esityksissä on todettu, että Unocal antoi hallitukselle oikeuden arvioida valtausyrityksen vaikutuksia yhtiön muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien asemaan.[91] *Unocalia* kuten koko takeover-prejudikaattien sarjaa on tosin pidetty tulkinnanvaraisena, eikä siitä pysty varmuudella sanomaan, miten Delawaren korkein oikeus on tarkoittanut tasapainottaa osakkeen-

[85] *Bainbridge* 2006 s. 799.
[86] *Bainbridge* 2006 s. 772.
[87] *Bainbridge* 2006 s. 801.
[88] *Bainbridge* 2006 s. 772.
[89] Kriittisistä arvioista kootusti *Bainbridge* 2006 s. 772.
[90] *Millon* 1990 s. 234.
[91] Kuitenkin melko varauksellisin sanankäänteinen kirjoituksissa *Bainbridge* 2006 s. 773–774 alaviite 23 ja *Bainbridge* 2013 s. 3315.

omistajien ja muiden sidosryhmien välisiä suhteita.[92] Näyttää kuitenkin siltä, että Delawaren korkein oikeus on ainakin seuraavaksi käsiteltävän ”*Revlon*-moodin” ulkopuolella hyväksynyt ajatuksen, jonka mukaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi on vain yksi tekijä, jonka hallitus voi ottaa päätöksenteossaan huomioon.[93]

Revlon-ratkaisussa Delaware Supreme Court täsmensi edelleen suhtautumistaan hallituksen rooliin yritysvaltauskontekstissa.[94] Unocalin oikeusohjeeseen liitettiin rajoitus, jonka mukaan muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen edistäminen on sallittua vain, jos niiden edistämisellä on järkevä yhteys osakkeenomistajien etuun. Toisin sanoen Revlon-moodin ulkopuolellakin muiden sidosryhmien etuja voidaan edistää ainoastaan siinä määrin kuin tällainen toimintalinja nostaa osakkeenomistajien varallisuuden arvoa.[95] Jos taas on selvää, että yhtiön myynti on väistämätöntä, hallituksen tehtävänä ei ole enää ollenkaan suojella yhtiötä vaan pyrkiä saamaan osakkeenomistajille mahdollisimman korkea hinta osakkeistaan.[96] Keskeiseksi kysymykseksi Revlonin jälkeen tuli se, milloin hallituksen rooli muuttui yhtiön puolustajasta huutokauppiaaksi eli milloin hallitus siirtyi Revlon-moodiin.[97] Joka tapauksessa näyttää siltä, että *Revlon*-velvollisuudet ovat voimassa ainoastaan tarkasti rajatuissa tilanteissa.[98]

Revlonin voisi ymmärtää niin, että Delawaren oikeus siirtyi kiistatta osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia korostavaan ajatteluun yhtiön edusta. Osavaltion korkein oikeus antoi kuitenkin vielä 1990-luvulla ainakin yhden ratkaisun, jonka merkitys on vaikeuttanut kokonaiskuvan hahmottamista. Ratkaisussa *Paramount Communications, Inc. v. Time, Incorporated*[99] Timen hallitus suunnitteli yhdistymistä Warner Brothersin kanssa. Paramount teki Timen osakkeenomistajille kilpailevan ostotarjouksen, jonka toteutuminen olisi ollut Timen osakkeenomistajille taloudellisesti edullisempi vaihtoehto kuin fuusio Warner Brothersin kanssa. Timen hallitus hylkäsi Paramountin tarjouksen ja teki Timen lukuun ostotarjouksen Warner Brothersista. Timen hallituksen keskeisenä motiivina oli yhtiön journalististen arvojen ja journalistisen integriteetin suojeleminen. Hallitus viittasi erityiseen ”Time-kulttuuriin”. Delaware Supreme Court hyväksyi liiketoimintapäätösperiaatteen nojalla hallituksen päätöksen yhdistyä Warner Brothersin kanssa.[100] Tuomioistuin lausui muun

---

92 *Millon* 1990 s. 234.
93 Ks. myös *Gold* 2012 s. 1099.
94 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
95 *Iacobucci* 2009 s. 251 ja *Strine* 2012 s. 147 alav. 34.
96 *Strine* 2012 s. 147 alav. 34.
97 *Bainbridge* 2006 s. 802 ja laajasti *Bainbridge* 2013 s. 3277–3338.
98 *Johnson* 2013 s. 433.
99 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Incorporated* 571 A.2.d 1140 (Del. 1989).
100 Kirjallisuudesta *Miller – Gold* 2015 s. 582–583.

ohella seuraavasti: ”*That many, presumably most, shareholders would prefer the board to do otherwise than it has done does not... afford a basis to interfere with the effectuation of the board's business judgment*.”[101]

Time-ratkaisussa Delaware Supreme Court täsmensi, ettei jokainen potentiaalinen yritysjärjestely automaattisesti laukaise velvollisuutta huutokaupata yhtiö eniten tarjoavalle ostajakandidaatille. Toisin sanoen yhtiö ei siirry automaattisesti Revlon-moodiin. Edes yritysvaltauskontekstissa hallitukselle ei synny automaattisesti velvollisuutta maksimoida osakkeenomistajien varallisuuden arvoa lyhyellä aikavälillä.[102] Tuomioistuin huomautti, ettei johdon velvollisuuksia ole mahdollista määritellä viittaamalla tiettyyn aikajänteeseen, jonka puitteissa yhtiön etua edistetään. Hallitus on itse velvollinen päättämään, mikä tuo aikajänne on: ” *– – the question of 'long-term' versus 'short-term' values is largely irrelevant because directors, generally, are obliged to chart a course for a corporation which is in its best interests without regard to a fixed investment horizon*.”[103]

Avi-Yonah on todennut, että Delawaren järjestelmä suosi vihamielisiä yritysvaltauksia *Time*-ratkaisuun asti. Hänen käsityksensä mukaan ratkaisu päätti takeover-buumin toistaiseksi.[104] Toisaalta *Allen* on esittänyt, että vihamieliset yritysvaltaukset markkinoiden omana valvontakeinona hävisivät 1980-luvun aallon jälkeen, mutta tämä selittyi enemmän yritysten rahoituksessa ja pääomamarkkinoilla tapahtuneilla taloudellisilla muutoksilla kuin tuomioistuinten hyväksymällä entiteettimallilla.[105] Edelleen Avi-Yonahin mukaan Time-ratkaisusta käy ilmi, että yhtiön ymmärrettiin olevan enemmän kuin sen osakkeenomistajat. Yhtiön oma identiteetti (*Time culture*) ja muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut olivat siten arvoja, jotka osakeyhtiölainsäädäntö tunnusti suojaamisen arvoisiksi.[106] *Unocal*-standardin sovellus *Time*-ratkaisussa voidaan tulkita niin, että Delaware Supreme Court hyväksyi erottelun yhtiön etuihin ja osakkeenomistajien etuihin.[107] *Strine* sen sijaan näyttää tulkitsevan ratkaisua niin, että hallituksella on vain oikeus syrjäyttää lyhyen tähtäimen voiton maksimointi pitkän aikavälin strategian tieltä.[108] Toisin sanoen kysymys olisi vain voiton tuottamisesta ja aikavälistä, jolla tavoitteeseen pyritään.

---

[101] Toisaalla oikeuskirjallisuudessa on huomautettu, että jonkin osakkeenomistajan tai joidenkin osakkeenomistajien tosiasiallisten preferenssien sivuuttaminen ei ole peruste asettaa hallituksen jäseniä vahingonkorvausvastuuseen. Ks. *Rhee* 2013 s. 1183.
[102] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 821–822.
[103] *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, 565 A.2d 280 (Del. 1989).
[104] *Avi-Yonah* 2011 s. 28.
[105] *Allen* 1992 s. 277.
[106] *Avi-Yonah* 2011 s. 28–30.
[107] *Millon* 1990 s. 255.
[108] *Strine* 2012 s. 155 alav. 56.

Eräissä yritysvaltauskauden tärkeimmissä ratkaisuissa tuomarina toiminut *Allen* on jälkikäteen kuvannut, miten hankalan haasteen edessä Delaware Supreme Court oli. Sen tehtäväksi tuli osoittaa voimassa olevan oikeuden kanta oikeuspoliittisesti herkässä kysymyksessä ilman selkeää doktrinaalista ohjenuoraa.[109] Allen on tulkinnut, että entiteettiajattelu vei voiton. Hänen mukaansa *Time*-ratkaisu voidaan hahmottaa entiteettimallin voittona samalla tavalla kuin *Dodge v. Ford Motor Company* -ratkaisu on voitu hahmottaa osakkeenomistajakeskeisen ”omistajamallin” virstanpylväänä.[110] Delaware Supreme Courtin tuomarina sittemmin toiminut *Randy J. Holland* on seminaaripuheenvuorossaan esittänyt pitkälti Allenin näkemystä vastaavan käsityksen osavaltion prejudikatuurista. Hän on toisaalta korostanut, että hallituksen liikkumavaraan vaikuttaa olennaisesti se, tarkastellaanko hallituksen mandaattia yhtiön tavanomaisen toiminnan, vihamielisen yritysvaltauksen vai yhtiön myynnin aikana.[111] *Miller* ja *Gold* ovat todenneet tuoreessa artikkelissaan tiivistetysti, että Delawaren tuomioistuimet ovat toisinaan olleet myötämielisiä osakkeenomistajakeskeiselle ajattelulle, toisinaan taas eivät.[112]

Kirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan varsinkin *Unocal* ja *Time* osoittavat, että Delawaren järjestelmä on suopea hallituksille, joiden päätöksentekoa yritysvaltaustilanteessa ohjaavat myös muut tavoitteet kuin osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi lyhyellä aikavälillä. *Unocalin* hallitus sai legitiimisti ottaa huomioon yhtiön muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut, *Timen* hallitus puolestaan sai suojella yhtiön yrityskulttuuria.[113]

Monesti on tulkittu, että Delaware Supreme Courtin ratkaisukäytäntö antaa hallitukselle oikeuden suojella muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etuja yritysvaltaustilanteissa. Tällaista tulkintaa on kuitenkin arvosteltu yksinkertaistamisesta. Syynä on se, että prejudikatuuri täsmentyi edellä esitetyllä tavalla useaan otteeseen Unocalin jälkeen. Vaikka ratkaisukäytäntö ei ehkä yksiselitteisesti tue tiukan osakkeenomistajakeskeistä tulkintaa voimassa olevan oikeuden sisällöstä, sitä ei myöskään voida ilman muuta sulkea pois.[114] *Unocalin* perusteluista voisi päätellä, että hallituksella on oikeus arvioida yritysvaltauksen vaikutuksia muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien asemaan, mutta *Revlonissa* tehdyn täsmennyksen mukaan muiden sidosryhmien etujen edistäminen on sallittu ainoastaan, jos tästä seuraa hyötyjä myös osakkeenomistajille (”rationally related benefits accruing to the stockholders”). Toi-

---

[109] *Allen* 1992 s. 275: ”To resolve the matter seemed plainly to call for the making of policy in an environment that was warmly contested by powerful interests and in which no widely accepted doctrine offered a clear guide.”
[110] *Allen* 1992 s. 276.
[111] *Holland* 2010.
[112] *Miller – Gold* 2015 s. 539.
[113] *Greenfield – Nilsson* 1997 s. 824. Ks. myös *Miller – Gold* 2015 s. 582–583.
[114] *Lee* 2006a s. 557–558.

saalta *Time* antoi hallitukselle siinä määrin laajan harkintavallan sen suhteen, mikä on osakkeenomistajille parhaaksi, että Revlonissa tehdyn täsmennyksen aineellinen kantovoima jää varsin kyseenalaiseksi.[115]

Yritysvaltausvaltauksia koskevan oikeuskäytännön perusteella voimassa olevan oikeuden sisältöä ei voida pitää selvänä. Vaikka ratkaisuista on voitu tehdä entiteettiajattelua tukevia tulkintoja, viimeaikaisen oikeuskäytännön on tulkittu vahvistaneen osakkeenomistajakeskeistä ajattelua. Jo edellä viitatussa Delaware Chancery Courtin melko tuoreessa ratkaisussa *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*[116] tuomioistuimen retoriikan on yleisesti tulkittu myötäilevän osakkeenomistajakeskeistä ajattelua.[117] *eBay*-ratkaisua on pidetty eräällä tavalla historiallisena, koska siinä Delaware Chancery Court totesi ensimmäistä kertaa *Revlonin* soveltamisalan ulkopuolella, että osakeyhtiön toiminnan tulee tähdätä osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin.[118] Toisaalta ratkaisun oikeusohje ei ole yksiselitteinen. Ottamalla tarkasti huomioon ratkaisun yksilölliset oikeustosiseikat ja tuomioistuimen retoriikka on todettu, että se jättää hallitukselle edelleen tilaa ottaa muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut huomioon: ”[directors are obliged] to promote the value of the corporation for the benefit of its stockholders… [the corporate form] is not an appropriate vehicle for *purely* (kursiivit tässä) philanthropic ends.”[119]

5.1.6 Fidusiaariset velvollisuudet ja velkojainsuoja

Kysymys siitä, tulisiko hallituksen jäsenillä olla fidusiaarisia velvollisuuksia velkojia kohtaan, jakaa tutkijoita maailmanlaajuisesti. Varsinkin sopimusteoreettisen ajattelun omaksuneilla tutkijoilla on tapana korostaa, että markkinat ja sopimukset suojaavat riittävästi velkojia. Toiset taas pitävät velkojien asemaa siinä määrin turvattomana, että velkojien oikeuksia tulisi suojata myös pakottavin osakeyhtiöoikeudellisin säännöksin.[120] Keskustelua fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavasta funktiosta on käyty erityisesti common law -perinteen oikeusjärjestyksissä.

Hallituksen velvollisuus ottaa velkojien edut huomioon on osoittautunut epäselväksi kysymykseksi useissa oikeusjärjestyksissä. Jonkinasteinen yksimielisyys vallitsee siitä, että tällainen velvollisuus on olemassa, kun yhtiö on maksukyvytön tai lähestyy maksukyvyttömyyttä. Ajatustapaan sisältyy usein se, että

---

[115] *Bruner* 2010 s. 598 alav. 82.
[116] *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010).
[117] *Strine* 2012 s. 148–155.
[118] *Johnson* 2013 s. 438.
[119] *Petrin* 2013 s. 23 alaviite 125.
[120] *Keay* 2003 s. 665–666.

osakkeenomistajien hyväksyntä ei oikeuta hallitusta rikkomaan velvollisuuksiaan velkojia kohtaan, kun yhtiö on maksukyvytön.[121]

Jo tässä yhteydessä on syytä huomauttaa, että common law -maiden ja civil law -maiden keskusteluissa olevat erot näyttäytyvät kenties enemmän terminologisella kuin aineellisella tasolla. Kun esimerkiksi Yhdysvalloissa, Kanadassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa puhutaan hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan, Suomessa puhutaan siitä, mitkä osakeyhtiölain säännökset ovat voimassa velkojien suojaksi. Lienee makuasia, pitäisikö meilläkin puhua hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan, koska niiden sisältö olisi joka tapauksessa yhtä kuin osakeyhtiölainsäädännön velkojainsuojasäännökset. Toisaalta jos meillä kirjoitetaan vain osakeyhtiölain velkojainsuojasäännöksistä eikä velkojiin kohdistuvista fidusiaarisista velvollisuuksista, joudutaan joka tapauksessa selvittämään, mitkä osakeyhtiölain säännökset ovat velkojainsuojasäännöksiä ja lukeutuvatko OYL 1 luvun yleisperiaatteet näihin joiltain osin.

Yhdysvaltalaisessa kirjallisuudessa on todettu, että osakeyhtiölainsäädännön ulkopuoliset mekanismit ovat pitkälti ratkaisseet omistuksen ja johdon eriytymisestä aiheutuneen ongelman, joka on ollut vuosikymmeniä corporate governance -tutkijoiden tärkein huolenaihe. Tästä syystä osakkeenomistajien ja velkojien välinen agenttiongelma saattaa olla nousemassa (tai palaamassa) yhtiöoikeuden keskeiseksi tarkastelukohteeksi.[122] Osakkeenomistajien ja velkojien välinen intressiristiriita kärjistyy, kun yhtiö joutuu taloudellisiin vaikeuksiin.[123]

Murray on käynyt kattavasti läpi yhdysvaltalaista oikeuskirjallisuutta ja osavaltiotasoista oikeuskäytäntöä. Hänen mukaansa ei ole olemassa yhtä yhtenäistä tapaa suhtautua kysymykseen hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan. Joidenkin tutkijoiden mukaan hallituksen tulisi ottaa huomioon yhtiön edut kokonaisuudessaan (”the interests of the corporation as a whole”), toisten mielestä fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohde voi vaihtua erityisolosuhteissa osakkeenomistajista velkojiin. On myös esitetty, että hallituksen tulisi ottaa huomioon yhtiön ja velkojien edut (”the interests of the corporation and its creditors”). Yhden vaihtoehdon mukaan hallituksen tulisi kiinnittää huomiota yhtiön sekä sen osakkeenomistajien ja velkojien etuihin (”the interests of the corporation, its shareholders, and its creditors”). Joidenkin tutkijoiden mukaan hallituksella ei ole lainkaan fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiön velkojia kohtaan. Kuten *Murrayn* selvitys osoittaa, kokonaiskuva on sekava ja pirstaleinen. Radikaaleimpia ajatustapoja lukuun ottamatta eri kannanotoista löytyy kuitenkin yksi yhteinen piirre: tuomioistuinten tulisi myöntää maksuvaikeuksissa olevan tai maksukyvyttömän yhtiön velkojille ainakin joitain

---

[121] *Anderson* 2003 s. 226.
[122] *Rock* 2013 s. 1910.
[123] *Callison* 2007 s. 432.

lisäoikeuksia, joista ne eivät ole sopineet etukäteen velallisyhtiön kanssa. Minimissään se voi tarkoittaa sitä, että velkojilla on oikeus ajaa kannetta yhtiön hyväksi. Suurimmat tulkintaepäselvyydet liittyvät siihen, milloin velkojien lisäsuoja aktivoituu ja mikä on sen täsmällinen sisältö.[124]

Tuomioistuinten tavanomaisessa retoriikassa fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteina ovat yhtiö *ja* sen osakkeenomistajat, mutta esimerkiksi rahoituskriisissä olevan kokonaan omistetun tytäryhtiön hallituksen jäsenet joutuvat usein valitsemaan *joko* osakkeenomistajansa *tai* yhtiön (käytännössä velkojat).[125] Kuten tutkimuksen teoreettisemmissa osuuksissa huomautettiin, yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastaminen on toisinaan ongelmallista, koska osakkeenomistajien intressit voivat olla keskenään ristiriidassa. Myös osakkeenomistajien ja velkojien intressit voivat olla keskenään ristiriidassa, eikä laki välttämättä ole yksiselitteinen sillä tavoin, että yhtiön etu tarkoittaa näissä olosuhteissa osakkeenomistajien etua.

Johdon fidusiaariset velvollisuudet velkojia kohtaan ovat teoreettisesti perusteltavissa tehokasta riskinjakoa koskevilla näkökohdilla. Maksukyvyttömässä osakeyhtiössä velkojat korvaavat osakkeenomistajat yhtiön ensisijaisena etutahona, koska maksukyvyttömyysskenaariossa velkojat kantavat residuaaliriskin. Kun osakkeenomistajien panos on menetetty, yhtiö toimii taloudellisessa mielessä vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen turvin eli velkojien riskillä. Oikeuskirjallisuudessa esitetyn kannan mukaan tällainen ajatus yhtiön ensisijaisen etutahon muuttumisesta maksukyvyttömyysskenaariossa saa tukea myös joissakin oikeusjärjestyksissä annetuista prejudikaateista.[126]

Hallituksen korvausvastuun määrittämisessä voidaan tukeutua useisiin eri argumentteihin. Yksi tyypillisimmistä perusteista, joilla vastuuta tai ainakin sen laajentamista vastustetaan, liittyy johtajien riskinottohalukkuuteen. Jos vastuu syntyy liian helposti, mitä tällä sitten tarkoitetaankin, johtajista tulee ylivarovaisia ja he joutuvat turvautumaan enenevissä määrin erilaisten asiantuntijoiden apuun toimiensa lainmukaisuuden varmistamiseksi. Toisaalta johtajat saattavat varoa ottamasta hyödyllisiäkin riskejä. Ylivarovaisuus aiheuttaa siis helposti kustannuksia tavalla tai toisella. Edellä mainituista syistä hallituksen henkilökohtainen vastuu ei välttämättä ole normatiivisesti kaikkein houkuttelevin tapa puuttua velkojainsuojaongelmiin. Kirjallisuudessa on todettu, että yhdenmukaisesti edellä mainittujen oikeuspoliittisten näkökohtien kanssa

---

[124] *Murray* 2011 s. 584–588.

[125] *Murray* 2011 s. 614.

[126] *Stattin* 2009 s. 59–60. Ks. myös *Bainbridge* 2007: ”A corporation presently in the vicinity of insolvency likely will eventually end up in bankruptcy for either liquidation or reorganization. In bankruptcy, assuming the shareholders’ claim is wiped out the creditors effectively become the residual claimants to the corporation’s remaining assets. Because directors and officers generally owe their fiduciary duties to the residual claimant, there thus is an argument for extending fiduciary duties to creditors.” Vastaavasti argumentoiden *Hargovan – Harris* 2013 s. 436.

oikeuskeinot hallitusta vastaan eivät ole yhdysvaltalaisen ja delawarelaisen velkojainsuojaregiimin merkittäviä komponentteja. Delawaressa velkojainsuoja perustuu ennen kaikkea fidusiaarisiin velvollisuuksiin sekä säännöksiin, joilla rajoitetaan osingonjakoa ja osakkeiden takaisinostoja. Nämä doktriinit tarjoavat kuitenkin ainoastaan rajallisesti aineellista suojaa velkojille. Hallituksen jäsenten riski joutua henkilökohtaiseen vastuuseen on varsin vähäinen, elleivät he menettele räikeän virheellisesti. Tähän vaikuttavat useat seikat kuten the business judgement rule ja yhtiön laaja mahdollisuus rajoittaa hallituksen vastuuta huolellisuusvelvollisuuden rikkomisesta.[127] Delawaressa hallituksella on joka tapauksessa ainakin nimellisesti fidusiaarisia velvollisuuksia velkojia kohtaan, jos yhtiö on maksukyvytön.[128]

Johdon fidusiaarisia velvollisuuksia ei tule sekoittaa insolvenssioikeudellisiin normistoihin, jotka tarjoavat omat oikeuskeinonsa (erityisesti *fraudulent conveyance law*). Tietyn transaktion hyväksyttävyyttä voidaan ainakin periaatteessa arvioida sekä fidusiaaristen velvollisuuksien että insolvenssioikeudellisten normien perusteella. *Edward Rock* on tarkastellut eri oikeuskeinojen toimivuutta hypoteettisen LBO-järjestelyn yhteydessä. Epäonnistuneiden LBO-järjestelyjen oikeudellisessa jälkiarvioinnissa yhtiöoikeudelliset säännöt jäävät usein sivurooliin. Rock huomauttaa, että monissa eri tapauksissa transaktioita on arvioitu vahvasti insolvenssioikeudelliset säännöt edellä, vaikka ne herättävät myös hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien ydinalueelle kuuluvia kysymyksiä. Problematiikassa on kyse erityisesti siitä, miten hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien avulla tulisi ratkaista osakkeenomistajien ja velkojien välisiä intressiristiriitoja. Rockin mukaan uusi osakkeenomistajakeskeinen ”todellisuus” on saanut monet unohtamaan koko velkojainsuojaongelman. Hän huomauttaa, ettei velkojainsuojaongelma varsinaisesti ole uusi, vaikka se osakkeenomistajakeskeisessä todellisuudessa näyttää helposti sellaiselta (”this new-old problem”). Ongelman yhtiöoikeudellisessa arvioinnissa on joka tapauksessa tukeuduttava perinteisiin yhtiöoikeudellisiin doktriineihin.[129]

Käsitys johdon fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteen muuttumisesta talousvaikeuksissa olevassa yhtiössä perustui pitkään paljolti Delaware Chancery Courtin *Credit Lyonnais* -ratkaisuun.[130] Ratkaisun ydinkohta oli seuraava: ”…where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residue risk bearers (i.e., the shareholders), but owes its duty to the corporate enterprise.” Ratkaisu jätti auki, ketkä voivat toteuttaa vastuun, jos johto rikkoo fidusiaarisia velvollisuuksiaan kriittisellä

---

[127] *Adler – Kahan* 2013 s. 1782–1788.
[128] *Adler – Kahan* 2013 s. 1783.
[129] *Rock* 2013 s. 1946–1948.
[130] *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, Civ. A. No. 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991). Ks. *Callison* 2007 s. 433.

hetkellä (”in zone of insolvency settings”).[131] Kysymys voidaan esittää myös niin, oliko oikeus vastuun toteuttamiseen yksittäisillä velkojilla vai ainoastaan yhtiöllä. Perusteluissa käytetty termi ”vicinity of insolvency” jäi myös avoimeksi.

Chancery Courtin perustelut *Credit Lyonnais* -ratkaisussa antoivat edellä todetulla tavalla vihiä siitä, että maksukyvyttömyysskenaariossa fidusiaaristen velvollisuuksien sisältö muuttuisi normaalista.[132] *Bainbridge* on arvostellut *Credit Lyonnais* -ratkaisua useilla perusteilla.[133] Ratkaisu lisäsi oikeudellista epävarmuutta hallituksen päätöksenteon näkökulmasta. Lisäksi sellainen normi, jonka mukaan fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohde muuttuu maksukyvyttömyysskenaariossa, on vaikea panna täytäntöön.[134]

Credit Lyonnais -ratkaisun aiheuttamaan epäselvyyteen saatiin ainakin osittain selventäviä vastauksia Delaware Supreme Courtin vuoden 2007 ratkaisussa *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (jäljempänä ”Gheewalla”).[135] *Gheewallan* perusteella pidetään nykyään selvänä, että maksukyvyttömän yhtiön hallituksella on fidusiaarisia velvollisuuksia velkojia kohtaan.[136] Tämä tulee kuitenkin ymmärtää niin, että fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat edelleen yhtiöön, mutta nyt velkojien hyväksi.[137] Ratkaisun perusteluja on myös tulkittu niin, että fidusiaaristen velvollisuuksien edellä kuvattu transformaatio tulee kyseeseen vain maksukyvyttömyysskenaariossa (”upon insolvency”), eli *Credit Lyonnais* -ratkaisussa tarkoitettu olosuhde ”in the vicinity of insolvency” ei vielä saa aikaan muutosta.[138]

Gheewalla sisältää selkeän kannanoton siitä, että yksittäisillä velkojilla ei ole oikeutta ajaa suoraa kannetta sillä perusteella, että hallitus on rikkonut fidusiaarisia velvollisuuksiaan. Lopputulos on sama riippumatta siitä, onko yhtiö maksukyvytön (”insolvent”) vai lähellä maksukyvyttömyyttä (”in the zone of insolvency”). Tuomioistuin tähdensi *Production Resources* -ratkaisussa[139] tehdyllä tavalla, että maksukykyisessä osakeyhtiössä derivatiivisena ajettava kanne ajetaan derivatiivisena myös maksukyvyttömyysskenaariossa. Oikeuskeino kuuluu siis edelleen varsinaisesti yhtiölle.[140] Velkojat ovat oikeutettuja ajamaan

---

131 *Callison* 2007 s. 436.
132 Ks. *Bainbridge* 2007 s. 348 ja siinä viitattu *Veasey – Di Guglielmo* 2005 s. 1399–1512.
133 *Bainbridge* 2007 s. 364–365.
134 *Bainbridge* 2007 s. 364–365.
135 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 99 (Del. 2007).
136 *Rock* 2013 s. 1957: ” – – it is well accepted that when a firm is insolvent, directors owe fiduciary duties to the creditors.”
137 Ibid.
138 *Adler – Kahan* 2013 s. 1783–1784 alav. 27.
139 *Production Resources Group, LLC. v. NCT Group, Inc.,* 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).
140 *Rock* 2013 s. 1962–1964; *Adler – Kahan* 2013 s. 1784 alav. 28.

derivatiivista kannetta, kun yhtiö tulee maksukyvyttömäksi, mutta ei sitä ennen. Velkojan suora kanne ei ilmeisesti tule ollenkaan kyseeseen.[141] Tällä tavoin velkojat voivat päästä oikeuksiinsa, jos hallituksen jäsenet aiheuttavat yhtiölle vahinkoa esimerkiksi lojaliteettivelvollisuutta rikkovalla itsekontrahoinnilla.[142] Nähtävästi Yhdysvaltain joissain muissakin osavaltioissa velkojat voivat nostaa derivatiivisen kanteen. Oikeuskeinoon turvaudutaan käytännössä konkurssitapauksissa.[143] Kuten myös jäljempänä tarkasteltava Kanadan esimerkki osoittaa, velkojien oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen näyttää olevan tärkeä seikka, joka erottaa pohjoisamerikkalaiset järjestelmät esimerkiksi Suomen (OYL 22:7.1) ja Ruotsin (aktiebolagslagen 29:14) laeista. Suomessa ja Ruotsissa konkurssipesä voi määrätyin edellytyksin nostaa kanteen johtoa vastaan, mutta yksittäisen velkojan derivatiivista kannetta ei ole hyväksytty.

Rock tulkitsi jo *Credit Lyonnais* -ratkaisua niin, että fidusiaaristen velvollisuuksien kohdentaminen *yhtiöön* mahdollistaa velvollisuuksien suojakohteen hienosäädön, kun maksukyvyttömyys uhkaa yhtiötä. Tällöin hallituksen jäsenet voivat priorisoida velkojien saatavien maksamisen osakkeenomistajien varallisuuden maksimoimisen kustannuksella ilman pelkoa vastuusta.[144] Fidusiaaristen velvollisuuksien oikeudellisena suojakohteena on siis aina yhtiö. Maksukyvyttömyysskenaario vaikuttaa kuitenkin niin, että velkojatkin voivat toteuttaa vastuun derivatiivisella kanteella. Tämä johtuu siitä, että maksukyvyttömyysskenaariossa yhtiön edun vastainen päätös voi vahingoittaa välillisesti myös velkojia.

Ennen *Gheewalla*-ratkaisua yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa esitettiin, että jotkut 1900-luvun alkuvuosikymmenten ratkaisut olisivat ehkä mahdollistaneet velkojan suoran kanteen sillä perusteella, että johto oli rikkonut fidusiaarisia velvollisuuksiaan. *Lanen* mukaan Delawaren oikeuskäytäntö kehittyi sittemmin sellaiseen suuntaan, että derivatiivisten kanteiden ja velkojien suorien kanteiden välille tehtiin aikaisempaa selvempi ero. Velkoja, joka nyky-Delawaressa vaatisi suoralla kanteella korvausta lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen perusteella, joutuisi näyttämään kärsineensä vahingon, joka on itsenäinen suhteessa yhtiön kärsimään vahinkoon tai velkojakollektiivin vahinkoon. *Lane* huomauttaa, että velkoja onnistuisi tässä vain harvoissa tapauksissa.[145] Ilmeisesti ei ole selvää, salliiko *Gheewallan* oikeusohje velkojan suoraa kannetta edes erityisolosuhteissa. *Callison* viittaa siihen, että maksukyvyttömyysskenaariossakin fidusiaarisia velvollisuuksia rikkomalla aiheutetut vahingot kohdistuvat yhtiöön entiteettinä. Yhtiö on välitön vahingonkärsijä, joka voi esittää vaatimuksia johta-

---

141 *Bruner* 2010 s. 599 alav. 88 ja 89.
142 *Adler – Kahan* 2013 s. 1784 alav. 28 ja siinä mainittu Gheewallan jälkeinen oikeuskäytäntö.
143 *Lane* 2007 s. 485–486.
144 *Rock* 2013 s. 1958.
145 *Lane* 2007 s. 489.

jia kohtaan. Velkojien vahinko on luonteeltaan ”derivatiivinen”.[146] Toisin sanoen velkojat ovat välillisiä vahingonkärsijöitä.

Koska vastuu fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisesta kohdistuu yhtiöön, johto voi esittää samat defenssit, joihin sillä on oikeus vedota osakkeenomistajien nostamaa derivatiivista kannetta vastaan. Keskeinen defenssi on silloin liiketoimintapäätösperiaate. Samoin erilaiset DGCL:n sallimat vastuuvapauslausekkeet voivat tulla kyseeseen.[147] Vastuuvapauslausekkeet tuskin sitovat *välittömän* vahingon kärsinyttä yksittäistä velkojaa. Jos yksittäiset velkojat voisivat saada vahingonkorvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta, vastuuvapauslauseke kierrettäisiin toteuttamalla vastuu velkojien suorilla kanteilla eikä derivatiivisella kanteella. Tällöin vastuuvapauslauseke menettäisi merkityksensä. Argumentti puoltaa tulkintaa, jonka mukaan yksittäisillä velkojilla ei ole oikeutta saada korvausta suoraan itselleen fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella. Tätä tulkintaa tukevat edellä todetuin tavoin myös *Gheewallan* selvät sanamuodot.[148]

Gheewalla selvensi Delawaren oikeustilaa. Ratkaisu ei kuitenkaan kerro voimassa olevan oikeuden sisältöä kaikissa osavaltioissa. Esimerkiksi Coloradon osavaltiossa on eräässä ratkaisussa todettu, että toisin kuin Delawaressa, velkojalla on oikeus ajaa suoraa kannetta omaan lukuunsa fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella.[149]

Liiketoimintapäätösperiaate on edellä todetuin tavoin voimassa myös maksukyvyttömyysskenaariossa. Periaate tarjonnee silloinkin johdolle vahvan suojan tuomioistuinten puuttumiselta.[150] Hallituksen riski joutua korvausvastuuseen ei siis liene suuri, ellei se syyllisty oman edun tavoitteluun tai riko tietoisesti velvollisuuksiaan. Hallitukselle jäänee siis edelleen oikeus ottaa melko suuriakin riskejä osakkeenomistajien intressissä.[151] Liiketoimintapäätösperiaate suojannee hallitusta siinäkin tapauksessa, ettei se valitse osakkeenomistajien toivomaa toimintalinjaa. Hallituksen ”fidusiaariset velvollisuudet velkojia kohtaan” tarkoittavat *Adlerin* ja *Kahanin* mukaan ennen kaikkea sitä, että hallitusta suojataan osakkeenomistajien kanteilta, joissa väitetään hallituksen subordinoineen osakkeenomistajien intressit velkojien etujen alle. Fidusiaariset velvollisuudet eivät siis oikeuta velkojia vaatimaan omien etujensa asettamista osakkeenomistajien intressien edelle.[152]

---

[146] *Callison* 2007 s. 439 ja erityisesti alaviite 30.
[147] *Adler – Kahan* 2013 s. 1784.
[148] Ks. myös *Adler – Kahan* 2013 s. 1785 ja alav. 31, jossa tulkinta perustetaan suoraan Gheewallan sanamuotoihin.
[149] *Murray* 2011 s. 591, alaviitteet 48–50.
[150] *Ribstein – Alces* 2007 s. 531.
[151] *Adler – Kahan* 2013 s. 1784.
[152] *Adler – Kahan* 2013 s. 1784–1785.

Ribstein ja *Alces* kävivät läpi useita yhdysvaltalaisia tuomioistuinratkaisuja testatakseen, mitä hallituksen fidusiaariset velvollisuudet maksukyvyttömyysskenaariossa käytännössä pitävät sisällään. He tulivat siihen lopputulokseen, että maksukyvyttömyysskenaariossakin johdon velvollisuudet yhtiötä kohtaan määrittyvät lojaliteettivelvollisuuden, huolellisuusvelvollisuuden, hyvän uskon velvollisuuden ja liiketoimintapäätösperiaatteen kautta, aivan kuten maksukyvyttömyysskenaarion ulkopuolella.[153] Asian voinee ilmaista myös niin, että mikään ei muuttunut: johdolla on maksukyvyttömyysskenaariossakin vahva itsenäinen päätösvalta sen suhteen, mikä on yhtiön parhaaksi. Tässä mielessä hallituksella ei ole erityisvelvollisuuksia maksukyvyttömyysskenaariossa.[154]

Samanlaisia huomioita on tehty myös muualla oikeuskirjallisuudessa. *Bainbridgen* mukaan johdon toimien lainmukaisuus tulee arvioida liiketoimintapäätösperiaatteen nojalla riippumatta siitä, nostaako kanteen osakkeenomistaja, velkoja, yhtiö (”the entity”) vai jotkut näistä yhdessä. Edellytyksenä liiketoimintapäätösperiaatteen soveltumiselle on luonnollisesti se, ettei intressiristiriita ole rasittanut johdon päätöksentekoa.[155] Ymmärrän Bainbridgen niin, että hän tarkoittaa nimenomaan kannetta korvauksen suorittamiseksi yhtiölle eikä yksittäisten osakkeenomistajien ja velkojien suoria kanteita. *Bainbridgen* mukaan keskustelu hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan maksukyvyttömyysskenaariossa on paljon melua tyhjästä. Perustelu on samanlainen kuin *Ribsteinillä* ja *Alcesilla*: liiketoimintapäätösperiaate suojaa johtoa joka tapauksessa.[156]

Seuraavaksi on syytä ottaa tarkasteluun vielä eräs tärkeä erityiskysymys eli kysymys kokonaan omistetun tytäryhtiön hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista. Tämäkin asetelma on ollut erikseen arvioitavana Delawaressa ratkaisussa *Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle Eastern Corp.*[157] Ratkaisussa tuomioistuin hylkäsi ajatuksen, jonka mukaan hallituksella olisi velvollisuuksia yhtiön tulevia osakkeenomistajia kohtaan ja totesi ohimennen lausuttuna seuraavasti: ”*in a parent and wholly-owned subsidiary context, the directors of the subsidiary are obligated only to manage the affairs of the subsidiary in the best interests of the parent and its shareholders*.” *Anadarko* on herättänyt tulkintaongelmia erityisesti sen suhteen, onko ratkaisun oikeusohje voimassa myös silloin, kun tytäryhtiö ajautuu maksuvaikeuksiin eli onko tytäryhtiön etua tulkittava niissäkin tilanteissa samalla tavoin ahtaasti kuin Anadarkossa. Toinen ongelma on se, muuttiko Anadarko yhtiöoikeuden perustavaa lähtökohtaa, jonka mukaan fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön *ja* sen osakkeen-

[153] *Ribstein – Alces* 2007 s. 544.
[154] *Ribstein – Alces* 2007 s. 546.
[155] *Bainbridge* 2007 s. 368.
[156] *Bainbridge* 2007 s. 335–369.
[157] *Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle Eastern Corp.* 545 A.2d 1171 (Del. 1988).

omistajiin. Moni tutkija ja tuomari on sitonut ratkaisun vahvasti sen yksilöllisiin olosuhteisiin ja varonut antamasta oikeusohjeelle liian laajaa soveltamisalaa.[158] Anadarkon perusteluthan viittaavat siihen, että yhtiön etu rinnastuisi yhtäältä osakkeenomistajan ja toisaalta vielä sen omien osakkeenomistajien etuihin.

Se, että kokonaan omistetun tytäryhtiön etu lähes aina muodostuu sen ainoan osakkeenomistajan eduksi, on ainoastaan käytännön seuraus siitä, että tytäryhtiössä on vain yksi osakkeenomistaja, joka voi nostaa derivatiivisen kanteen tytäryhtiön johtoa vastaan tai vaihtaa tytäryhtiön hallituksen mieleisekseen.[159] *Murray* ei ole vakuuttunut siitä, että *Anadarkoa* ja sitä seuraavia tuomioistuinratkaisuja tulisi tulkita niin, että fidusiaaristen velvollisuuksien sisältö ja suojakohde olisivat muuttuneet. Yhtiön omistusrakenteesta riippumatta *oikeudellinen* lähtökohta on edelleen johdon velvollisuus toimia yhtiön ja sen osakkeenomistajien eduksi.[160] Edes kokonaan omistetun tytäryhtiön kontekstissa yhtiön etu ei siten välttämättä rinnastu ainoastaan sen osakkeenomistajan etuun.

Murrayn laajahko selvitys *Anadarkoa* seuranneesta oikeuskäytännöstä osoittaa, että ratkaisua on toisinaan tulkittu laajasti. Johtopäätöksenään voimassa olevasta oikeudesta (”the current state of the law”) hän kuitenkin toteaa, että kokonaan omistetun tytäryhtiön hallituksen jäsenillä on velvollisuus ottaa huomioon paitsi ainoan osakkeenomistajansa eli yleensä emoyhtiön edut myös tytäryhtiön edut kokonaisuudessaan (”the subsidiary as a whole”).[161] Tämä viittaa ajatukseen, jonka mukaan yhtiön etu ei edes yhden osakkeenomistajan tai yksimielisten osakkeenomistajien osakeyhtiöissä redusoidu pelkästään osakkeenomistajien etuun. Ainoan osakkeenomistajan tai yksimielisten osakkeenomistajien odotusten toteutuminen on vain taloudellinen realiteetti, joka seuraa osakkeenomistajien oikeudesta päättää tytäryhtiön hallituksen kokoonpanosta. Tämä on kuitenkin eri asia kuin yhtiön edun *oikeudellinen merkityssisältö* eli se, mitä hallitus on velvollinen ja toisaalta oikeutettu tekemään. *Anadarkoa* seuraavat ratkaisut ja niistä erityisesti *Gheewalla* sekä kirjallisuudessa esitetyt näkemykset vahvistanevat *Murrayn* tulkinnan oikeaksi.

Edellä sanotusta huolimatta *Murray* on arvostellut voimassa olevan oikeuden tilaa. Hänen mielestään voimassa olevat säännöt kannustavat maksuvaikeuksissa olevan kokonaan omistetun tytäryhtiön hallituksen jäseniä sivuuttamaan emoyhtiön toiveet ja toimimaan velkojien hyväksi. Perusteena on se, että tytäryhtiön hallituksen jäsenet saavat usein itse etua suuresta osasta transaktioita, jotka toteutetaan tytäryhtiön ja emoyhtiön välillä. Näissä olosuhteissahan liiketoimintapäätösperiaate ei suojaa heitä. Tytäryhtiön toimissa, joilla edistetään

---

158 Ks. *Murray* 2011 s. 593–596.
159 *Murray* 2011 s. 596.
160 *Murray* 2011 s. 596.
161 *Murray* 2011 s. 598.

sen omaa etua tai velkojien etua, yhtiön hallituksen jäsenillä on harvemmin omaa etua ajettavanaan kuin tytäryhtiön ja emoyhtiön välisissä transaktioissa. Murrayn mukaan voimassa olevan oikeuden tila kasvattaa transaktiokustannuksia.[162] Toiseksi hän on viitannut siihen, että muut oikeuskeinot kuin fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomiseen perustuvat kanteet suojaavat riittävästi velkojia.[163]

Murrayn mukaan tytäryhtiön hallituksella tulisi siis olla nykyistä laajempi oikeus edistää osakkeenomistajansa etua. Liiketoimintapäätösperiaate ei kuitenkaan suojaisi johtoa, jos johdon tytäryhtiön puolesta tekemät oikeustoimet hyödyttävät ainoastaan johtoa itseään, eivätkä emoyhtiötä tai velkojia. Esimerkkinä hän mainitsee sen, että johto hyödyntää yhtiön käytettävissä olevan liiketoimen omaksi edukseen (*corporate opportunity*).[164] *Murrayn* mukaan nykyinen malli aiheuttaa merkittävästi kielteisiä taloudellisia vaikutuksia. Se lisää hallinnollisia kustannuksia ja heikentää yhtiöiden kykyä luoda hyvinvointia, kun tytäryhtiön hallituksen tulee jatkuvasti selvittää emoyhtiön kanssa tehtävien oikeustoimien oikeudenmukaisuus tytäryhtiön edun (käytännössä velkojien edun) näkökulmasta.[165]

Hu ja *Westbrook* ovat yleisesti arvostelleet ajatusta, jonka mukaan johdolla voisi olla fidusiaarisia velvollisuuksia velkojia kohtaan. Heidän mielestään yhtiöentiteetin kannalta optimaalinen riskinotto ei vastaa sijoituksensa hyvin hajauttaneiden osakkeenomistajien riskipreferenssejä. Niin kauan kuin yhtiö ei ole hakeutunut konkurssiin, hallituksen tulisi asettaa osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoite yhtiöentiteetin edun edelle.[166] Heidän näkemyksensä esitettiin vuonna 2007 eli vain vuotta ennen finanssikriisin puhkeamista. *Rockin* mukaan siihen on viimeistään kriisin jälkeen syytä suhtautua kriittisesti. Hänen mukaansa Hun ja Westbrookin kanta edustaa eräänlaista fetisismiä (”a form of equity fetishism”), jossa osakkeen arvon maksimointia pidetään itseisarvoisena päämääränä eikä keinona rakentaa arvokkaita yhtiöitä. Rockin mukaan se ei myöskään edusta perinteistä osakeyhtiöoikeudellista kantaa.[167]

Rockin mukaan ilmaisu ”yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu” on harhaanjohtava, kun osakkeenomistajien intressit poikkeavat toisistaan. Rockin mukaan olisi johdonmukaista luopua kokonaan määreestä *ja sen osakkeenomistajien etu*, koska johdon lojaliteettivelvollisuus ei kohdistu yksittäisiin osakkeenomistajiin. Hän suosittaa, että puhuttaisiin johdon velvollisuudesta edistää yhtiön etua sen osakkeenomistajien hyväksi.[168] Kun yhtiö on maksukyvytön, johdolla

---

[162] *Murray* 2011 s. 608.
[163] *Murray* 2011 s. 623.
[164] *Murray* 2011 s. 619.
[165] *Murray* 2011 s. 623.
[166] *Hu – Westbrook* 2007, erityisesti s. 1357–1359.
[167] *Rock* 2013 s. 1958–1959.
[168] *Rock* 2013 s. 1957.

on fidusiaarinen velvollisuus huolehtia velkojien eduista. Tällöin velkojalla on oikeus ajaa derivatiivista kannetta samalla tavalla kuin osakkeenomistajalla on oikeus sen nostamiseen, kun yhtiö on vielä maksukykyinen. Maksukyvyttömässä osakeyhtiössä johdolla on fidusiaarinen velvollisuus yhtiötä kohtaan sen velkojien eduksi.[169]

Siltä osin kuin johdon fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen menettely on ylipäätään identifioitavissa, velvollisuuksien rikkominen voi olosuhteista riippuen aiheuttaa hallitukselle vastuun niin osakkeenomistajia kuin velkojia kohtaan. Samalla on syytä huomata, että johtoa suojataan joka tapauksessa vahvasti väitteiltä, joiden mukaan se on asettanut epäoikeutetusti osakkeenomistajien edun velkojien edun edelle tai toisin päin. Yhdysvaltalaiset säännöt tukevat tulkintaa, jonka mukaan fidusiaariset velvollisuudet tulisi ymmärtää nimenomaan yhtiöön itseensä kohdistuvina velvoitteina eikä normeina, jotka oikeuttavat residuaalioikeuksien haltijat vaatimaan johtoa toimimaan juuri heidän toivomallaan tavalla.

5.2 KANADA

5.2.1 Aluksi

Kysymykset yhtiön edun merkityssisällöstä ja yhtiön yhteiskuntavastuusta ovat olleet Kanadassa erityisen ajankohtaisia, koska maan korkein oikeus otti niihin kantaa kahdessa 2000-luvun ennakkopäätöksessä. Ennen niitä auktoritatiivista kannanottoa ei ollut, vaikka asiallisesti kysymys yhtiön edusta oli ollut esillä eräissä ratkaisuissa.[170] Kanada kuuluu common law -oikeuskulttuureihin, joten prejudikaattituomioistuimen sanalla on merkittävä painoarvo.

Seuraavassa tarkastellaan tulkintalinjaa, jonka Kanadan korkein oikeus omaksui vuosien 2004 ja 2008 ratkaisuissaan. Ensimmäisessä ratkaisussa aktualisoitui kysymys hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavasta funktiosta ja jälkimmäisessä kysymys velvollisuuksien merkityksestä yritysvaltaustilanteessa. Prejudiaattien jälkeen selvitetään, miten ratkaisut on ymmärretty kanadalaisessa oikeuskirjallisuudessa ja miten ne on asemoitu suhteessa yhtiöoikeuden teoriaan.

---

[169] *Rock* 2013 s. 1957 alaviite 230.
[170] *Lee* 2005c s. 213.

5.2.2 Peoples, yhtiön etu ja velkojien etu

Riidan taustalla oli yrityskauppa, jossa Wise osti Marks & Spenceriltä Peoplesin koko osakekannan. Wise ja Peoples kilpailivat samalla vähittäismyynnin alalla, joten voidaan sanoa, että Wise osti kilpailijansa ulos markkinoilta. Wise perusti Peoplesin osakekannan ostoa varten erillisen yhtiön, joka kuitenkin fuusioitiin yrityskaupan jälkeen kohdeyhtiö Peoplesin kanssa. Yrityskaupan seurauksena Peoplesista tuli Wisen kokonaan omistama tytäryhtiö. Kolme emoyhtiön (Wise) hallituksen jäsentä (Wisen veljekset), jotka olivat myös emoyhtiön enemmistöosakkeenomistajia 75 prosentin omistusosuudellaan, miehittivät kokonaan tytäryhtiön (Peoples) hallituksen. Asiassa aktualisoitui siten tyypillinen intressiristiriita tytäryhtiön osakkeenomistajan eli emoyhtiön ja tytäryhtiön velkojien välillä.

Yritysjärjestelyjen jälkeen Wise pyrki rationalisoimaan sen ja Peoplesin toiminnoissa olevia päällekkäisyyksiä epäonnistunein seurauksin. Ongelmien korjaamiseksi yhtiöissä implementoitiin vuoden 1994 alussa uusi hankintasuunnitelma, jonka mukaisesti yhtiöt jakaisivat tulevaisuudessa tehtävät ostot. Suunnitelman mukaan Peoples tekisi ostot pohjoisamerikkalaisilta toimittajilta ja Wise huolehtisi ostoista muilta mantereilta. Tarkoituksena oli, että Peoples siirtää Wiselle tätä varten ostamansa tuotteet ja laskuttaa erikseen Wisea. Wise puolestaan toimisi samalla tavalla suhteessa tytäryhtiöönsä. Noin 82 prosenttia yhtiöiden varastojen tavaroista ostettiin pohjoisamerikkalaisilta tavarantoimittajilta, mikä tarkoitti, että ostoillaan Peoples lisäisi merkittävästi Wise-konsernin tavaraluottojen määrää.

Yhtiöiden heikon taloudellisen tilanteen ja vähittäismyyntialan kovan kilpailun seurauksena velkojapankki ilmoitti vuoden 1994 syyskuussa, että se harkitsee yhteistyön lopettamista Wisen ja Peoplesin kanssa. Neuvottelujen jälkeen pankki kuitenkin lupasi lisärahoitusta vuoden 1995 heinäkuun lopulle asti. Marks & Spencer pani alulle konkurssimenettelyn sekä Wiseä että Peoplesia vastaan joulukuussa 1994 vain kolme päivää sen jälkeen kun Peoples oli raportoinut huonosta tuloksesta kolmannella vuosineljänneksellä. Konkurssimenettelyssä pankki sai koko saatavansa, Marks & Spencer yrityskaupasta maksamatta olevan kauppahinnan jäännöksen ja yhtiöiden vuokranantajakin lähes kaikki saatavansa. Konkurssissa tyydyttämättömät saatavat kuuluivat Peoplesin tavarantoimittajille. Peoplesin konkurssipesänhoitaja nosti kanteet Wisen veljeksiä vastaan. Kannetta ajettiin sekä yhtiöoikeudellisella että insolvenssioikeudellisella perusteella. Yhtiöoikeudellinen peruste nojasi siihen, että hallituksen jäsenet olivat toimineet Canada Business Corporation Act (CBCA) section 122(1):n vastaisesti. Insolvenssioikeudellinen peruste oli Bankruptcy and Insolvency Act (BIA) section 100. Kanteen mukaan Wisen veljekset olivat olleet osallisena transaktiossa, jossa yhtiöstä oli siirretty pois omaisuutta alihintaan (”property had been transferred for conspicuously less than fair market value”)

BIA:ssa tarkoitetulla tavalla. Vastaajaksi joutui myös vakuutusyhtiö, joka oli myöntänyt hallituksen vastuuvakuutuksen Wisen ja sen tytäryhtiöiden hallitusten jäsenille.

Kanadassa muukin henkilö kuin osakkeenomistaja voi olla oikeutettu nostamaan derivatiivisen kanteen. Tällainen ”proper person”, jota lainkohdassa CBCA 238(d) tarkoitetaan, voi olla esimerkiksi yhtiön velkoja.[171] Peoples-ratkaisussa ei kuitenkaan ollut kyse velkojan ajamasta derivatiivisesta kanteesta vaan konkurssipesän kanteesta.

CBCA section 122(1):ssa säädetään hallituksen velvollisuudesta edistää yhtiön etua, joten *Peoples*-ratkaisua voidaan pitää ennakkopäätösluonteisena kannanottona yhtiön edun tulkintaan. Asiassa oli kysymys siitä, onko hallituksen jäsenillä fidusiaarinen velvollisuus yhtiön velkojia kohtaan. Kanadan korkein oikeus päätyi vastaamaan kysymykseen kielteisesti. Hallituksen jäsenten fidusiaarinen velvollisuus kohdistuu Kanadassa ainoastaan *yhtiöön*. Ratkaisussa yhtiön etua ei myöskään rinnastettu sen osakkeenomistajien tai osakkeenomistajan etuun.

CBCA section 122(1) kuuluu seuraavasti: ”*Every director and officer of a corporation in exercising their powers and discharging their duties shall (a) act honestly and in good faith with a view to the best interests of the corporation; and (b) exercise the care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in comparable circumstances.*” Säännöksen a-kohdassa säädetään lojaliteettivelvollisuudesta tai Kanadan korkeimman oikeuden termein lakiin perustuvasta fidusiaarisesta velvollisuudesta (*statutory fiduciary duty*), b-kohdassa huolellisuusvelvollisuudesta (*the duty of care*). Tuomioistuin korosti velvollisuuksien keskinäistä eroa ja niiden erilaisia tavoitteita.

Tuomioistuimen mukaan Wisen veljesten päätös hankintasuunnitelman käyttöönotosta ei ollut oman edun tai osakeyhtiölainsäädännön vastaisten tarkoitusten motivoima. Hallituksen käytöksessä ei siten ollut mitään epälojaalia. Diktassaan tuomioistuin lähti mielenkiintoiselle sivupolulle viitaten Ontarion provinssin tuomioistuimen ratkaisuun, jonka mukaan hallituksella on oikeus ratkaista enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välinen intressiristiriita tekemällä yhtiöstä ”paremman yhtiön”. Lausuma viitoitti tietä myöhemmille perusteluosuuksille, joissa korkein oikeus hyväksyi osakeyhtiön oman edun olemassaolon:

> *This appeal does not relate to the nonstatutory duty directors owe to shareholders. It is concerned only with the statutory duties owed under the CBCA. Insofar as the statutory fiduciary duty is concerned, it is clear that the phrase the ”best interests of the corporation” should be read not simply as the ”best interests of the shareholders”. From an economic perspective, the ”best in-*

[171] *Keay* 2011 s. 258, 262.

> *terests of the corporation" means the maximization of the value of the corporation – –. However, the courts have long recognized that various other factors may be relevant in determining what directors should consider in soundly managing with a view to the best interests of the corporation – –.*

Perusteluissa torjuttiin siten selväsanaisesti ajatus, jonka mukaan yhtiön etu tarkoittaa sen osakkeenomistajien etua.[172] Korkeimman oikeuden mukaan sen käsitys oli linjassa aikaisemman oikeuskäytännön kanssa. Ennen Peoples-ratkaisua oli usein tukeuduttu Brittiläisen Kolumbian provinssin korkeimman oikeuden ratkaisuun *Teck Corp. v. Millar*[173] ja brittiläiseen tapaukseen *Parke v. Daily News Ltd*[174], joista jälkimmäisen retoriikka oli enemmän osakkeenomistajien etuja painottava. Peoples-ratkaisussa korkein oikeus lainasi suoraan *Teck*-ratkaisun perusteluja:

> *A classical theory that once was unchallengeable must yield to the facts of modern life. In fact, of course, it has. If today the directors of a company were to consider the interests of its employees no one would argue that in doing so they were not acting bona fide in the interests of the company itself. Similarly, if the directors were to consider the consequences to the community of any policy that the company intended to pursue, and were deflected in their commitment to that policy as a result, it could not be said that they had not considered bona fide the interests of the shareholders.*
>
> *I appreciate that it would be a breach of their duty for directors to disregard entirely the interests of a company's shareholders in order to confer a benefit on its employees: Parke v. Daily News Ltd., [1962] Ch. 927. But if they observe a decent respect for other interests lying beyond those of the company's shareholders in the strict sense, that will not, in my view, leave directors open to the charge that they have failed in their fiduciary duty to the company.*

Teck-ratkaisussa viitattiin siihen, että teorioiden on sopeuduttava yhteiskunnalliseen kehitykseen ja uusiin käsityksiin yritysten yhteiskuntavastuusta. Toisaalta *Teck* tuo viittauksin *Parke*-ratkaisuun esiin sen, että osakkeenomistajien taloudellisten intressien täydellinen sivuuttaminen voitaneen joskus tulkita fidusiaarisen velvollisuuden vastaiseksi. Fidusiaarinen velvollisuus jättää kuitenkin hallituksen jäsenille kohtuullisen harkintavallan, jonka puitteissa se voi edistää myös muiden sidosryhmien etuja.

> *We accept as an accurate statement of law that in determining whether they are acting with a view to the best interests of the corporation it may be legitimate, given all the circumstances of a given case, for the board of directors*

---

[172] *Lee* 2005c s. 213.
[173] *Teck Corp Ltd v Millar* (1972), 33 DLR (3d) 288 (BCSC).
[174] *Parke v. Daily News Ltd* [1962] Ch 927.

to consider, inter alia, the interests of shareholders, employees, suppliers, creditors, consumers, governments and the environment.

The various shifts in interests that naturally occur as a corporation's fortunes rise and fall do not, however, affect the content of the fiduciary duty under s. 122(1)(a) of the CBCA. At all times, directors and officers owe their fiduciary obligation to the corporation. The interests of the corporation are not to be confused with the interests of the creditors or those of any other stakeholders.

Perusteluissa todettiin, että yhtiön varallisuusasema ei vaikuta fidusiaarisen velvollisuuden sisältöön. Johdon fidusiaarinen velvollisuus kohdistuu kaikissa olosuhteissa yhtiöön. Tällainen jäsennystapa sopii sellaisiin teoreettisiin malleihin, joissa yhtiön etu määritellään yhtiön oman edun ja siihen liittyvien abstraktien tavoitteiden kautta eikä yhtiön sidosryhmien individuaalisten odotusten mukaisesti.

Perusteluista selviää, että Kanadan korkein oikeus on ollut tietoinen teorioista ja siitä, miten olosuhteet vaikuttavat taloudellisessa kontekstissa residuaalioikeuksien haltijoiden asemaan.

Short of bankruptcy, as the corporation approaches what has been described as the "vicinity of insolvency", the residual claims of shareholders will be nearly exhausted. While shareholders might well prefer that the directors pursue high-risk alternatives with a high potential payoff to maximize the shareholders' expected residual claim, creditors in the same circumstances might prefer that the directors steer a safer course so as to maximize the value of their claims against the assets of the corporation.

The directors' fiduciary duty does not change when a corporation is in the nebulous "vicinity of insolvency". That phrase has not been defined; moreover, it is incapable of definition and has no legal meaning. What it is obviously intended to convey is a deterioration in the corporation's financial stability. In assessing the actions of directors it is evident that any honest and good faith attempt to redress the corporation's financial problems will, if successful, both retain value for shareholders and improve the position of creditors. If unsuccessful, it will not qualify as a breach of the statutory fiduciary duty.

Wise-ratkaisussa kanteet hylättiin kokonaisuudessaan. Tuomioistuimen mukaan Wisen veljekset eivät olleet rikkoneet sen enempää fidusiaarista velvollisuutta kuin huolellisuusvelvollisuuttakaan. Insolvenssioikeudellisen perusteen osalta tuomioistuin päätyi siihen, etteivät kanteen kohteena olleet transaktiot Peoplesin ja Wisen välillä olleet alihintaisia sillä tavoin kuin BIA section 100:n soveltaminen olisi edellyttänyt.

5.2.3 BCE ja hallituksen velvollisuudet yritysvaltaustilanteessa

Vuoden 2008 ratkaisu *BCE v. 1976 Debentureholders* asettaa shareholder value -normille samanlaisen haasteen kuin *Peoples*.[175] Riidan taustalla oli sijoittajaryhmän suunnitelma toteuttaa 52 miljardin dollarin arvoinen velkarahoitteinen yritysosto, jolla hankittaisiin telealan suuryrityksen BCE Inc.:n kaikki osakkeet. BCE oli epäonnistunut strategiassaan, mutta vuoden 2006 lopun laskelmien perusteella sen kassavirta ja taloudelliset tunnusluvut tekivät yhtiöstä analyytikkojen mukaan houkuttelevan valtauskohteen. Ainakin yksi yhdysvaltalainen pääomasijoittaja oli lähestynyt BCE:n johtoa vuonna 2006 ja ehdottanut yritysjärjestelyjä, mutta BCE:n johto torjui ehdotuksen. Usea sijoittaja oli vuonna 2007 jälleen kiinnostunut BCE:stä, mutta johto ilmoitti sijoittajille, että yhtiö jatkaisi aikaisemman strategiansa mukaisesti. Loppukeväästä 2007 BCE:n hallitus kuitenkin muutti mielipidettään ja käytännössä yhtiö aloitti aktiivisen tarjousprosessin. Kolme sijoittajaryhmää teki kukin tarjouksen BCE:stä. Kaikki tarjoukset rahoitettaisiin osin velkarahalla ja järjestelyyn kuului, että BCE:n kokonaan omistama tytäryhtiö Bell Canada ottaisi vastuun velasta. BCE:n hallitus valitsi yhden tarjouksen, jota se piti yhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen mukaisena. BCE ja tarjouksen tekijä sopivat yritysjärjestelyn toteuttamisesta ja noin kolme kuukautta myöhemmin BCE:n osakkeenomistajat hyväksyivät järjestelyn 97,93 prosentin äänten enemmistöllä. Yritysosto vaati pääomaa yhteensä noin 52 miljardia dollaria, joista kohdeyhtiö BCE rahoittaisi 38,5 miljardia dollaria. Kohdeyhtiön kokonaan omistama tytäryhtiö Bell Canada takaisi BCE:n ottamasta uudesta velasta noin 30 miljardia dollaria. BCE:n ja Bell Canadan hallitukset koostuivat samoista henkilöistä.[176]

Bell Canada oli aikaisemmin laskenut liikkeelle debentuureja, jotka merkittiin pääasiassa suurten institutionaalisten sijoittajien toimesta. Lainaehdot sisältävässä dokumentissa (*trust idenure*) sallittiin Bell Canadan ottavan lisää velkaa tiettyjen rajoitusten puitteissa, mutta se ei sisältänyt kovenantteja, jotka antaisivat debentuurinhaltijoille mitään oikeuksia, jos määräysvalta Bell Canadassa vaihtuu. Ehdot eivät myöskään sisältäneet kovenantteja, jotka velvoittaisivat säilyttämään debentuurien luottoluokituksen tietyllä tasolla. Kun yritysjärjestely julkistettiin, debentuurien luottoluokitus laski ja niiden markkina-arvo heikkeni noin 20 prosenttia. Debentuurinhaltijat riitauttivat yritysjärjestelyn, joka heidän mukaansa vähentäisi debentuurien arvoa keskimäärin 20 prosentilla samaan aikaan kun järjestely takaisi BCE:n osakkeille niiden markkina-arvoon nähden noin 40 prosentin preemion. Debentuurinhaltijoiden mukaan BCE:n ja Bell Canadan hallituksen jäsenet olivat syrjäyttäneet velkojien edun lainvastaisesti ja tuomioistuimen tulisi kieltää järjestely.[177]

---

[175] *Licht* 2012 s. 612.
[176] *VanDuzer* 2010 s. 208–210.
[177] *VanDuzer* 2010 s. 208–210.

Kanadan korkein oikeus selosti ensin yleisellä tasolla varsin laajasti hallituksen velvollisuuksia. *Peoples*-ratkaisussa esitetyllä tavalla ja yhdenmukaisesti Delawaren lainsäädännön kanssa Kanadassa tunnetaan jaottelu hallituksen jäsenen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuteen (tai ”fidusiaariseen velvollisuuteen”).[178] BCE-ratkaisussa Kanadan korkein oikeus kirjoitti (perustelujen kohta 36) nyansoidusti erikseen yhtäältä fidusiaarisesta velvollisuudesta yhtiötä kohtaan ja toisaalta huolellisuusvelvollisuudesta. Huolellisuusvelvollisuutta ei siis aina nimitetä fidusiaariseksi velvollisuudeksi, koska huolellisuusvelvollisuus liittyy moniin sellaisiinkin oikeussuhteisiin, joita ei voi luonnehtia fidusiaarisiksi. Lojaliteettivelvollisuus sen sijaan on fidusiaarinen velvollisuus, koska se on ominainen fidusiantin ja fidusiaarin väliselle erityissuhteelle.[179]

Fidusiaarisen velvollisuuden sisältöä selventävät perustelulausumat olivat tulkinnanvaraiset, jonkin verran epämääräiset ja sidosryhmäkeskustelun näkökulmasta huomiota herättävät:

> [37] *The fiduciary duty of the directors to the corporation originated in the common law. It is a duty to act in the best interests of the corporation. Often the interests of shareholders and stakeholders are co-extensive with the interests of the corporation. But if they conflict, the directors' duty is clear – it is to the corporation: Peoples Department Stores*.
>
> [38] *The fiduciary duty of the directors to the corporation is a broad, contextual concept. It is not confined to short-term profit or share value. Where the corporation is an ongoing concern, it looks to the long-term interests of the corporation. The content of this duty varies with the situation at hand. At a minimum, it requires the directors to ensure that the corporation meets its statutory obligations. But, depending on the context, there may also be other requirements. In any event, the fiduciary duty owed by directors is mandatory; directors must look to what is in the best interests of the corporation.*

Perusteluissa vahvistettiin, että yhtiöön kohdistuva fidusiaarinen velvollisuus ei sisällä velvollisuutta maksimoida osakkeenomistajien varallisuuden arvo. Näin ratkaisu on ymmärretty myös kanadalaisessa oikeuskirjallisuudessa.[180] Täyttääkseen fidusiaarisen velvollisuutensa yhtiötä kohtaan hallituksen on huolehdittava, että yhtiö selviytyy lakisääteisistä velvoitteistaan. Näin kanadalainen sääntely näyttää vastaavan Delawaren oikeutta, jossa lojaliteettivelvollisuus edellyttää, että yhtiön etua edistetään lainsäädännön asettamissa raameissa. Tuomioistuin vahvisti edelleen *Peoples*-ratkaisun kannanotot fidusiaarisen velvollisuuden sisällön osalta.

---

[178] *VanDuzer* 2010 s. 211.
[179] *Ribstein – Alces* 2007 s. 533 alaviitteineen.
[180] *VanDuzer* 2010 s. 212: ”As a duty to the corporation, the Court ruled that the fiduciary duty is not an obligation to maximize shareholder value.”

> [40] *In considering what is in the best interests of the corporation, directors may look to the interests of, inter alia, shareholders, employees, creditors, consumers, governments and the environment to inform their decisions. Courts should give appropriate deference to the business judgment of directors who take into account these ancillary interests, as reflected by the business judgment rule. The "business judgment rule" accords deference to a business decision, so long as it lies within a range of reasonable alternatives: see Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp. (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.); Kerr v. Danier Leather Inc., [2007] 3 S.C.R. 331, 2007 SCC 44. It reflects the reality that directors, who are mandated under s. 102(1) of the CBCA to manage the corporation's business and affairs, are often better suited to determine what is in the best interests of the corporation. This applies to decisions on stakeholders' interests, as much as other directorial decisions.*

Kanadassa yhtiön etu voi siten sisältää myös muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edut ja hallituksella on itsenäinen harkintavalta sen suhteen, miten eri sidosryhmien etuja tasapainotetaan keskenään in casu. Viime kädessä liiketoimintapäätösperiaate suojaa hallitusta kanteilta.

Perustelut jättävät avoimeksi sen, onko hallituksella pelkästään oikeus vai myös velvollisuus ottaa kaikkien sidosryhmien edut huomioon päätöksenteossaan. Edellä siteerattujen perustelulausumien sanamuodoista voisi päätellä, että kyse on ainoastaan oikeudesta ("directors *may* look to the interests of…"), mutta perustelujen myöhemmissä osuuksissa korkein oikeus kirjoitti ikään kuin kyse olisi velvollisuudesta.[181] Asian arvioinnissa on kiinnitettävä huomiota fidusiaarisen velvollisuuden täytäntöönpanomekanismeihin. Jos sidosryhmillä on mahdollisuus saada hyvitystä oikeudessa, koska heidän etujaan ei ole otettu huomioon hallituksen päätöksenteossa, voitaneen puhua paitsi hallituksen oikeudesta myös velvollisuudesta. CBCA section 241 kuitenkin rajoittaa monien yhtiön ulkopuolisten tahojen oikeutta turvautua oikeuskeinoihin, joten vaikuttaa perustellulta tulkita, että hallituksella on ainoastaan oikeus edistää yritysvastuuta liiketoimintapäätösperiaatteen suojaamana. Hallituksella ei ole velvollisuutta ottaa kaikkien sidosryhmien etuja huomioon päätöksenteossaan, koska tällainen velvollisuus ei ole täytäntöönpantavissa oppression remedy -oikeuskeinon avulla.[182] Perustelut ovat ristiriitaiset ja vaikeatulkintaiset[183], mutta niitä lienee johdonmukaisinta tulkita niin, ettei hallituksella ole velvollisuutta huolehtia sidosryhmien eduista, vaan ainoastaan oikeus ottaa ne huomioon päätöksenteossaan. Kanadalaisessa kirjallisuudessa on tulkittu, että liiketoimintapäätösperiaate suojaisi hallitusta siinäkin tapauksessa, että sillä tulkittaisiin olevan velvollisuus ottaa kaikkien sidosryhmien edut huomioon.[184]

---

[181] *Iacobucci* 2009 s. 244; *VanDuzer* 2010 s. 213.
[182] *Rojas* 2014 s. 85–86.
[183] *MacIntosh* 2009 s. 259.
[184] *Iacobucci* 2009 s. 244.

Selvennettyään fidusiaarisen velvollisuuden sisältöä Kanadan korkein oikeus selosti laajasti yhtiön sidosryhmien käytössä olevia oikeuskeinoja, jotka perustuvat osin common law'n periaatteisiin, osin Canada Business Corporation Actiin (CBCA). Tapauksessa ei ollut kyse derivatiivisesta kanteesta, vaan itsenäisen *oppression remedy* -oikeuskeinon käytöstä.

Korkein oikeus erotti yleisellä tasolla toisistaan fidusiaarisen velvollisuuden ja CBCA section 241:n tarjoaman oppression remedy -oikeuskeinon. Fidusiaarinen velvollisuus suojaa vain yhtiötä ja sen täytäntöönpanomekanismi on derivatiivinen kanne, jonka voivat nostaa tuomioistuimen luvalla paitsi osakkeenomistajat myös muiden sidosryhmien edustajat. Oppression remedy liittyy sen sijaan sidosryhmien omiin intresseihin. Jaottelu on ensi näkemältä selvä. Jäljempänä perusteluista käy kuitenkin ilmi, että fidusiaarinen velvollisuus voi vaikuttaa merkittävästi siihen, onko sidosryhmän edut syrjäytetty siten kuin CBCA section 241:n soveltaminen edellyttää.[185] Perusteluissa todettiin nimenomaisesti, että fidusiaarinen velvollisuus ja sen "fair treatment" -komponentti ovat olennaisessa osassa oppression remedy -oikeuskeinon soveltamisharkinnassa (perustelujen kohta 36).

Debentuurinhaltijat vetosivat ensin Canada Business Corporation Act section 241:n antamaan suojaan. Oppression remedy on useiden sidosryhmien käytössä, jos yhtiö tai sen hallitus syrjäyttää sidosryhmän edustajan omat lailliset tai kohtuulliset intressit.

> [45] *Unlike the derivative action, which is aimed at enforcing a right of the corporation itself, the oppression remedy focuses on harm to the legal and equitable interests of stakeholders affected by oppressive acts of a corporation or its directors. This remedy is available to a wide range of stakeholders — security holders, creditors, directors and officers*.

Oppression remedy tähtää siten sidosryhmiin välittömästi kohdistuvien loukkausten hyvittämiseen. Debentuurinhaltijoiden toisena perusteena oli Canada Business Corporation Act section 192. Tämän lainkohdan nojalla tuomioistuin voi hakijan pyynnöstä kieltää yritysjärjestelyn:

> [46] *Additional "remedial" provisions are found in provisions of the CBCA providing for court approval in certain cases. An arrangement under s. 192 of the CBCA is one of these. While s. 192 cannot be described as a remedy per se, it has remedial-like aspects. It is directed at the situation of corporations seeking to effect fundamental changes to the corporation that affects stakeholder rights. The Act provides that such arrangements require the approval of the court. Unlike the civil action and oppression, which focus on the conduct of the directors, a s. 192 review requires a court approv-*

[185] *VanDuzer* 2010 s. 214.

ing a plan of arrangement to be satisfied that: (1) the statutory procedures have been met; (2) the application has been put forth in good faith; and (3) the arrangement is fair and reasonable. If the corporation fails to discharge its burden of establishing these elements, approval will be withheld and the proposed change will not take place. In assessing whether the arrangement should be approved, the court will hear arguments from opposing security holders whose rights are being arranged. This provides an opportunity for security holders to argue against the proposed change.

Toisena oikeusasteena riitaan kantaa ottanut valitustuomioistuin (The Court of Appeal for Quebec) oli kieltänyt yritysjärjestelyn CBCA section 192:n perusteella. Se piti CBCA section 192:n ja CBCA section 241:n sisältöjä päällekkäisinä, joten erikseen ei tarvinnut arvioida, tuliko kantajien vaatimukset hyväksyä CBCA section 241:n perusteella. Korkein oikeus ei kuitenkaan hyväksynyt näkemystä ja tutki kanteen erikseen CBCA section 192:n ja CBCA section 241:n nojalla.

CBCA section 241 eli oppression remedy suojaa yhtiön sidosryhmien kohtuullisia odotuksia siitä, että heitä kohdellaan reilusti:

[64] *– – The corporation and shareholders are entitled to maximize profit and share value, to be sure, but not by treating individual stakeholders unfairly. Fair treatment – the central theme running through the oppression jurisprudence – is most fundamentally what stakeholders are entitled to "reasonably expect".*

Tuomioistuimen perustelut indikoivat, ettei CBCA section 241:n soveltamisala rajoitu ainoastaan tilanteisiin, joissa sidosryhmän edustajan lainmukaiset oikeudet on syrjäytetty, vaan lainkohdan nojalla voi saada hyvitystä myös oikeudenmukaisuus- tai reiluusperusteella (perustelujen kohta 71). Kyse on korostuneen tilanneherkästä oikeudenmukaisuusharkinnasta, joka jättää tuomioistuimelle paljon liikkumavaraa. Jos yhtiön oma etu ja sidosryhmän etu eivät osu yksiin, hallituksen fidusiaarinen velvollisuus edellyttää, että yhtiön etu asetetaan edelle (perustelujen kohta 81).

[82] *The cases on oppression, taken as a whole, confirm that the duty of the directors to act in the best interests of the corporation comprehends a duty to treat individual stakeholders affected by corporate actions equitably and fairly. There are no absolute rules. In each case, the question is whether, in all the circumstances, the directors acted in the best interests of the corporation, having regard to all relevant considerations, including, but not confined to, the need to treat affected stakeholders in a fair manner, commensurate with the corporation's duties as a responsible corporate citizen.*

[84] *There is no principle that one set of interests – for example the interests of shareholders – should prevail over another set of interests. Everything depends on the particular situation faced by the directors and whether, hav-*

ing regard to that situation, they exercised business judgment in a responsible way.

Tuomioistuimen retoriikkaa on vaikea selittää yhtiöoikeudellisten teorioiden kontekstissa. Yhtiö tunnustettiin erillisenä intressitahona ja vastuullisena yrityskansalaisena, eivätkä osakkeenomistajien edut ole automaattisesti määrääviä hallituksen päätöksenteossa. Tämä johtopäätös on tehty myös kanadalaisessa oikeuskirjallisuudessa.[186] Toisaalta on sanottu, ettei ratkaisusta voi päätellä suoraviivaisesti, että Kanadan korkein oikeus olisi omaksunut esimerkiksi *Blairin* ja *Stoutin* team production -teorian. Näin siitä huolimatta, että ratkaisu merkitsi selvää käännettä pois shareholder primacy -ajattelusta.[187] Kanadan osakeyhtiölainsäädännön poikkeamista shareholder primacy -ajattelusta korostaa myös se seikka, että muillakin tahoilla kuin osakkeenomistajilla on mahdollisuus pyytää tuomioistuimelta lupaa derivatiivisen kanteen ajamiseen. Osakkeenomistajakeskeiseen yhtiöoikeusteoriaanhan kuuluu ajatus, jonka mukaan osakkeenomistajilla residuaaliriskin ja -tuoton haltijoina on eniten hävittävää ja voitettavaa yhtiön toiminnassa, joten heillä on vahvin intressi valvoa, että johto tekee työnsä hyvin. Näin ollen myös oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen kuuluisi teorian mukaan yksinomaan osakkeenomistajille.[188]

Riidassa oli BCE:n puolelta vedottu muun ohella Delawaren *Revlon*-doktriiniin, jonka mukaan määrätyissä olosuhteissa hallituksen tulee ottaa huomioon ainoastaan osakkeenomistajien etu. Kanadan korkein oikeus hylkäsi Revlon-doktriinin selvin sanankääntein (perustelujen kohta 87). Se tukeutui myös Delaware Supreme Courtin entisen tuomarin oikeuskirjallisuudessa[189] esittämään käsitykseen, jonka mukaan hallituksen fidusiaarinen velvollisuus kohdistuu yhtiöön, ei osakkeenomistajiin. Kyseisen näkemyksen mukaan yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastaminen on useimmissa tapauksissa ongelmatonta, koska yleensä se, mikä on hyväksi yhtiölle, on ”derivatiivisesti” hyväksi myös osakkeenomistajille. Aina näin ei kuitenkaan ole. BCE-ratkaisulla nähtävästi vahvistettiin, että Kanadan oikeudessa osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia edistävä päätös voi olla liiketoimintapäätösperiaatteen suojaama, mutta velvollisuus edistää yhtiön etua ei tarkoita, että hallituksen *täytyy* edistää kyseistä päämäärää kaikissa olosuhteissa. Ratkaisussa kohdeyhtiö oli epäilemättä siirtynyt delawarelaisittain Revlon-moodiin, koska hallitus oli aloittanut aktiivisen tarjousprosessin, mutta korkeimman oikeuden mukaan Kanadassa

---

[186] *VanDuzer* 2010 s. 258: ”So while the Court *has rejected shareholder primacy* as an element of the fiduciary duty, the practical ability of shareholders and some creditors to bring oppression claims and, with leave of the court, derivative actions may well encourage directors and officers to put their interests first.” Ks. myös *Waitzer – Jaswal* 2009 s. 460.

[187] *Rojas* 2014 s. 69.

[188] Ks. näistä yleisistä näkökohdista esim. *Keay* 2011 s. 63–64.

[189] *Veasey – Di Guglielmo* 2005 s. 1431.

vallitsee erilainen oikeudellinen standardi kuin Delawaressa.[190] BCE-ratkaisun perusteella näyttää siltä, ettei yhtiön etua tulkita yritysjärjestelytilanteissa jonkin erityisstandardin valossa.[191]

Tuomioistuin päätyi siihen, ettei kanne ollut hyväksyttävissä CBCA section 241:n säännösten nojalla. Debentuurinhaltijoiden intressit oli huomioitu riittävästi hallituksen päätöksenteossa (kohdat 103–106). Hallitus oli varmistanut, että debentuurinhaltijoiden sopimuksiin perustuvia laillisia oikeuksia ei loukattaisi. Hallituksella ei ollut velvollisuutta varmistaa, että debentuurien markkina-arvo ja luottoluokitus eivät muuttuisi siten kuin ne tekivät. Erityistä huomiota kiinnitettiin siihen, että BCE oli kilpailuttanut tarjouksia, eikä debentuurinhaltijoiden asema ilmeisesti olisi parantunut, vaikka hallitus olisi valinnut jonkin toisen tarjouksen kuin se lopulta valitsi (kohta 106).

> [112] *The best interests of the corporation arguably favoured acceptance of the offer at the time. BCE had been put in play, and the momentum of the market made a buyout inevitable. The evidence, accepted by the trial judge, was that Bell Canada needed to undertake significant changes to continue to be successful, and that privatization would provide greater freedom to achieve its long-term goals by removing the pressure on short-term public financial reporting, and bringing in equity from sophisticated investors motivated to improve the corporation's performance. Provided that, as here, the directors' decision is found to have been within the range of reasonable choices that they could have made in weighing conflicting interests, the court will not go on to determine whether their decision was the perfect one.*

Perustelut viestivät vahvan liiketoimintapäätösperiaatteen soveltamisesta.[192] Kiinnostavaa ratkaisussa on se, että lopputulos oli BCE:n osakkeenomistajille suotuisa, vaikka tuomioistuimen perustelut olivat monin paikoin vastakkaisia osakkeenomistajakeskeisen yhtiöoikeusajattelun perusteeseille. Kyse ei kuitenkaan ole ristiriidasta tuomioistuimen perusteluissa, vaan yksinkertaisesti siitä, että hallitus oli tehnyt osakkeenomistajille suotuisan päätöksen, jota liiketoimintapäätösperiaate suojasi. Ratkaisusta ei voi päätellä, että laki pakottaa hallituksen tekemään kaikissa olosuhteissa juuri sellaisen päätöksen, joka maksimoi osakkeenomistajien taloudellisen hyödyn. Vaikka hallitus valitsisi osakkeen-

---

[190] *VanDuzer* 2010 s. 247 saattaa tulkita tältä osin sekä *BCE*-ratkaisua että *Revlonia* osittain eri tavalla kuin itse teen. Hänen mukaansa Kanadan korkein oikeus *hyväksyi* Revlonin, jonka sisältö olisi se, etteivät tuomioistuimet kyseenalaista hallituksen pyrkimystä maksimoida osakkeenomistajien varallisuuden arvo, kun yhtiöön kohdistuu vihamielinen valtausyritys *ja* määräysvallan vaihtuminen on väistämätöntä. Itse tulkitsen Revlonia niin, ettei Delaware Supreme Court ainoastaan oikeuttanut hallitusta maksimoimaan osakkeenomistajien varallisuuden arvoa, vaan myös edellytti tätä. Kanadan korkein oikeus näyttää joka tapauksessa hylänneen Revlon-velvollisuuden.

[191] *VanDuzer* 2010 s. 247.

[192] *VanDuzer* 2010 s. 258.

omistajia vähemmän hyödyttävän päätöksen, se toimisi ilmeisesti useimmissa tapauksissa edelleen lain sallimalla tavalla yhtiön edun mukaisesti. Tähän viittaavat ratkaisun useat perustelulausumat, joissa nimenomaisesti sallitaan hallituksen punnitsevan päätöksensä vaikutuksia useiden sidosryhmien kannalta. Epäilemättä yhtiön edun tarkka sisältö jäi tulkinnanvaraiseksi tässäkin ratkaisussa.

Tuomioistuin otti vielä erikseen kantaa siihen, oliko sillä syytä evätä yritysjärjestely CBCA section 192:n perusteella. Ratkaisun lopputulos oli, etteivät debentuurinhaltijat olleet osoittaneet sellaista haittaa, jota CBCA section 241:ssa tarkoitetaan, eikä tuomioistuimella myöskään ollut syytä olla hyväksymättä yritysjärjestelyä CBCA section 192:n nojalla.

5.2.4 Kanadan oikeuskirjallisuudessa esitettyjä näkemyksiä

Peoples-ratkaisua on arvosteltu kirjallisuudessa melko paljon. *Lee* on pitänyt korkeimman oikeuden asettumista pluralistisen yhtiöintressin kannalle hyvänä asiana, mutta hän ei ole vakuuttunut ratkaisun perusteluista. Tuomioistuimen käsitys, jonka mukaan pluralistisella yhtiöintressillä oli jonkinlainen vakiintunut tuki aikaisemmassa oikeuskäytännössä, oli ilmeisesti virhepäätelmä. On myös huomattava, että yhtiöintressin tulkinnan osalta *Teck*-ratkaisun perusteluja on pidetty pelkästään sivumennen lausuttuna (*obiter dictum*). Leen mukaan *Peoples*-ratkaisun lopputulos olisi ymmärrettävä, jos aikaisempi oikeustila olisi ollut selvästi sellainen kuin tuomioistuin oletti. Kun oikeustila oli kuitenkin epäselvä, yhtiön edun ympärillä käydyn normatiivisen debatin jättäminen lähinnä maininnan varaan oli hänen mielestään kyseenalaista.[193]

Kritiikistä huolimatta *Peoples* on saanut myös kiitosta. On todettu, että ratkaisu antaa hallituksen jäsenille juuri sen joustovaran, jonka he päätöksenteossaan tarvitsevat.[194] Korkeimman oikeuden sidosryhmäystävällinen retoriikka kuuluu pääasiallisesti perustelujen diktaan, mutta yhtä kaikki näyttää siltä, että hallituksen jäsenillä on Kanadassa jonkin verran delawarelaisten yhtiöiden kollegoja laajemmat mahdollisuudet edistää muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etuja yhtiöintressin ja liiketoimintapäätösperiaatteen suojissa.

Myös BCE-ratkaisu on saanut sekä kiitosta että arvostelua. *VanDuzerin* mukaan korkein oikeus selvensi monia hallituksen jäsenten velvollisuuksiin liittyviä kysymyksiä yritysostotilanteessa. Ratkaisun uutuusarvo on siinä, että korkein oikeus omaksui ilmeisesti ensimmäistä kertaa nimenomaisesti liiketoimintapäätösperiaatteen. Toisaalta ratkaisussa on nähty useita ongelmia.[195]

---

193 *Lee* 2005c erityisesti s. 213–216, 220.
194 *Lee* 2006b s. 26.
195 *VanDuzer* 2010 s. 205–208, 226.

Kirjallisuudessa esitetty kritiikki voidaan luokitella neljään pääargumenttiin: yhtiöintressin epämääräisyys, normatiivisen debatin sivuuttaminen, erityisolosuhteiden vaikutuksen selventämättä jättäminen ja yhtiöintressin epäselvä suhde täytäntöönpanomekanismeihin.

Ennen *Peoples*- ja *BCE*-ratkaisuja oikeustila oli hyvin epäselvä yhtiöintressin sisällön suhteen. Ulkomaisiin tuomioistuinratkaisuihin vedoten oli esitetty, että yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia.[196] Aikaisempien vuosikymmenten klassikkoratkaisussa *Teck* korkein oikeus oli jättänyt avoimeksi, oliko hallituksella oikeus edistää muiden sidosryhmien etua ainoastaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin puitteissa (eräänlainen versio valistuneesta arvonmaksimoinnista) vai myös osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin *kustannuksella*.[197] *Parke*-ratkisu puolestaan oli kannanotto osakkeenomistajakeskeisen ajattelun puolesta.[198] *Peoples* ja *BCE* tarkoittivat kuitenkin pluralistisen yhtiöintressin hyväksymistä. *VanDuzerin* mukaan ratkaisut toivat kaivattua selvennystä, mutta korkeimman oikeuden tulkinta ei ole ongelmaton.[199] Ratkaisun kenties suurimpana ongelmana on pidetty nimenomaan siinä omaksuttua yhtiön edun tulkintaa. Korkeimman oikeuden kannanotot yhtiön edun sisällöstä eivät ohjeista hallitusta siinä, miten sen tulee toimia. Se asetti lähinnä kaksi selkeää vaatimusta: mitään sidosryhmää ei tule kohdella epäoikeudenmukaisesti (*unfairly*) ja päätösten tulee olla linjassa eräänlaisen ”hyvän yhtiökansalaisen” toimien kanssa.[200]

Pluralistista yhtiöintressiä on vaikea soveltaa käytännössä. *Peoples*- ja *BCE*-ratkaisut eivät juuri selvennä fidusiaarisen velvollisuuden sisältöä siitä, mitä CBCA 122 (1)(a):n sanamuodossa todetaan. Tuomioistuimen tulkintaa on pidetty kaiken kaikkiaan avoimena ja epämääräisenä. Ratkaisusta voidaan tehdä sellainen johtopäätös, että yhtiöllä on vastuita ympäröivää yhteiskuntaa kohtaan.[201]

VanDuzer pitää osakkeenomistajien etuja korostavan monistisen yhtiöintressin hyvänä puolena sen selkeyttä. Se tarjoaa selvän mittapuun hallituksen toiminnan arvioimiseksi. Valistuneen arvonmaksimoinnin ajatuksella puolestaan varmistetaan, että myös muiden sidosryhmien edut tulevat huomioon otetuiksi. Edelleen *VanDuzer* viittaa standardiargumentteihin eli osakkeenomistajalle kuuluvaan residuaaliriskiin ja -tuottoon sekä muiden sidosryhmien mahdollisuuteen turvata asemansa sopimusteitse. Toisaalta hän on huomioinut useita argumentteja, joita normatiivisessa debatissa on esitetty pluralistisen yhtiöint-

---

196 *VanDuzer* 2010 s. 235–236 ja siinä esitetyt laajat viittaukset aikaisempaan oikeuskäytäntöön ja oikeuskirjallisuuteen.
197 *Iacobucci* 2009 s. 240.
198 *VanDuzer* 2010 s. 246.
199 *VanDuzer* 2010 s. 236.
200 *VanDuzer* 2010 s. 234–235.
201 *VanDuzer* 2010 s. 237.

ressin puolesta. *VanDuzer* korostaa, ettei hänen kritiikkinsä tarkoituksena ole ratkaista yhtiön etuun liittyvää ikuisuusarvoitusta vaan osoittaa, että tulkinnoilla on merkittäviä yhteiskunnallisia ja taloudellisia vaikutuksia. Korkein oikeus jätti kuitenkin käyttämättä tilaisuutensa osallistua keskusteluun. Lisäksi tuomioistuin hankaloitti yhtiöiden ja niiden neuvonantajien työtä, kun se jätti korostuneen avoimeksi, mitä yhtiön etu edellyttää hallituksen jäseniltä.[202]

Myös *Iacobucci* näkee BCE-ratkaisussa sekä vahvuuksia että heikkouksia. *VanDuzerin* tavoin hän kohdistaa kritiikkinsä siihen, että johdon fidusiaarinen velvollisuus kohdistetaan yhtiöön itsessään. Käsitys osakeyhtiöstä itsenäisenä intressitahona on Iacobuccin mukaan epämääräinen ja irrationaalinen. Tältä osin Iacobucci viittaa käytännössä suoraan yrityksen määritelmään, jonka *Jensen* ja *Meckling* esittelivät 1970-luvulla: ”*The corproation is a legal fiction that serves as a nexus for stakeholders seeking to enter into contractual or quasi-contractual relations with one another. – – to speak of a legal fiction that is the corporation as having 'best interests' is nonsensical. A legal fiction does not have welfare gains or losses that we care about.*” Kärjistävässä vertauksessaan hän toteaa, ettei linja-autokuskinkaan voi edellyttää toimivan ”linja-auton edun” mukaisesti, jos osa matkustajista haluaa viihdyttävän ja nopean matkan, osa taas rauhallisen ja turvallisen matkan. Yhtiöoikeudellisessa keskustelussa johdon velvollisuudet tulisi kohdistaa ”yhtiön” sijaan sen sidosryhmiin tai tiettyyn sidosryhmään. Linja-autokuskin puolestaan tulisi olla huolissaan linja-auton sijaan sen matkustajista. Iacobucci arvostelee ankarasti myös korkeimman oikeuden näkemystä, jonka mukaan sidosryhmän ja yhtiön välillä voisi olla intressiristiriitoja. Hänen mukaansa vain yhtiön sidosryhmien välillä voi olla intressiristiriitoja. Korkeimman oikeuden formuloima fidusiaarinen velvollisuus ei ohjaa hallituksen jäseniä, muita markkinatoimijoita ja niiden neuvonantajia sen suhteen, mitä niiden tulisi tehdä.[203] *Iacobucci* arvostelee edelleen yhtiön oman edun käyttämistä intressiristiriitojen ratkaisukeinona, koska se hämärtää käsitystämme siitä, miten todelliset intressiristiriidat ratkaistaan. Jos yhtiön sidosryhmien intressit olisivat yhdenmukaiset, olisi ongelmatonta todeta, että johdon on toimittava yhtiön edun mukaisesti. Sidosryhmien välillä on kuitenkin intressiristiriitoja, eikä niitä voi ratkaista viittaamalla yhtiöentiteetin etuun.[204]

Toiseksi ratkaisua on arvosteltu siitä, että korkein oikeus ei tarkentanut kannanottonsa taustalla olevaa oikeuspoliittista tai teoreettista ideaalia.[205] Samalla on todettu, ettei siinä huomioitu yhtiön olemuksesta ja yhtiön edusta käytyä

---

[202] *VanDuzer* 2010 s. 239–243.
[203] *Iacobucci* 2009 s. 235–236, 241.
[204] *Iacobucci* 2009 s. 236.
[205] *VanDuzer* 2010 s. 237–238: ”The content of the fiduciary duty would have been illuminated if the court had provided a policy-based rationale for its pluralist vision for the fiduciary duty. Unfortunately, the Court does not provide any justification of this kind.”

vuosikymmenten pituista kansainvälistä debattia. BCE-ratkaisussa korkein oikeus ei viitannut sen enempää kanadalaiseen kuin yhdysvaltalaiseen oikeuskirjallisuuteen, vaan tyytyi omiin aikaisempiin kannanottoihinsa *Peoples*-ratkaisussa.[206]

Kolmas kritiikin aihe on se, ettei korkein oikeus täsmentänyt, miten hallituksen jäsenten fidusiaarinen velvollisuus käyttäytyy erityisolosuhteissa, kuten yhtiön lähestyessä maksukyvyttömyyttä tai määräysvallan vaihtuessa. *Peoples*-ratkaisussa tuomioistuin oli todennut, ettei ainakaan maksukyvyttömyysskenaario vaikuta velvollisuuden sisältöön. *BCE*-ratkaisussa se puolestaan totesi, että erityisolosuhteet vaikuttavat, muttei täsmentänyt asiaa sen tarkemmin. Näyttää siltä, että määräysvallan vaihtuessa velvollisuus ei poikkea mitenkään siitä, mitä se tarkoittaa normaaliolosuhteissa.[207]

Neljäntenä ongelmana on nostettu esiin täytäntöönpanoon ja oikeuskeinoihin liittyvät kysymykset. *VanDuzerin* mukaan korkein oikeus ei analysoinut, miten pluralistinen yhtiöintressi sovitetaan yhteen osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien käytössä olevien oikeuskeinojen kanssa. Ratkaisun perusteella näyttää teoriassa siltä, että kaikkien sidosryhmien intressit ovat yhtä arvokkaita yhtiön edun näkökulmasta, mutta kaikilla sidosryhmillä ei ole käytännössä yhtäläistä oikeutta vedota oppression remedy -oikeuskeinoon tai nostaa derivatiivista kannetta. Aikaisemmassa oikeuskäytännössä lähinnä osakkeenomistajat ja eräät velkojat ovat saaneet mahdollisuuden turvautua oikeuskeinoihin. Yhtiön edun materiaalisen sisällön ja oikeuskeinojen epäselvä suhde voi vaikuttaa siihen, ettei korkeimman oikeuden tarkoitus lisätä hallitusten vastuuta yhtiön kaikkia sidosryhmiä kohtaan tule toteutumaan.[208] Yhtiön edun jättäminen epämääräiseksi, vahvan liiketoimintapäätösperiaatteen soveltaminen ja fidusiaarisen velvollisuuden täytäntöönpanoon liittyvät rajoitukset tekevät hallituksesta vähemmän vastuullisen ketään kohtaan.[209]

Kaiken kaikkiaan korkeimman oikeuden tulkintalinjaa on pidetty tarpeettoman hallitusystävällisenä, eli se korostaa liikaa hallituksen valtaa vastuun kustannuksella. Lopputulos voi siten olla se, että hallituksen jäsenille syntyy *BCE*:n jälkeen entistä paremmat mahdollisuudet verhota oman edun tavoittelu pluralistisen yhtiöintressin edistämiseen.[210] Tämä riski konkretisoituu myös määräysvallan vaihtuessa, eli *BCE* antaa hallitukselle pitkälti vapaat kädet yritysvaltauskontekstissa. Ennakkopäätös antaisi siten hallitukselle mahdollisuuden torjua yritysvaltauksia sillä perusteella, ettei määräysvallan vaihtuminen

---

206 *VanDuzer* 2010 s. 238. Ks. myös *Troy* 2009 s. 285–288.
207 *VanDuzer* 2010 s. 244–248.
208 *VanDuzer* 2010 s. 248–252, 257–258.
209 *VanDuzer* 2010 s. 227–228.
210 *VanDuzer* 2010 s. 258.

ole kaikkien sidosryhmien etujen mukaista.[211] *MacIntoshin* mukaan ratkaisu antaa epärehellisille hallituksen jäsenille vapaat kädet hoitaa tehtävänsä huonosti. Hallituksen jäsenille ja tuomareille jää mahdollisuus edistää jopa poliittisia preferenssejään. *MacIntosh* runtelee korkeinta oikeutta *Iacobucciakin* kovempaa, koska hänen mielestään sekä *Peoples* että *BCE* sivuuttivat aikaisemman oikeuskäytännön eli ratkaisut olivat *per incuriam*.[212] *MacIntoshin* mukaan *Peoples* ja *BCE* sekoittivat käytännössä koko yhtiöoikeuden kentän. Ratkaisuissa sivuutettiin hänen näkemyksensä mukaan vuosisatoja vanhat osakeyhtiöoikeuden ”universaalit perusperiaatteet”.[213]

5.2.5 Kirjallisuudessa esitetyn kritiikin analyysiä

BCE-ratkaisua kohtaan esitetty kritiikki perustuu paljolti tutkimuksen alkupuolella käsiteltyihin standardiargumentteihin. Kanadan oikeuskirjallisuudessa esitettyjä kriittisiä huomioita voitaisiin tarkastella samalla tavalla kaikkien yhtiöoikeudellisten järjestelmien konteksteissa.

Yhtiön oman edun epämääräisyyttä kohtaan esitetty kritiikki ei ole loppuun asti johdonmukaista. On mahdollista, ettei yhtiön etua pysty määrittelemään yleisellä tasolla paljoakaan tarkemmin kuin Kanadan korkein oikeus teki. Yhtiön etu voitaisiin vaihtoehtoisesti määritellä kaikkien osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinniksi ja väistää yritysvastuuproblematiikka viittaamalla valistuneeseen arvonmaksimointiin. Tällaisen määritelmän käytännön seuraukset eivät välttämättä poikkeaisi siitä, että yhtiön etu määritellään vain yleisesti yhtiön omaksi eduksi, koska valistunut arvonmaksimointi antaa käytännössä hallitukselle stakeholder-malleja vastaavan mahdollisuuden poiketa osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin tähtäävästä päätöksenteosta ilman henkilökohtaista vastuuriskiä.[214]

Yhtiön edun määritteleminen osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinniksi ei mahdollisesti lopulta johtaisi käytännössä erilaiseen tulokseen kuin Kanadan korkeimman oikeuden tulkinta, jonka mukaan hallituksen fidusiaarinen velvollisuus kohdistuu yhtiöön entiteettinä. *Iacobucci* mainitsee esimerkkinä

---

[211] *Iacobucci* 2009 s. 253–254.
[212] *MacIntosh* 2009 s. 256–257.
[213] *MacIntosh* 2009 s. 272: ”Ideed, the court contradicts not only its own prior (and recent) authority, but basic and universally accepted principles of corporate law extending back over a hundred years.”
[214] Ks. myös *Lee* 2005c s. 221: ”In light of the ease with which consideration of non-shareholder interests can be rationalized in terms of benefits to the shareholders ’in the long run’, and courts’ reluctance to second-guess management’s business judgement, it is not clear that management is significantly constrained even by a legal rule that reduces the ’best interests of the corporation’ to the interests of the shareholders.”

hallituksen päätöksen jatkaa pienessä kaupungissa sijaitsevan kannattamattoman tuotantoyksikön toimintaa. Fidusiaarinen velvollisuus ei välttämättä estäisi tällaisen päätöksen tekemistä, koska päätökselle voitaisiin esittää useita perusteita osakkeenomistajien edun näkökulmasta: kannattamattomuus voi olla vain väliaikaista, toiminnan jatkaminen parantaisi muualla sijaitsevien yksiköiden työntekijöiden työmoraalia ja ratkaisu toisi yhtiölle myönteistä julkisuutta. Liiketoimintapäätösperiaatteen ansiosta hallitus voi varsin vapaasti ottaa huomioon kaikkien sidosryhmien edut riippumatta siitä, miten yhtiön etu määritellään. Toisaalta jos hallitus syyllistyy oman edun tavoitteluun, sen toimet voidaan tulkita yhtiön edun vastaisiksi riippumatta siitä, rinnastetaanko yhtiön etu osakkeenomistajien vai muidenkin sidosryhmien etuun.[215]

Vaikka shareholder primacy -teoriaa on pidetty suositeltavana sen selkeyden takia, kansainvälisessä tutkimuskirjallisuudessa huomautetaan usein, ettei teoria tosiasiassa kerro hallituksen jäsenille kovin tarkkaan, miten heidän tulee toimia. Jäljelle jää varsin yleisluonteinen ohje, jonka mukaan hallituksen tulee tehdä parhaansa osakkeenomistajien hyväksi.[216] On vaikeaa todentaa empiirisesti, onko hallitus toiminut tällaisen velvollisuuden mukaisesti vai ei.[217] Kokoavana päätelmänä voidaan esittää, että ratkaisukriteerit ”yhtiön etu”, ”osakkeenomistajien yhteinen etu” ja ”osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi” sumuttavat silmämme siltä, mihin intressiristiriidan ratkaisu on tosiasiassa perustunut. Tämä voi olla osoitus siitä, ettei ole ylipäätään tuomioistuimen tehtävä kertoa, miten jokainen kuviteltavissa oleva päätöksentekotilanne on ratkaistava. Päätösvalta siitä, miten yhtiön sidosryhmien väliset intressiristiriidat ratkaistaan in casu, kuuluu yhtiön hallitukselle.

Delawaren prejudikatuuria on tulkittu niin, että tuomioistuimet jättäytyvät kenties tietoisesti agnostikoiksi yhtiön edun suhteen. Kaikissa kritiikeissä ei ole huomioitu sitä, että tuomioistuimen ratkaisu tyytyä yleisluonteiseen määritelmään ja olla viittaamatta teorioihin ja oikeuspolitiikkaan saattaa olla tietoisen harkittu ratkaisu. Kvalifioituja väärinkäytöstapauksia lukuun ottamatta tuomioistuimen tehtävänä ei ole kertoa hallitukselle, mitä yhtiön etu edellyttää. Kun *BCE*:tä lukee yhdessä *Peoplesin* kanssa, näyttää siltä, että Kanadan korkein oikeus on ollut tietoinen oikeuskirjallisuudessa käydystä keskustelusta. *Peoples*-ratkaisun pohdinnat residuaalioikeuksien haltijan asemasta maksukyvyttömyysskenaariossa ja sen ulkopuolella viittaavat myös siihen, että korkein oikeus on ollut ainakin jollain tasolla tietoinen yhtiön edun tulkinnassa käytet-

---

[215] *Iacobucci* 2009 s. 242–243.

[216] Ks. *Keay* 2011 s. 57 ja siinä mainitut lähteet.

[217] *Iacobucci* 2009 s. 237: ”It would be hard to say as an empirical matter whether a certain act complied with alternative views of fiduciary duty, such as the view that directors must act in the best interests of shareholders, or must act to increase the aggregate value of the corporation to stakeholders as a whole.”

tävistä taustateorioista, mutta se on pysynyt perinteisellä yhtiöoikeudellisella kannalla ja viitannut vain yleisluonteisesti yhtiön etuun.[218]

Kanadalaisessa oikeuskirjallisuudessa BCE-ratkaisua on tulkittu niin, että prejudikaattituomioistuin poikkesi sekä shareholder primacy -että stakeholder-teorioista.[219] Ratkaisusta on kuitenkin sanottu myös, että se perustuu entiteettiteorian ja erillisen yhtiöintressin hyväksymiseen, mikä käy suoraan ilmi perusteluista.[220] *Rojas* nostaa esiin myös sen huomionarvoisen näkökohdan, että BCE-ratkaisu annettiin vuoden 2008 lopulla, jolloin finanssikriisin syiden ja seurausten puinti oli intensiivistä. Kanadan korkein oikeuskin lienee ollut tietoinen yleisestä käsityksestä, jonka mukaan julkisten yhtiöiden corporate governance -järjestelmä oli epäonnistunut.[221] Näissä olosuhteissa kritiikitön sitoutuminen osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun olisi voinut olla virhe. *Rojas* päättelee, että Kanada näyttää sitoutuneen määrittelemättömään teoriaan osakeyhtiöstä.[222]

Kritiikissä nostettiin esiin myös se, ettei korkein oikeus täsmentänyt, miten fidusiaarinen velvollisuus käyttäytyy erityisolosuhteissa, kuten maksukyvyttömyyden uhatessa yhtiötä tai määräysvallan vaihtuessa. Korkein oikeus totesi *Peoples*-ratkaisussa, ettei yhtiön ajautuminen maksukyvyttömyyden partaalle (*vicinity of insolvency*) vaikuta velvollisuuden sisältöön, ja *BCE*-ratkaisussa puolestaan, ettei yritysjärjestelykontekstikaan edellytä normaalista poikkeavaa arviointia. Kanadan oikeus ei siten tällä hetkellä tunnusta *Revlon*-velvollisuutta. Korkeimman oikeuden perustelut voidaan ymmärtää *Iacobuccin* esittämällä tavalla niin, että taloudelliset olosuhteet vaihtuvat, mutta fidusiaarinen velvollisuus ei: se kohdistuu kaikissa olosuhteissa vain ja ainoastaan yhtiöön.[223]

Vielä voidaan esittää muutamia huomioita pluralistisen yhtiöintressin ja oikeuskeinojen hankalasta suhteesta. *Iacobucci* tulkitsee *BCE*-ratkaisua niin, että osakkeenomistajien ohella on laaja joukko muitakin sidosryhmiä (”*employees, customers, suppliers, government and the environment, to name a few*”), jotka voivat olla oikeutettuja derivatiivisen kanteen nostamiseen.[224] *MacIntoshin*[225] mukaan *Peoples* ja *BCE* tekevät ylipäätään vaikeaksi hahmottaa, miten yhtiölle yhtiön edun vastaisesti aiheutettu vahinko identifioidaan, koska yhtiön etu ei

---

[218] Ks. myös *Lee* 2005c s. 219, jonka mukaan *Peoples*-ratkaisun perustelut osoittavat, että korkein oikeus on ollut tietoinen eri teorioiden yhteydessä usein esitetyistä argumenteista, mutta se ei arvioinut niiden kantovoimaa.
[219] Ks. *Rojas* 2014 s. 59 ja siinä esitetyt laajat viittaukset kanadalaiseen oikeuskirjallisuuteen.
[220] *Rojas* 2014 s. 62, 96.
[221] *Rojas* 2014 s. 76.
[222] *Rojas* 2014 s. 76.
[223] *Iacobucci* 2009 s. 248–250, 253. Iacobucci arvostelee Kanadan korkeinta oikeutta siitä, ettei se tehnyt distinktiota *BCE*:n ja *Revlonin* sekä *Unocalin* välillä. Jälkimmäisissä arvioitiin erilaisia kysymyksiä kuin *BCE*:ssä.
[224] *Iacobucci* 2009 s. 246.
[225] *MacIntosh* 2009 s. 269–270.

rinnastu yksittäisten sidosryhmien etuihin. Tälle kritiikille voidaan kuitenkin esittää eräitä vasta-argumentteja. Monet yhtiön edun vastaiset tyyppitapaukset voidaan identifioida ja sanktioida riippumatta siitä, määritelläänkö yhtiön etu yhtiön omaksi eduksi vai jotenkin muuten. Määrittelyn merkitys näyttää vaikuttavan pääasiallisesti siihen, miten laajasti ja millä perustein yhtiön sallitaan edistävän muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etuja. Liian avokätinen yhteiskuntavastuun toteuttaminen on vain yksi mahdollinen tapa rikkoa lojaliteettivelvollisuutta. Yhtiön edun määrittelyllä voidaan vaikuttaa siihen, miten herkästi yhteiskuntavastuun toteuttaminen siirtyy yhtiön edun vastaiselle alueelle muiden väärinkäytösten lisäksi. Sen sijaan itsekontrahoinnin ja kilpailukiellon rikkomisen kaltaiset väärinkäytökset ovat rankaistavissa fidusiaaristen velvollisuuksien avulla riippumatta siitä, miten yhtiön etu määritellään.

Derivatiivisen kanteen nostamiseen oikeutettujen henkilöiden piirin laajentaminen ei tarkoita, että yhtiön edun kannalta merkitykselliset sidosryhmät ja niiden yksittäiset edustajat voisivat derivatiivisen kanteen tai suorien kanteiden avulla pakottaa hallituksen jäsenet ottamaan heidän etunsa huomioon yhtiön päätöksenteossa. Vastaavalla tavalla osakkeenomistajakaan ei voi derivatiivisen kanteen tai suoran kanteen avulla pakottaa hallitusta toteuttamaan voitontuottamistarkoitusta juuri hänen preferenssiensä mukaisesti. Pluralistisesta yhtiöintressistä seuraa hallituksen *oikeus* muttei velvollisuus ottaa sidosryhmien edut huomioon. Yhtiön edulla on tietty vaikeasti identifioitava sisältö ja derivatiivista kannetta koskevilla säännöksillä otetaan vain kantaa siihen, mitkä tahot ovat oikeutettuja panemaan täytäntöön hallituksen oikeudellisen vastuun yhtiön edun vastaisista toimista. Eräissä oikeusjärjestyksissä kuten Suomessa hallitusta valvovat tässä suhteessa ainoastaan osakkeenomistajat (OYL 22:7.1), kun taas toisissa maissa kuten Kanadassa valvontaan osallistuvat muutkin sidosryhmät tuomioistuimen harkinnan mukaan.

5.3 JOHTOPÄÄTÖKSIÄ MAAVERTAILUISTA

Sekä Delawaressa että Kanadassa hallituksella on huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet yhtiötä kohtaan. Delawaren oikeuskäytännöstä saadaan tukea fidusiaaristen velvollisuuksien osakkeenomistajakeskeiselle tulkinnalle, mutta edelleen on jossain määrin epäselvää, missä määrin hallitus voi edistää muiden sidosryhmien etuja itseisarvoisina päämäärinä. On väitetty, ettei mikään vallitsevista osakeyhtiötä kuvaavista teorioista selitä vakuuttavasti niitä ristiriitoja, joita yhdysvaltalaiseen yhtiöoikeuteen sisältyy.[226] Delawaressa fidusiaariset velvollisuudet saavat erityislaatuisen merkityksen, kun hallitus siirtyy Revlon-

[226] *Bruner* 2010 s. 599. Ks. myös *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1088.

moodiin. Sen sijaan on vaikeampi sanoa, onko maksukyvyttömyysskenaario sellainen erityisolosuhde, joka muuttaa fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöä ja suojakohdetta. Näin ei ilmeisesti ole siinä mielessä, että fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat edelleen yhtiöön itseensä. Velkojat voivat kuitenkin saada oikeussuojaa, jos yhtiö on maksukyvytön ja fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen menettely koituu heidän vahingokseen. Hallituksella ei ole fidusiaarisia velvollisuuksia yksittäisiä velkojia kohtaan.

Kanadan korkeimman oikeuden prejudikaattien epäselvyydestä huolimatta näyttää siltä, että kanadalaisten yhtiöiden hallitusten jäsenillä saattaa olla delawarelaisten yhtiöiden kollegoja laajemmat mahdollisuudet edistää muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etuja. *BCE*-ratkaisun perustelut viittaavat siihen, että yritysjärjestelykontekstissa hallitukselle ei synny Revlonia vastaavaa velvollisuutta, vaan ohjenuorana on edelleen tulkinnanvarainen velvollisuus edistää yhtiön etua. Kanadassa velkojat saavat ajaa derivatiivista kannetta, minkä voinee tulkita tarkoittavan, että velkojat saavat joissain olosuhteissa oikeussuojaa yhtiön etua loukkaavien päätösten perusteella. *Peoplesin* ja *BCE*:n selvät sanamuodot viittaavat kuitenkin siihen, että fidusiaarisen velvollisuuden välittömänä suojakohteena on ainoastaan yhtiö. Kanadassakaan hallituksella ei ole fidusiaarisia velvollisuuksia yksittäisiä velkojia kohtaan.

Yhdysvaltojen tapaan Kanadassa on pohdittu, miten yhtiöoikeudelliset teoriat selittävät voimassa olevaa oikeutta. Maan korkeimman oikeuden ratkaisujen pohjalta arvioinneissa on nostettu esiin muun muassa *Blairin* ja *Stoutin* team production -malli. Sen keskeisenä elementtinä on vahvan itsenäisen harkintavallan omaava hallitus, joka ei ole osakkeenomistajien määräiltävänä. Team production -teoria sallii hallituksen pidättäytyvän osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnista.[227] Kriitikot ovat huomauttaneet, että teoria ei myöskään estä hallitusta maksimoimasta osakkeenomistajien varallisuutta.[228] Kanadassa teoriaa on arvosteltu muun ohella siitä, ettei siinä huomioida riittävästi keskittyneitä omistusrakenteita ja määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmittymän mahdollisuutta kontrolloida hallitusta viime kädessä vaihtamalla sen kokoonpano.[229] Keskittyneen omistusrakenteen järjestelmissä hallituksen lähestulkoon rajoittamaton harkintavalta johtaa ainoastaan siihen, että enemmistöosakkeenomistaja käytännössä sanelee kaikki päätökset. Kanadassa onkin *Peoples*- ja *BCE*-ratkaisujen hallitusystävällisistä lopputuloksista huolimatta tulkittu, että team production -teoria selittää huonosti maan yhtiöoikeutta, koska hallitus on selvästi vastuussa määrääville osakkeenomistajille ei-oikeudellisten mekanismien kautta ja muille sidosryh-

---

227 *Blair – Stout* 1999 s. 247–328.
228 *Millon* 2000 s. 1022; *Bruner* 2008 s. 1403; *Gold* 2012 s. 1100.
229 *Rojas* 2014 s. 101–102.

mille oppression remedy -oikeuskeinon kautta.[230] Kritiikki voidaan kohdistaa periaatteessa myös muihin hallituksen vahvaa itsenäistä harkintavaltaa korostaviin malleihin kuten *director primacy* -malliin. *Stephen Bainbridge* on toisaalta myöntänyt kritiikin itsekin ja todennut, että mallin selitysvoima on parhaimmillaan julkisesti noteeratussa ja omistusrakenteeltaan hajautuneessa osakeyhtiössä. Toisin sanoen kyseessä on niin sanottu Berle & Means -yhtiö, jossa omistus ja johto ovat eriytyneet.[231] Myös *Blair* ja *Stout* ovat korostaneet, että team production -malli ja hallituksen asemaa kuvaava termi *mediating hierarch* ovat selitysvoimaisimmillaan julkisesti noteeratuissa yhtiöissä, joissa on laajalle hajautunut omistusrakenne. Jos tällainen yhtiö ”palaa” noteeraamattomaksi esimerkiksi yritysvaltauksen seurauksena, team production -mallin selitysvoima heikkenee ja klassisen päämies-agenttikonstruktion vastaavasti kasvaa.[232] Kanadalaisessa kirjallisuudessa esitetty kritiikki ei siis osu kaikilta osin maaliinsa.

Edeltävässä kritiikissä korostetaan määräysvaltaosakkeenomistajan de facto -kontrollia ja nimitysoikeutta sekä lainsäädännön ulkopuolisia valvontamekanismeja. Osakkeenomistajien oikeus hallituksen nimittämiseen ja ei-oikeudelliset valvontamekanismit ohjaavat hallituksen työskentelyä, mutta ne eivät kerro fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöä, joka ainakin *Peoples*- ja *BCE*-ratkaisujen perusteella antaa hallitukselle varsin vahvan aseman. Teorianmuodostuksen kannalta onkin keskeistä se, pyritäänkö teorialla selittämään corporate governance -järjestelmää *kokonaisuudessaan* siihen kuuluvine oikeudellisine ja ei-oikeudellisine mekanismeineen vai ainoastaan hallituksen lakisääteisiä velvollisuuksia. Hallituksen lakisääteisiin fidusiaarisiin velvollisuuksiin pitänee jättää joustovaraa, jotta ne toimisivat niin hajautuneen kuin keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä.[233] Keskittynyt omistusrakenne vaikuttaa lähinnä siihen, miten hallitus lopulta käyttää fidusiaaristen velvollisuuksien sille antamaa laajaa harkintavaltaa, mutta tosiasiallisista määräysvaltasuhteista on vaikea päätellä fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöä de jure. Jos tarkasteluun otetaan mukaan osakkeenomistajien oikeus nimittää hallituksen jäsenet sekä lainsäädännön ulkopuoliset valvontamekanismit, osakkeenomistajakeskeisen yhtiöoikeusteorian selitysvoima kasvaa merkittävästi.

Yhtiön edun, yhtiön tarkoituksen ja yhteiskuntavastuun välinen suhde ei ole maailmalla mitenkään yksinkertainen oikeudellinen kysymys. Lisäksi erityisesti Delawaren oikeudesta huomataan, että yhtiön edulla voi olla ainakin periaatteellinen velkojainsuojafunktio, vaikka johdon velkojiin kohdistuvan vastuun syntyedellytykset olisivat yhtä tiukat kuin osakkeenomistajien oikeus-

---

230 *Rojas* 2014 s. 101–103 siinä mainittuine lähteineen.
231 *Bainbridge* 2002 s. 14.
232 *Blair – Stout* 1999 s. 309.
233 Hyvä osakeyhtiölaki toimii sekä hajautuneiden että keskittyneiden omistusrakenteiden osakeyhtiöissä. Tästä näkökohdasta yleisesti *Gilson* 2006 s. 1641–1679.

suojaa arvioitaessa. Nämä yleiset huomiot on perusteltua pitää mielessä, kun lähdetään tarkastelemaan fidusiaaristen velvollisuuksien merkitystä Suomen voimassa olevan oikeuden mukaan. Erityisesti yhtiön edun mahdollinen velkojainsuojafunktio osoittaisi, että yhtiön edun ja osakkeenomistajien etujen rinnastaminen olisi yleisellä tasolla kiistanalainen lähtökohta.

Yhtiön omaan etuun kohdistetuissa kritiikeissä toistuu usein se, että osakkeenomistajien yhteisestä edusta tai osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnista poikkeava yhtiöintressi on liian abstrakti ja epämääräinen käsite toimiakseen. Näyttää kuitenkin siltä, että yhtiön edun määritteleminen jonkin sidosryhmän edustajien tosiasiallisten tai hypoteettisten intressien kautta voi johtaa yhtä hankaliin käsitteellisiin ongelmiin. Delaware Supreme Courtin viittaukset ”*Time*-kulttuurin” vaalimiseen ja Kanadan korkeimman oikeuden näkemys ”hyvän yrityskansalaisuuden” edistämisestä osoittavat, että ratkaisukäytännössä hallituksen mandaatti voi määrittyä muillakin kuin selkeästi mitattavilla hyvillä. Tarkastelukulmasta riippuu, ovatko tällaiset tavoitteet liian epämääräisiä, abstrakteja ja vahingollisia, jotta niitä olisi mahdollista edistää lakiin kirjatun yhtiön edun suojissa. Kyse on epäilemättä arvovalinnasta.

Maavertailuosion päätteeksi on syytä korostaa vertailujen tulkinnanvaraisuutta ja epävarmuutta. Monesti vastaus esimerkiksi yhtiön edun ongelmaan riippuu siitä, keneltä asiaa kysytään. Havainnollistaakseni asiaa nostan seuraavassa esiin vain muutamia esimerkkejä siitä, miten hankalaa eri maiden yhtiöoikeudellisten järjestelmien objektiivinen asemoiminen on.

Brunerin mukaan Yhdistyneen kuningaskunnan corporate governance -järjestelmää voidaan kuvata ainakin jossain määrin nexus of contracts -ajattelua vastaavaksi.[234] Hänen mielestään valistuneen arvonmaksimoinnin ajatukseen perustuva Companies Act section 172 osoittaa, että Yhdistyneessä kuningaskunnassa johdon velvollisuudet ovat yksiselitteisemmät eli osakkeenomistajakeskeisemmät kuin yhdysvaltalaisen oikeuden fidusiaariset velvollisuudet.[235] Hallituksen jäsenten velvollisuudetkin keskittyvät Yhdistyneessä kuningaskunnassa voimakkaammin osakkeenomistajien etujen ajamiseen kuin Yhdysvalloissa.[236] Yhdistyneessä kuningaskunnassa osakkeenomistajilla on yleisesti enemmän päätöksentekovaltaa kuin Yhdysvalloissa. Lisäksi osakkeenomistajien edulla on korostuneempi merkitys yhtiön tarkoituksen määrittelyssä kuin Yhdysvalloissa. *Brunerin* mukaan julkisilla osakeyhtiöillä on Yhdistyneessä kuningaskunnassa erilainen yhteiskunnallinen funktio kuin Yhdysvalloissa.[237] Hänen johtopäätöksensä on, että ”angloamerikkalainen osakeyhtiö”, johon vertailevassa corporate

---

[234] *Bruner* 2010 s. 610–611. Toisin *Moore* 2013 s. 178–179, 190–217 sekä teoksen arvostelu *McGaughey* 2015 s. 1058–1059.
[235] *Bruner* 2010 s. 608–609.
[236] *Bruner* 2010 s. 585.
[237] *Bruner* 2010 s. 581–582.

governance -tutkimuksessa on tapana viitata, on maiden järjestelmien yhteisistä piirteistä huolimatta parhaimmillaankin vain tyylitelty fakta, jolle nyansoitu tarkastelu ei anna tukea. Yhdysvallat on monessa suhteessa ambivalentti yhtiöoikeuden tarkoituksen ja teorian suhteen, kun taas brittiläinen järjestelmä on selvästi osakkeenomistajakeskeisempi.[238] Myös yritysvaltausten sääntelyssä Yhdistynyt kuningaskunta näyttää osakkeenomistajakeskeisemmältä kuin Yhdysvallat. Yhdistyneessä kuningaskunnassa hallituksella ei juuri ole mahdollisuutta estää ostotarjouksen toteutumista tai osakkeenomistajia ottamasta kantaa tarjoukseen, kun taas Yhdysvalloissa hallituksen rooli on vapaampi.[239] Myös *Rock* luonnehtii Yhdistyneen kuningaskunnan osakeyhtiölainsäädäntöä yleisesti osakkeenomistajakeskeisemmäksi kuin Delawaren hallituskeskeistä sääntelyä.[240]

Edeltävästä voisi siis päätellä, että Yhdistyneen kuningaskunnan yhtiöoikeus on osakkeenomistajakeskeisimmästä päästä. Kuitenkin esimerkiksi *Krüger Andersen* ja *Sørensen* korostavat Companies Act section 172:n ”valistunutta” ulottuvuutta ja pitävät sitä erilaisena kuin pohjoismaiden osakeyhtiölakeja, joita kirjoittajat pitävät selvästi osakkeenomistajakeskeisinä. Heidän mukaansa pohjoismaisista osakeyhtiölaeista ei ainakaan lakitekstin tasolla löydy samanlaista valistuneen arvonmaksimoinnin ilmaisua kuin Companies Actista.[241] Vaikka Companies Act section 172:n sanamuoto on ehkä sidosryhmäystävällisempi kuin Suomen tai Ruotsin säädöstekstien määritelmät osakeyhtiön toiminnan tarkoituksesta, Suomen näkökulmasta on samalla huomautettava, että meillä on korostettu voitontuottamistarkoituksen tulkitsemista valistuneen arvonmaksimoinnin hengessä. *Mähönen* ja *Villa* korostavat voitontuottamistarkoituksen (OYL 1:5) yhdenmukaisuutta Companies Actin kanssa.[242] Toisaalta *Krüger Andersen* on todennut Tanskan vuoden 2010 osakeyhtiölakia koskevassa kommentaariteoksessaan, ettei laki heijasta yksiselitteisesti shareholder value -tai stakeholder-ajattelua. Johdon velvollisuudet voidaan ymmärtää osakkeenomistajakeskeistä ajattelua ilmentävinä, mutta työntekijäedustuksen mahdollistaminen yhtiön hallinnossa puhuu sidosryhmälähtöisemmän lähestymistavan puolesta. Stakeholder-painotteisemman toimintalinjan valinnut pörssiyhtiö toimii siten lainmukaisesti ja yhdenmukaisesti eräiden yhtiöoikeusanalyytikoiden käsitysten kanssa. Krüger Andersen huomauttaa kuitenkin, että käytännössä osakkeenomistajien vaatimukset tuoton ja kurssikehityksen suhteen heikentävät tanskalaisen tradition merkitystä. Tätä korostaa se, että monilla ulkomaisilla

---

[238] *Bruner* 2010 s. 603–611.
[239] *Gelter* 2009 s. 188–189. Ks. myös *Bruner* 2010 s. 606–607. Brittiläisen sääntelyn ja yhdysvaltalaisen sääntelyn eroja ja niiden taustasyitä on selitetty kirjoituksessa *Armour – Skeel* 2007 s. 1727–1794.
[240] *Rock* 2013 s. 1978.
[241] *Krüger Andersen – Sørensen* 2013 s. 180.
[242] Ks. HE 109/2005 vp. s. 38–39 ja siitä esitettyjä luonnehdintoja teoksessa *Mähönen – Villa* 2015 s. 350–351.

sijoittajilla on varsin osakkeenomistajakeskeinen lähestymistapa corporate governance -kysymyksiin.[243] *Caspar Rose* on ottanut lyhyesti kantaa johdon lojaliteettivelvollisuuteen. Hänen mukaansa Tanskassa johdon lojaliteettivelvollisuus ei kohdistu pelkästään osakkeenomistajiin, vaan myös velkojiin, työntekijöihin ja mahdollisesti myös laajemmin ympäröivään yhteiskuntaan.[244]

Henreksonin ja *Jakobssonin* mukaan Ruotsin osakeyhtiölainsäädäntö antaa johdolle heikomman aseman suhteessa osakkeenomistajiin kuin Yhdysvaltojen oikeus. Heidän tulkintansa on, että johto voi Yhdysvalloissa ryhtyä toimenpiteisiin ostotarjouksen torjumiseksi ja siten suojella omaa asemaansa yhtiössä. Yhdysvalloissa johdon fidusiaariset velvollisuudet jopa edellyttävät heidän suojelevan yritystä (”the firm”).[245] Kirjoittajien näkemykset viittaavat varsin osakkeenomistajakeskeiseen tulkintaan Ruotsin oikeudesta. *Amir Licht* puolestaan huomauttaa, että Ruotsin vahvasta sosiaalidemokraattisesta traditiosta huolimatta osakeyhtiön tarkoitukseksi on säädetty yksiselitteisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille.[246] Perinteisessä ruotsalaisessa lainopissa *Dotevall* määritteli yhtiön edun kaikkien osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi. Hänen mukaansa vuoden 1975 aktiebolagslagenin yleislausekkeella ei voitu puuttua toimenpiteeseen, jos se oli kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen ja liiketaloudellisesti perusteltu.[247] Dotevall piti itsestään selvänä, ettei yhtiöllä voi olla omaa etua.[248] Hänen mielestään yhtiön etu on pelkkää semantiikkaa ja eräänlainen apukäsite, joka pitää sisällään jokaisen yksittäisen osakkeenomistajan edun.[249] *Dotevall* näyttää kuitenkin tulkinneen voitontuottamistarkoitusta viime aikoina hieman sidosryhmälähtöisemmin kuin aikaisemmin.[250] *Stattinin* mukaan yhtiön etu tarkoittaa normaalioloissa osakkeenomistajien yhteistä etua.[251] Hän on toisaalta huomioinut yhtiön velkojien aseman. Stattinin mukaan maksukyvyttömässä ja maksukyvyttömyyttä lähestyvässä osakeyhtiössä hallituksen tulee toimia osakkeenomistajien sijaan velkojien eduksi. Hän on löytänyt tulkinnalleen ainakin jonkinasteista tukea ennakkopäätöksestä NJA 1979 s. 157.[252]

Vaikka siis Ruotsin ja Tanskan osakeyhtiölakeja on voitu tulkita osakkeenomistajalähtöisesti, kansainvälisessä kirjallisuudessa esimerkiksi *Klaus J. Hopt*

---

[243] *Krüger Andersen* 2013 s. 69–73.
[244] *Rose* 2011 s. 288.
[245] *Henrekson – Jakobsson* 2012 s. 219.
[246] *Licht* 2012 s. 612.
[247] *Dotevall* 1989 s. 287.
[248] Ibid.
[249] Ibid. s. 359.
[250] *Dotevall* 2015 s. 202: ”Det råder knappast någon tvekan om att den syn på bolagets verksamhet som uttrycks i *stakeholder*-teorin ryms inom syftet enligt 3 kap. 3 § ABL.”
[251] *Stattin* 2009 s. 81.
[252] *Stattin* 2009 s. 59–60, 62, 64, 81.

on pitänyt pohjoismaista yhtiöoikeutta sidosryhmäkeskeisenä.[253] *Hopt* ei ole yksin mielipiteensä kanssa. *Sjåfjell* ja *Anker-Sørensen* ovat ainakin sillä kannalla, että yhtiön etu ei redusoidu Pohjoismaissa pelkästään osakkeenomistajien etuun.[254] Kirjallisuudessa esitettyjen mielipiteiden kirjo lienee mahdollinen vain siksi, että pohjoismaiset lait jättävät tosiasiassa yhtä paljon tulkinnanvaraa kuin angloamerikkalaiset lait.[255] Pohjoismaissa ei lisäksi ole ratkaistu samantyyppisiä tapauksia kuin pohjoisamerikkalaiset tapaukset *Dodge v. Ford Motor Company*, *Time*, *Revlon*, *Peoples* ja *BCE*. Siltä osin kuin Suomessa ja Ruotsissa on oikeuskäytännön tasolla ylipäätään arvioitu yhtiön edun merkitystä, tuomioperustelut jäävät ainakin värikkyydessään ja yksityiskohtaisuudessaan eri tasolle kuin pohjoisamerikkalaiset ratkaisut.

[253] *Hopt* 2011 s. 28.
[254] *Sjåfjell – Anker-Sørensen* 2013 s. 168: ”[in Nordic and other Continental-European Countries] a more inclusive concept of the interests of the company may be said to be already included in company legislation.” Ks. myös *Sjåfjell ym.* 2015 s. 101.
[255] Relevantin oikeuskäytännön vähäisyys ja tulkinnanvaraisuus käy ilmi myös kansainvälisestä tutkimuksesta *Sjåfjell ym.* 2015 s. 95.

6 Hallituksen fidusiaariset velvollisuudet Suomen osakeyhtiöoikeudessa

6.1 JOHDANNOKSI: YHTIÖN ETU KUNTALAIN UUDISTUKSESSA

6.1.1 Aluksi

Hallituksen fidusiaarisilla velvollisuuksilla ja kuntalainsäädännöllä ei ensi näkemältä pitäisi olla paljoakaan tekemistä toistensa kanssa. Tästä huolimatta yksi ajankohtaisimmista yhtiön etuun liittyvistä käytännön ongelmista tulee esiin juuri kuntalainsäädännön yhteydessä. Kun ongelmakenttää katsotaan tarkemmin, lähes kaikki yhtiön edun määrittelyyn liittyvät teoreettiset ongelmat kulminoituvat varsin voimakkaasti kuntayhtiöissä, joiden toimintaa säännellään sekä kuntalainsäädännössä että osakeyhtiölainsäädännössä.

Kunnat ovat viimeisten vuosikymmenten aikana enenevissä määrin yhtiöittäneet toimintojaan osakeyhtiömuotoon.[1] Kuntien osittain tai kokonaan omistamat yhtiöt (jäljempänä kuntayhtiöt) toimivat osakeyhtiölain alaisuudessa siinä missä yksityisten osakkeenomistajien yhtiöt. Tällöin kuntayhtiöiden johtajien on otettava huomioon osakeyhtiölaista yhtiön varojen käytölle seuraavat rajoitukset, joista yhtenä keskeisimpänä on vaatimus yhtiön edun edistämisestä.

Olisi helppo sanoa, että yhtiön edun merkityssisältö kuntayhtiöissä on yhtiöittämiskehityksestä seuraava *uusi* oikeudellinen ongelma. Kyse ei kuitenkaan ole uudesta tai ainoastaan kuntayhtiöille tyypillisestä ongelmasta. Kuntayhtiöissä voitontuottamistarkoituksen ja osakkeenomistajan muiden tavoitteiden välinen jännite vain näyttäytyy tavallista voimakkaampana. Kysymys voitontuottamistarkoituksen ja osakkeenomistajan muiden tavoitteiden yhteensovittamisesta on jo tuttu valtionyhtiöistä.[2] Samasta ongelmasta on keskusteltu maailmalla jo pitkään puhtaasti yksityisten yhtiöiden kontekstissa.

Uuteen kuntalakiin otettiin säännökset omistajaohjauksesta. On melko ilmeistä, että kaikkien kuntien intressit omistamiensa yhtiöiden suhteen eivät rajoitu pelkästään voiton maksimoimiseen tai edes voiton tuottamiseen. Tällöin voidaan olettaa, että kunnat tulevat omistajaohjauksessaan myös edistämään näitä poliittisia ja kuntademokratiaan liittyviä intressejään.[3] Luvassa on oikeuden-

[1] Esim. *Penttilä ym.* 2015 s. 15.
[2] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 695–718.
[3] Ks. myös *Vahtera* 2015 s. 79, jonka mukaan kuntayhtiön tosiasiallinen tavoite on usein muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille.

alarajat ylittäviä ongelmia, koska osakeyhtiölaki rajoittaa omistajaohjauksen sisällöllistä hyväksyttävyyttä kaikissa osakeyhtiölain mukaan rekisteröidyissä yhtiöissä. Kun kunta organisoi jonkin toimintonsa osakeyhtiömuotoon, se siirtyy ainakin periaatteessa kokonaan toisenlaiseen sääntely-ympäristöön kuin siihen, johon kunnassa on ehkä totuttu. Kuntayhtiöiden hallitusten jäsenten näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että heidän on henkilökohtaisen vahingonkorvausvastuun uhalla huomioitava päätöksenteossaan vaatimus yhtiön edun edistämisestä.

Seuraavien jaksojen tarkoituksena ei ole tehdä seikkaperäistä selvitystä uuden kuntalain sisällöstä ja sen vaikutuksista kuntien omistajaohjaukseen. Tarkoituksena on sen sijaan korostaa käytännönläheisen esimerkin avulla yhtiön edun tulkintaan liittyviä ydinkysymyksiä ja sitä, miten hankalaksi yhtiön edun ja osakkeenomistajan edun suhteen hahmottaminen on osoittautunut. Empiirisen todellisuuden perusteella joidenkin kuntayhtiöiden ja monien muiden yhtiöiden osakkeenomistajilla on omistuksen kohteena olevan yhtiön suhteen muita tavoitteita kuin voiton tuottaminen. Kun useiden tällaisten yhtiöiden yhtiöjärjestyksissä ei kuitenkaan määritellä yhtiön toiminnan tarkoitusta joksikin muuksi kuin voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille, yhtiöoikeudellinen konflikti on selvästi mahdollinen. Taloudellisen todellisuuden ja oikeussääntöjen välistä potentiaalista konfliktia ei siis voida väistää vetoamalla ainoastaan siihen, että voitontuottamistarkoitus (OYL 1:5) on tahdonvaltainen olettamasäännös, josta osakkeenomistajat voivat periaatteessa poiketa.

6.1.2 Kunnan omistajaohjausta koskevat säännökset

Kuntalain (410/2015) 46 §:n mukaan omistajaohjauksella tarkoitetaan niitä toimenpiteitä, joilla kunta omistajana tai jäsenenä myötävaikuttaa yhtiön ja muun yhteisön hallintoon ja toimintaan. Toimenpiteet voivat liittyä ainakin perustamissopimuksiin, yhtiöjärjestysmääräyksiin, muihin sopimuksiin, henkilövalintoihin, ohjeiden antamiseen kuntaa eri yhteisöissä edustaville henkilöille sekä muuhun kunnan määräysvallan käyttöön. Tällaisten toimenpiteiden ”tavoitteena on, että ohjauksen kohteena oleva yhteisö ottaa toiminnassaan huomioon omistajansa tahdon ja tavoitteet”.[4] Kunta voi siis toteuttaa omistajaohjausta samoin keinoin kuin yksityinen osakkeenomistaja. Myös epämuodollisemmat omistajaohjauksen keinot, kuten yhtiön johdon kanssa käytävät keskustelut yhtiöön kohdistuvista odotuksista ja tavoitteista, ovat kunnan käytettävissä aktiivisen ja vahvan omistajuuden takaamiseksi.[5]

---

[4] HE 268/2014 vp. s. 171.
[5] HE 268/2014 vp. s. 172–173.

Hallituksen esityksen teksti muuttui edellä siteeratuilta osin alkuperäisen HE-luonnoksen tekstistä. HE-luonnoksen mukaan omistajaohjausta toteuttavien toimenpiteiden ”tavoitteena on, että ohjauksen kohteena oleva yhteisö *toimii* omistajansa tahdon ja tavoitteiden mukaisesti”.[6] Se, että lopullisessa hallituksen esityksessä kirjoitetaan vain omistajan tahdon *huomioon ottamisesta*, ei liene sattumaa. *Hallitusammattilaiset ry* arvosteli HE-luonnoksen omistajaohjausta koskevia säännöksiä lausuntokierroksella juuri siksi, että osakeyhtiölaki rajoittaa osakkeenomistajan oikeutta antaa hallitukselle omistajaohjauksen keinoin sitovia määräyksiä siitä, miten yhtiötä tulee hallinnoida.[7] Tämän kritiikin huomioiminen näkyy lopullisessa hallituksen esityksessä, mutta edelleen lainvalmistelijat ovat olleet sitä mieltä, ettei erityislainsäädäntö eli osakeyhtiölainsäädäntö estä kunnan aktiivista ja vahvaa omistajuutta, jonka seurauksena kuntayhtiö saadaan toimimaan kunnan strategisten tavoitteiden mukaisesti.[8]

Hallituksen esityksessä kunnan odotusten ja tavoitteiden mahdollista ristiriitaa johdon OYL:n mukaisten velvollisuuksien kanssa ei tuotu esiin ainakaan kovin suorasanaisesti. Mahdollinen ristiriita on ilmeisesti kuitenkin pantu merkille jollain tasolla. Tämä ilmenee hallituksen esityksen lausumasta, jonka mukaan ”yhtiöjärjestykseen tai sitä vastaavaan asiakirjaan sekä perustamissopimukseen ja yhtiöiden osalta mahdolliseen osakassopimukseen *on perusteltua* ottaa näitä kunnan tavoitteita ja toimintaperiaatteita tukevia määräyksiä”. Edelleen hallituksen esityksessä viitattiin OYL 1:5:n olettamasäännökseen osakeyhtiön toiminnan tarkoituksesta ja mahdollisuuteen modifioida toiminnan tarkoitusta yhtiöjärjestysmääräyksellä. Yksi hallituksen esityksen tulkinnanvaraisimmista lausumista kuuluu siten, että ”yhtiön toiminnan tarkoitusta ja tavoitetta tulisikin tarkastella nimenomaan kuntaomistajan lähtökohdista ja varmistaa, että yhtiö palvelee kuntastrategian tavoitteita”.[9] Näkemyksellä on voitu viitata siihen tosiasiaan, että kunta edistää omistajaohjauksessaan kuntastrategian mukaisia tavoitteita ja tästä voi syntyä ongelmia osakeyhtiölain kannalta, mutta asian oikeudelliseen arvottamiseen ei haluttu ottaa kantaa.[10] Toisaalta sillä on ainakin periaatteessa voitu tarkoittaa myös sitä, että yhtiön toiminnan tarkoitus ja yhtiön etu määrittyvät *oikeudellisesti* kunta-osakkeenomistajan preferensseistä käsin. Tällainen näkemys olisi voimassa olevan oikeuden näkökulmasta vähintään kiistanalainen, koska osakkeenomistajien individuaaliset odotukset ovat hallituksen päätöksentekoa ohjaavia tosiasiallisia vaikuttimia eivätkä oikeuslähteitä.

---

[6] HE-luonnos 2014 s. 185.
[7] Ks. *Hallitusammattilaiset ry* 2014.
[8] HE 268/2014 vp. s. 171.
[9] HE 268/2014 vp. s. 172.
[10] Ongelma on siis sama kuin valtionyhtiöissä. Ks. *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.

Hallituksen esityksessä huomioitiin se tilanne, että kuntayhtiössä on mukana vähemmistöosakkeenomistajia. Tällaisissa yhtiöissä tulee kiinnittää erityistä huomiota yhdenvertaisuusperiaatteeseen (OYL 1:7). Kunnan antaman omistajaohjauksen seuraus ei saisi olla se, että vähemmistöosakkeenomistajia kohdellaan epäoikeudenmukaisesti. Hallituksen esityksen mukaan ”erityisesti uusien yhtiöiden osalta onkin syytä perusteellisesti harkita, onko vähemmistöosakkaiden mukaan ottaminen kunnan strategisten tavoitteiden kannalta välttämätöntä”. Edelleen ”vähemmistöomistajien mukana olo sekä heidän osakeyhtiölaissa turvattu suojansa on otettava huomioon kaikkia omistajaohjauksellisia toimia harkittaessa”.[11]

Kunnan strategisten tavoitteiden ja osakeyhtiölainsäädännön mahdollinen ristiriita syntyy ennen kaikkea siksi, että kunta ei välttämättä ole yhtiön ainoa osakkeenomistaja. Jos osakeyhtiössä on vain yksi osakkeenomistaja, voitontuottamistarkoituksen ja osakkeenomistajan muiden tavoitteiden välinen ristiriita eliminoituu ainakin siltä osin, ettei osakkeenomistajien välistä intressiristiriitaa voi syntyä.[12] Kokonaan oma kysymyksensä on se, että kunnan kokonaan omistamassa yhtiössä kuntastrategian mukaisten tavoitteiden ja voitontuottamistarkoituksen välinen konflikti voi aktualisoida osakkeenomistajan ja velkojan välisen intressiristiriidan.

Hallituksen esityksessä on sinänsä huomioitu oikein mahdollinen vähemmistönsuojaongelma, mutta perustelut jättävät tulkitsijan ainoastaan yhtiöoikeudellisen keskustelun ikivanhaan lähtötilanteeseen: salliiko osakeyhtiölainsäädäntö ylipäätään voiton tuottamisesta poikkeavien kunnallisten erityistavoitteiden toteuttamisen ja onko vähemmistöosakkeenomistajien mukaan ottaminen kunnan strategisia tavoitteita ajatellen *ylipäätään mahdollista*? Osakeyhtiölakiahan voidaan tulkita niin, että kunnan aktiivinen omistajaohjaus sekä kuntakonsernin kokonaisedun ja kunnan erityistavoitteiden edistäminen edellyttävät OYL 1:5:n olettamasäännöksestä poikkeamista yhtiöjärjestyksessä, perustamissopimuksessa tai osakassopimuksessa.[13] Ruotsalaisessa käytännössä kuntayhtiöiden ”kunnalliset tavoitteet” vahvistetaan yhtiöjärjestyksessä[14], mikä lieventää osakkeenomistajien keskinäisiin suhteisiin liittyviä ongelmia. Suomessa vastaava käytäntö ei ilmeisesti ole ainakaan vielä laajasti käytössä.[15] Sen käyttöönotto olisi perusteltua.

Voitontuottamistarkoituksen ja muiden tavoitteiden välinen ristiriita on nähtävästi aiheuttamassa vähitellen ongelmia myös käytännössä. Uusimmassa

---

[11] HE 268/2014 s. 172.
[12] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 713–715.
[13] Ks. erilaisista tulkintavaihtoehdoista valtionyhtiöiden kannalta *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.
[14] HE-luonnos 2014 s. 73.
[15] Ks. *Vahtera* 2015 s. 77–79.

hovioikeuskäytännössä on jo aktualisoitunut laajahko riita-asiakokonaisuus, jossa kunnat omistivat 99,62 prosenttia yhtiön osakkeista ja yksityiset tahot 0,38 prosenttia. Kuntaosakkeenomistajien muodostaman enemmistön ja ainakin yhden vähemmistöosakkeenomistajan odotukset yhtiön suhteen poikkesivat asiassa olennaisesti toisistaan. Käräjäoikeus ja sen ratkaisut hyväksynyt hovioikeus lähtivät nähtävästi siitä, että yhtiötä ei sen toimialamääräyksen perusteella voitu pitää OYL 1:5:n olettamasäännöstä noudattavana yhtiönä. Toisin sanoen olettamasäännöksestä poikkeava toiminnan tarkoitus voitiin päätellä toimialamääräyksestä ja yhtiön toiminnasta. Käräjäoikeuden mukaan voitiin päätellä, että ”*kysymyksessä ei ole tavanomainen liiketoimintayhtiö, vaan lähinnä kuntien intresseissä kunnalle kuuluvien jätehuollon palveluiden tuottamiseksi perustettu yhtiö*”. Edelleen käräjäoikeuden mukaan voitiin päätellä, että ”*tässä muodossaan yhtiö ei olekaan esimerkiksi julkisyhteisöjen ja yksityisten omistajien yhteistoimintaa toteuttava yhtiö tai osakkeenomistajille taloudellista hyötyä tuottava yhtiö, vaan lähinnä kuntien jätehuollon velvoitteita hoitava yhtiö*”.[16] Juuri tällaiset yhtiöt, joissa OYL 1:5:stä poikkeavaa toiminnan tarkoitusta ei voida päätellä yhtiöjärjestyksen, osakassopimuksen tai osakkeenomistajien muun sopimuksen eksplisiittisistä määräyksistä, ovat vähemmistönsuojasääntelyn tulkinnan kannalta kaikkein hankalimpia. Osakeyhtiölain mukaan rekisteröidyssä kuntayhtiössä oikeudellinen lähtökohta on se, että yhtiössä tulee noudattaa voitontuottamistarkoitusta ja vähemmistönsuojasääntelyä samassa laajuudessa kuin muissa yhtiöissä. Jatkossa tultaneen näkemään muitakin vastaavia kanteita kuin edellä siteeratussa riita-asiakokonaisuudessa.

Uudessa kuntalaissa ja sen perusteluissa ei ole sanottu mitään yhtiön edun sisällöstä. Toisaalta tämä on luontevaa, koska yhtiön edusta säädetään osakeyhtiölaissa ja osakeyhtiölain sisältö on ainakin jossain määrin epäselvä. Lainvalmistelussa on nähtävästi pitkälti oletettu, että kuntalainsäädännön ja osakeyhtiölainsäädännön yhteensovittamisessa ei tule merkittäviä ongelmia. Tiivistäen ilmaistuna hallituksen esityksessä esitetään toive kunnan aktiivisesta omistajuudesta ja kunnan strategisten intressien edistämisestä, mutta muistutetaan samalla hallituksen päätöksenteon osakeyhtiölakiin perustuvista reunaehdoista kuten yhdenvertaisuusperiaatteesta sekä yleisestä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta.[17] Ydinongelmaan ei kuitenkaan ole otettu kantaa. Käytännössä laki jättää hallituksen jäsenet vaikeaan asemaan, kun heiltä yhtäältä edellytetään kunnan erityistoiveiden huomioimista, mutta toisaalta varoitetaan vastuuriskistä viittaamalla osakeyhtiölain yleisperiaatteisiin ja vahingonkorvaussäännöksiin.

---

[16] Ratkaisut Turun hovioikeus 14.1.2015 S 13/1955 (ei lainvoimainen), Turun hovioikeus 14.1.2015 S 13/1956 (ei lainvoimainen) ja Turun hovioikeus 14.1.2015 S 13/1957 (valituslupa myönnetty).

[17] HE 268/2014 vp. s. 172–173.

6.1.3 Yhtiön etu, osakkeenomistajan etu, konserni-intressi?

Kuntalain 46 §:ään linkittyy vahvasti myös lain 47 §, jossa säädetään kunnan tytäryhteisöjen toiminnasta ja konserniohjeesta. Kuntalain 47 §:n mukaan omistajaohjauksella on huolehdittava siitä, että kunnan tytäryhteisön toiminnassa otetaan huomioon kuntakonsernin kokonaisetu. Kuntakonsernin kokonaisedun priorisoiminen sai osakseen arvostelua jo lausuntokierroksella[18], mutta hallituksen esityksessä kuntakonsernin kokonaisetu säilytettiin kuntayhtiön johdon päätöksentekoa ohjaavana periaatteena. Sääntelyn ongelmana on se, että yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa on yleensä suhtauduttu kriittisesti tytäryhtiön johdon oikeuteen edistää niin sanottua konserni-intressiä.[19] Tutkimuksen alkupuolella arvioitu constituency directors -malli indikoi, että yhtiön etu sallisi sinänsä melko laajasti tietyn osakkeenomistajan kuten emoyhtiön tai kuntaosakkeenomistajan intressien edistämisen, mutta johdon liikkumavapaus ei ole rajaton. Myös voimassa olevan oikeuden lähtökohta voi olla se, että konserni-intressin edistäminen ei ole kategorisesti kiellettyä vaan sallittu tietyin reunaehdoin.[20]

Hallituksen esityksessä todetaan seuraavasti:

> ”Kuntakonsernin kokonaisedun määrittäminen ei ole välttämättä aina yksiselitteistä tai yksinkertaista kunnallisen päätöksenteon moniulotteisuuden vuoksi. Kunnalliseen päätöksentekoon liittyy myös olennaisena osana poliittisuus ja poliittiset intressit. Tavoitteena tulee kuitenkin olla kunnan vahva omistajuus. Mahdollisista ristiriitaisuuksista huolimatta kunnan toimintaa tulee pyrkiä ohjaamaan kokonaisuutena, jonka yksi osa ovat kunnan tytäryhteisöt. Ohjauksessa on otettava huomioon tytäryhteisöjä koskeva erityislainsäädäntö ja sen sisältämät velvoitteet sekä sopeutettava ohjaus näiden velvoitteiden muodostamiin rajoihin. Tytäryhteisöjä koskevan erityislainsäädännön, esimerkiksi *osakeyhtiölain sisältämät velvoitteet eivät kuitenkaan voi olla kunnalle peruste luopua kunnan vahvan omistajuuden tavoitteesta ja pyrkimyksestä kuntakonsernin kokonaisedun tavoitteluun*. Kuntakonsernin kokonaisetuun liittyen onkin olennaista, että valtuusto kuntastrategiaa ja siihen liittyvää omistajapolitiikkaa koskevassa päätöksenteossaan selkeästi määrittää ne pitkän aikavälin tavoitteet, joita kunnalla on omistuksiinsa liittyen. – – ”[21]

Kuntalain 47 §:n perusteluissa viitattiin edelleen lähes sanatarkasti OYL:n perusteluihin johdon velvollisuuksista sekä siihen, että kuntayhtiön toiminnassa on huomioitava vähemmistöosakkeenomistajien ja velkojien suoja. Emoyhtei-

---

[18] *Hallitusammattilaiset ry* 2014.
[19] Esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 429, joiden mukaan ”konserni-intressiä ei tunnisteta olevan olemassa”.
[20] Ks. *Pönkä* 2013 s. 30–34.
[21] HE 268/2014 vp. s. 174.

sön eli kunnan määräysvallan käyttäminen ei saisi johtaa siihen, että vähemmistöosakkeenomistajien tai velkojien etuja loukataan.[22] Perusteluissa ilmenee samanlaisia ongelmia kuin edellä käsitellyn 46 §:n perustelujen yhteydessä: kuntayhtiön johdon pitäisi noudattaa kyseistä yhteisöä koskevaa erityislainsäädäntöä eli tässä tapauksessa osakeyhtiölakia, mutta osakeyhtiölaki ei saisi toimia esteenä kuntakonsernin kokonaisedun tavoittelulle. Toisaalta hallituksen esityksessä on jäljempänä todettu varsin selvästi, että kuntalain 47 §:ssä tarkoitettujen konserniohjeiden noudattamatta jättämiselle tulisi aina olla erityisen perusteltu syy. Tällaisena syynä voisi lähtökohtaisesti tulla kyseeseen lähinnä se, että konserniohjeiden noudattaminen on osakeyhtiölain mukaisen vähemmistönsuojan, velkojainsuojan tai yhtiön edun vastaista.[23] Hallituksen esityksestä ei ilmene se perustavanlaatuinen lähtökohta, että yhtiön etu ei ainoastaan turvaa enemmistöosakkeenomistajalle ja hallitukselle laajaa harkintavaltaa, vaan sillä pyritään samalla järjestämään vähemmistöosakkeenomistajille ja mahdollisesti velkojille säällinen oikeussuoja.

Hallitusammattilaiset ry arvosteli lausuntokierroksella tapaa, jolla HE-luonnoksessa kirjoitettiin konsernista ja konserni-intressistä. Hallitusammattilaisten mukaan konsernikäsitettä käytettiin HE-luonnoksessa jo lähtökohtaisesti OYL 8:12:n vastaisesti. Toisaalta HE-luonnoksessa lähdettiin ongelmallisesti käsityksestä, jonka mukaan kuntayhtiön johto voisi asettaa kuntakonsernin kokonaisedun yhtiön edun edelle. Hallitusammattilaiset ry huomautti vielä erikseen, että konserni-intressin suosiminen yhtiön edun kustannuksella on useissa tapauksissa OYL:n vastaista ja voi aiheuttaa yhtiön johdolle vahingonkorvausvastuun. Lausunnossa ehdotettiin, että ajatus kuntakonsernin kokonaisedun edistämisestä olisi poistettu kokonaan lakiesityksestä.[24]

Hallitusammattilaiset ry:n lausunnossa esitetty kritiikki oli perusteltua. Toisaalta lausunnossakin oli käsitteellisiä ongelmia erityisesti yhtiön edun ja osakkeenomistajan edun välisen suhteen hahmottamisessa. Lausunnossa korostettiin, että kuntayhtiön johdon on kaikissa olosuhteissa asetettava yhtiön etu muiden tahojen eli myös osakkeenomistajien intressien edelle. Eksplisiittisesti todettiin, että *yhtiön etu ja osakkeenomistajan etu eivät tarkoita automaattisesti samaa asiaa*. Toisaalta lausunnossa todetaan eräänlaisena loppukaneettina, että kuntayhtiön tulee ”tuottaa voittoa kunta-omistajan edun mukaisesti” ikään kuin kunta-osakkeenomistajan etu olisi sittenkin määräävä.[25] Kannanottoja ei ole yhdistetty käsitteellisesti johdonmukaiseksi kokonaisuudeksi. Jos osakeyhtiölaki kieltää konserni-intressin ja osakkeenomistajan edun edistämisen yhtiön edun kustannuksella, on vaikea perustella loogisesti

---

[22] Ibid.
[23] HE 268/2014 vp. s. 176.
[24] *Hallitusammattilaiset ry* 2014 s. 4.
[25] *Hallitusammattilaiset ry* 2014, erityisesti s. 6.

se, että kuntayhtiön hallituksen päätöksenteon ohjenuorana toimii kuitenkin kunnan eli osakkeenomistajan etu.

Jos kuntayhtiön johto haluaa olla vapaa yhtiöoikeudellisista vastuuriskeistä, se ei voi asettaa kuntakonsernin kokonaisetua automaattisesti osakeyhtiölain mukaisten velvoitteiden edelle. Kuten hallituksen esityksessä todettiin, OYL:n mukaisten velvoitteiden ei tarvitse olla kunnalle peruste *luopua* vahvasta omistajuudesta ja kuntakonsernin kokonaisedun tavoittelusta, mutta ristiriitatilanteessa OYL:n mukaiset velvoitteet on asetettava kuntakonsernin kokonaisedun edelle. Kuntakonsernin kokonaisedun edistäminen voi olla kunnan intressissä, mutta kuntayhtiön hallituksen jäsenille näin toimiminen voi jossain olosuhteissa tarkoittaa vahingonkorvausvastuuta yhtiötä, sen vähemmistöosakkeenomistajia tai velkojia kohtaan.

6.1.4 Konserniohjeiden noudattaminen ja osakeyhtiölain mukainen korvausperuste

Kuntalain 47 §:n mukaisilla konserniohjeilla pyritään muun ohella siihen, että kuntayhtiön toiminnassa otetaan huomioon kuntakonsernin kokonaisetu. Konserniohjeet kohdistettaisiin myös kuntayhtiön toimielimissä toimiviin henkilöihin. Hallituksen esityksen mukaan konserniohjeet ”eivät oikeudellisesti suoraan sido tytäryhteisöjen toimielimiä”, vaan ”sitovuus syntyy vasta siinä vaiheessa, kun tytäryhteisön toimivaltainen elin, yleensä hallitus, on hyväksynyt ohjeet yhteisöä sitovaksi”. Silloinkin kun konserniohjeet on hyväksytty yhteisössä, yhteisön johdon velvoitteet ja vastuut määräytyisivät yhteisötyyppiä koskevan lainsäädännön mukaan. Lainvalmistelijoiden mukaan yhteisön johdon tulee esittää ”erityisen perusteltu syy” ohjeista poikkeamiseen tai niiden noudattamatta jättämiseen, koska ohjeet täydentävät kunnan tavoitteita, jotka on kirjattu yhtiön perustamisvaiheessa ja yhtiöjärjestyksessä. Lähtökohtaisesti tällainen syy voisi perustua ainoastaan osakeyhtiölain vähemmistönsuojasäännöksiin, velkojainsuojasäännöksiin tai yhtiön edun turvaamiseen. Kun arvioidaan sitä, mikä on yhtiön edun mukaista, huomioon tulisi aina ottaa yhtiöjärjestykseen kirjattu yhtiön toiminnan tarkoitus.[26] Asia voidaan ilmaista tiivistetysti niin, että kuntayhtiön johdon on jatkuvasti tarkkailtava, onko konserniohjeiden mukainen menettely sopusoinnussa osakeyhtiölain säännösten kanssa.

Kuntalain 47 §:ssä säädetään konserniohjeen vähimmäissisällöstä. Konserniohjeen antaa valtuusto. Konserniohjeessa tulisi muiden seikkojen ohella antaa määräykset yhteisön velvollisuudesta hankkia kunnan kanta asiaan ennen päätöksentekoa (47.4 §:n 4 kohta) sekä määräykset kunnan tytäryhteisöjen hy-

[26] HE 268/2014 vp. s. 175–176.

västä hallinto- ja johtamistavasta (47.4 §:n 7 kohta). Kummatkin säännökset voivat johtaa yhtiöoikeudellisiin ongelmiin. Kunnan ennakkokäsityksen hankkimista koskevan säännöksen (47.4 §:n 4 kohta) perusteluissa todetaan seuraavasti:

> ”Momentin 4 kohdan mukaan tytäryhteisön johdolle voidaan konserniohjeessa asettaa velvoite hankkia emoyhteisön kanta johonkin asiaan ennen tytäryhteisön omaa päätöksentekoa. Kunnan ennakkokäsityksen hankkiminen on keino ohjata ja valvoa konserniin kuuluvan tytäryhteisön toimintaa ja taloutta. Tällainen velvoite ennakkokäsityksen hankkimiseen voi syntyä esimerkiksi silloin, kun päätettävä asia [vaikuttaa] merkittävästi yhteisön tai kunnan talouteen tai taloudelliseen vastuuseen. Tytäryhteisön johdon tulee toimia huolellisesti ja yhteisön edun mukaisesti ja pääomistajan ennakkokäsityksen hankkiminen on näiden velvoitteiden mukaista. Ennakkokäsityksen hankkimisessa ei ole kyse yhteisön sisäisen päätöksenteon tai yhteisöä koskevan lain mukaisen toimitusjohtajan tai hallituksen vastuun siirtämisestä kunnanhallitukselle tai konsernijohdolle *eikä se merkitsisi minkäänlaisen oikeudellisen yhteisvastuun synnyttämistä*. Lopullinen päätösvalta ja vastuu on ennakkokäsitystä edellyttävästä asiasta aina yhteisön omalla päätöksentekoelimellä, vaikka kunnan ennakkokäsitys päätettävään asiaan on hankittu ennen yhteisön päätöstä. Mikäli yhteisön toimitusjohtaja tai hallitus tekee ennakkokäsityksen hankkimista edellyttävässä asiassa päätöksen vastoin kunnan näkemystä, kunnalla on mahdollisuus erikseen harkita siihen liittyvät mahdolliset jatkotoimenpiteet.”[27]

Osakeyhtiölaki ei rajoita omistajaohjausta sellaisenaan. Ongelmat liittyvät ainoastaan annetun omistajaohjauksen sisällölliseen hyväksyttävyyteen sekä siihen, millaista omistajaohjausta hallitus ja toimitusjohtaja saavat noudattaa.[28] Jos omistajaohjaus on osakeyhtiölain vastaista ja hallitus toimii omistajaohjaajan toiveiden mukaisesti, sekä hallituksen jäsenet että osakkeenomistaja voivat joutua osakeyhtiölain mukaiseen korvausvastuuseen. Hallituksen esityksessä on lähdetty ongelmallisesti siitä olettamasta, että hallituksen kunta-osakkeenomistajalta hankkima ennakkokäsitys ei voisi vaikuttaa oikeudellisen yhteisvastuun syntymiseen. Ei ole poissuljettua, että kunta voi joutua hallituksen jäsenten kanssa yhteisvastuullisesti korvausvastuuseen kuntayhtiötä, sen vähemmistöosakkeenomistajaa tai velkojaa kohtaan, jos kuntaosakkeenomistaja esimerkiksi ennakkokäsitystään antaessaan myötävaikuttaa osakeyhtiölain vastaisen päätöksen syntymiseen (OYL 22:2). Jos kuntaosakkeenomistaja on menetellyt tuottamuksellisesti, sille syntynee yleensä VahL 6 luvun mukainen yhteisvastuu päätöksen toimeenpanijoiden eli hallituksen jäsenten ja mahdollisen toimitusjohtajan kanssa (OYL 22:5). Kuntayhtiön johdon ja kuntaosak-

---

[27] HE 268/2014 vp. s. 176–177.
[28] Ks. *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 697–705.

keenomistajan välisessä suhteessa kunnan ennakkokäsityksen hankkiminen voi puolestaan joissain tapauksissa johtaa siihen, että kunnan derivatiivinen kanne johtoa vastaan korvauksen suorittamiseksi yhtiölle (OYL 22:7.4) ei voi menestyä, jos ennakkokäsityksen ilmaiseminen voidaan tulkita osakeyhtiölain vastaisen ja yhtiötä vahingoittavan päätöksen hyväksymiseksi. Jos kuntayhtiössä on muita osakkeenomistajia kuin kunta, kunnan ennakkokäsitys ei vaikuta tällaisten osakkeenomistajien oikeuteen vaatia korvausta yhtiölle eikä itsessään sulje pois yhtiön oikeutta vahingonkorvaukseen.

Kuntalain säännösten ja osakeyhtiölain yhteensovittaminen on erinomainen esimerkki siitä, miten hankalia tulkintakysymyksiä fidusiaarisiin velvollisuuksiin liittyy. Tyhjentyykö yhtiön edun merkityssisältö pelkästään voitontuottamistarkoitukseen? Onko yhtiön etu yhtä kuin osakkeenomistajan etu vai suojaako se muitakin intressitahoja? Voidaanko yhtiön toiminnassa ylipäätään edistää muita tavoitteita kuin voiton tuottamista ilman, että yhtiöjärjestyksessä poiketaan OYL 1:5:n olettamasäännöksestä? Jos yhtiön etu sallii muiden tavoitteiden kuin voiton tuottamisen edistämisen johdon päätöksenteossa, missä määrin tämä on mahdollista loukkaamatta mahdollisten vähemmistöosakkeenomistajien ja velkojien odotuksia voiton tuottamisesta? Mikä on paljon puhutun konserni-intressin ja yhtiön edun suhde? Alkavassa pääluvussa pohditaan muun muassa näitä kysymyksiä samalla, kun selvitetään yleisesti johdon fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöä kotimaisen oikeuden mukaan. Kuntalakiuudistuksessa ilmenevät ongelmat pohjautuvat nähtävästi osittain siihen, että yhtiöoikeudellinen käsitejärjestelmä vaatii jo itsessään tarkentamista.

6.2 FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET

6.2.1 Vuoden 1895 osakeyhtiölaki ja kirjallisuus

Vuoden 1895 osakeyhtiölaki sisälsi hyvin niukasti säännöksiä nykyiseen verrattuna. Näin oli myös yhtiön johdon velvollisuuksien ja vastuun osalta. Lain 38 §:n mukaan yhtiön toimitsijain tuli lain ja yhtiöjärjestyksen sekä osakasten antamien odotusten mukaan kaikella ahkeruudella ja huolella hoitaa yhtiön asioita. Edelleen lain 41 §:n mukaan toimitsija vastasi täydelleen siitä vahingosta, jonka hänen huolimattomuutensa taikka lakia tahi yhtiöjärjestystä vastaan sotiva toimensa yhtiön asioissa oli yhtiölle tuottanut. Vuoden 1895 osakeyhtiölaissa ei säädetty nimenomaisesti lainkaan johdon vahingonkorvausvastuusta kolmatta henkilöä kohtaan, vaan johdon vastuu suhteessa osakkeenomistajaan ja velkojaan jäi yleisten sääntöjen varaan. Lain 46 § sisälsi kuitenkin säännöksen, jonka perusteella velkojaan kohdistuvan yhtiöoikeudellisen vastuun laajuudesta ei ollut täyttä selvyyttä:

> ”Kanteen osakasta vastaan 16 tahi 33 §:n mukaan, kuin myös korvausvaatimuksen toimitsijaa vastaan 21, 29, 39, 40, 43 tahi 44 §:ssä olevain säännösten laiminlyömisestä tahi rikkomisesta saa, jos yhtiön omaisuus on luovutettu konkurssiin, myöskin velkoja tehdä. Sama oikeus olkoon myös velkojalla yhtiöltä ulosotettaessa, ellei kiistämätöntä omaisuutta, joka vaikeudetta voidaan muuttaa rahaksi, ole olemassa hänen saamisensa suorittamiseksi.”

Lain 46 §:n merkitykseen palataan pääluvussa 7. Vaikka vuoden 1895 laissa ei säädetty nimenomaisesti johtajan lojaliteettivelvollisuudesta yhtiötä kohtaan, tällainen voitiin johtaa 38 ja 41 §:stä. Lain aikainen oikeuskäytäntö ja kirjallisuus eivät viittaa siihen, että yhtiön edun vastaiset päätökset olisivat jääneet sanktioimatta vain siksi, että laissa ei mainittu erikseen ”yhtiön etua” tai ”lojaliteettivelvollisuutta”. Lakiin kirjaamattomat yleisperiaatteet, kuten vaatimukset yhtiön toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamisesta, olivat osa voimassa olevaa oikeutta ja niiden rikkominen saattoi aiheuttaa yhtiön johdolle korvausvelvollisuuden.[29] Yleislauseke kirjattiin lakiin 1930-luvulla.[30] Lain aikaisessa kirjallisuudessa lähdettiin nähtävästi selvästi siitä, että yleislauseke tai *yleissääntö* velvoitti hallitusta.[31] Johdolle syntyi korvausvelvollisuus myös yhtiön etua loukkaavien päätösten perusteella.[32] Kirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan voimassa olevaan oikeuteen sisältyi selvästi hallituksen huolellisuusvelvollisuus yhtiötä kohtaan. Tuolloin huolellisuusvelvollisuuden alaisuudessa käsiteltiin useita sellaisia kysymyksiä, joita nykykirjallisuudessa ja kansainvälisessä tutkimuksessa käsiteltäisiin lojaliteettivelvollisuuden yhteydessä.[33]

Korkein oikeus ei ottanut vuoden 1895 lain aikana kantaa yhteiskuntavastuuproblematiikan kärjistäviin tapauksiin, joissa olisi jouduttu arvioimaan voitontuottamistarkoituksen ja yhtiön tai osakkeenomistajien muiden tavoitteiden välistä ristiriitaa. Myöskään ei annettu ratkaisuja, joissa olisi kerrottu selvästi, miten oikeudellisesti sanktioitu yhtiön intressi suhtautui osakkeenomistajien, velkojien tai yleiseen etuun. Vuoden 1895 lain aikakaudella annettiin toisaalta vanhan konkurssisäännön tulkintaa koskenut ratkaisu KKO 1970 II 82, jonka otsikon mukaan yhtiön osakkeenomistajansa yksityisten velkojen vakuudeksi antama vakuus oli yhtiön konkurssipesääkin sitova, kun yhtiön kaikki osakkeenomistajat olivat sen hyväksyneet. Yksimieliset osakkeenomistajat olivat tämän ratkaisun mukaan oikeutettuja päättämään yhtiön liiketoimintaa palvelemattomasta varojen käytöstä yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin. Erityisesti myöhempiä osakeyhtiölakeja silmällä pitäen ratkaisusta on vaikea päätellä,

---

[29] *Taxell* 1963 s. 60.
[30] *Cederberg* 1934 s. 1–51 vaikutti olennaisesti yleislausekkeen säätämiseen.
[31] *Kyläkallio* 1963 s. 66 ja siinä mainitut lähteet.
[32] *Taxell* 1963 s. 72.
[33] Laajasti *Kyläkallio* 1963 s. 145–183.

saattoivatko osakkeenomistajat hyväksyä yhtiön edun vastaisen toimen yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin *kaikissa olosuhteissa*? Tämä erityisongelma liittyy ennen kaikkea yhtiön edun velkojia suojaavaan funktioon.

Osakkeenomistajien etujen keskeistä merkitystä yhtiön edun tulkinnassa voidaan tukea yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevalla doktriinilla ja lain 38 §:n sanamuodolla, jonka mukaan johdon tuli ”*osakasten antamien odotusten* mukaan kaikella ahkeruudella ja huolella hoitaa yhtiön asioita”. Ilmaisu korostaa osakkeenomistajien erityisasemaa. Sen perusteella voidaan yhden vaihtoehdon mukaan myös tulkita, että osakkeenomistajien tosiasialliset odotukset sitoivat oikeudellisesti hallitusta. Näin tulkittuna vuoden 1895 osakeyhtiölaki ei siis olisi vastannut tutkimuksessa aikaisemmin tarkasteltua ja eräissä oikeusjärjestyksissä omaksuttua näkemystä, jonka mukaan hallitus ei ole velvollinen edistämään yhtiön etua osakkeenomistajien tosiasiallisten odotusten mukaisesti. Vuoden 1895 lain kannalta on joka tapauksessa syytä esittää muutamia huomioita siitä, millä tavoin osakasten odotukset sitoivat hallitusta ja miten lain 38 § ymmärrettiin kirjallisuudessa.

Hallituksen tehtäviin kuului yhtiökokouspäätösten täytäntöön paneminen. Hallitus oli kuitenkin oikeutettu ja velvollinen arvioimaan ennen päätöksen täytäntöönpanoa, oliko päätös lain ja yhtiöjärjestyksen mukainen. Jos näin ei ollut, hallitus oli velvollinen kieltäytymään päätöksen täytäntöönpanosta. Samoin oli silloin, kun päätös oli yhtiön edun tai voitontuottamistarkoituksen vastainen. Olosuhteet saattoivat muuttua yhtiökokouspäätöksen ja sen täytäntöönpanon välisenä aikana niin, että hallituksen tuli erikseen testata päätöksen yhdenmukaisuus yhtiön edun kanssa ja tarpeen mukaan kieltäytyä sen toimeenpanosta.[34] *Taxell* puolsi samojen periaatteiden soveltamista lain 38 §:n tulkinnan yhteydessä eli silloin, kun yhtiökokous antoi hallitukselle ohjeita. Hallitus ei saanut noudattaa lain tai yhtiöjärjestyksen vastaisia ohjeita, mutta muilta osin ohjeet olivat sitovia. Taxell lähti kuitenkin siitä, että yhtiökokouksen antamien ohjeiden noudattamisessa hallitukselle jäi jonkin verran enemmän itsenäistä harkintavaltaa kuin yhtiökokouspäätösten varsinaisen täytäntöönpanon yhteydessä. Hallitus oli aina velvollinen arvioimaan, ovatko ohjeet yhtiön edun mukaisia. Varsinkin jos yhtiökokouksen antamat ohjeet olivat yleisluonteisia, niiden tosiasiallinen sitovuus saattoi jäädä melko heikoksi.[35] *Kyläkallion* mukaan lain 38 §:stä seurasi hallitukselle lähtökohtainen velvollisuus noudattaa yhtiökokouksen päätöksiä. Velvollisuus oli sanktioitu vahingonkorvausvastuulla, vaikka korvausvastuuta koskevassa 41 §:ssä ei mainittu vastuuperusteena osakasten antamien odotusten noudattamatta jättämistä. Laista voitiin siis johtaa hallitukselle ”tottelemisvelvollisuus”.[36]

---

[34] *Taxell* 1963 s. 22–23.
[35] *Taxell* 1963 s. 23.
[36] *Kyläkallio* 1963 s. 75–79.

Hallituksen vastuuta tutkineet Taxell ja Kyläkallio johtivat siis lain 38 §:stä ennen kaikkea hallitukselle lähtökohtaisen velvollisuuden noudattaa yhtiökokouksen päätöksiä. Merkille pantavaa on se, ettei lainkohdasta nähtävästi kuitenkaan tehty kovin pitkälle meneviä johtopäätöksiä yhtiön edun materiaalisen sisällön kannalta. Kyläkallio ei esimerkiksi arvioinut yksityiskohtaisesti sitä, milloin yhtiökokouksen päätös oli *epätarkoituksenmukainen* ja totesi samalla, että usein selvästi epätarkoituksenmukainen päätös merkitsi ilmeisesti helposti laitonta varojenjakoa. Samalla se saattoi olla yhdenvertaisuusperiaatteen tai yleislausekkeen vastainen.[37] Kyläkallio esitti edelleen näkemyksen, jonka mukaan tappiollisen toiminnan tietoinen harjoittaminenkaan ei aina aiheuttanut hallitukselle vastuuta, jos yhtiö oli perustettu harjoittamaan aatteellista tai muuta toimintaa, jonka ei odotettu tuottavan voittoa. Esimerkkinä hän mainitsi ensin asunto-osakeyhtiöt. Kiinnostavampi on kuitenkin Kyläkallion lisäys, jonka mukaan ”juridisesti arvostellen saattavat siten eri syyt oikeuttaa yhtiön tai jonkin sen toiminnanhaaran jatkuvastikin tuottamaan tappiota”. Tältä osin hän nosti esiin esimerkkeinä eräät valtionyhtiöt sekä konserniyhtiöt.[38] Koska valtionyhtiöt ja suuri osa konserniyhtiöistä toimivat aikakaudella vuoden 1895 lain alaisuudessa, Kyläkallion näkemyksestä ilmeisesti seurasi, että osakeyhtiölaki ja yhtiön etu sallivat ainakin joillain reunaehdoilla monipäämääräiset yhtiöt. Kyläkallio ei nähdäkseni ottanut selkeää kantaa siihen, pitikö voitontuottamistarkoituksesta poikkeavat tavoitteet *aina* määritellä yhtiöjärjestyksessä, jotta yhtiön hallitus saisi edistää niitä ilman korvausvastuun pelkoa. Edellä mainituista syistä ei ole perusteltua spekuloida tarkemmin sillä, mikä oli Kyläkallion kanta voimassa olevan oikeuden tilasta.

Kiinnostava kannanotto oli myös se, jolla Kyläkallio rajasi yksimielisten osakkeenomistajien oikeutta tehdä yhtiön kannalta ”epätarkoituksenmukaisia” päätöksiä. Yksimielisillä osakkeenomistajillahan oli lähtökohtaisesti tällainen oikeus. Toisinaan päätöksen epätarkoituksenmukaisuus saattoi kuitenkin muodostua niin merkittäväksi, että se merkitsi yhtiön omaisuuden laitonta jakoa, jolloin päätöstä oli pidettävä kiellettynä kaikkien osakkeenomistajien päättämänäkin.[39] Kannanotto näyttää sisältävän ainakin implisiittisen näkemyksen siitä, että kolmas eli velkoja ansaitsi suojaa ”yhtiön kannalta epätarkoituksenmukaisten” päätösten varalta. Kyläkallio ei kuitenkaan puuttunut tässä yhteydessä siihen, miten johdon yleiset velvollisuudet ja laitonta varojenjakoa koskevat säännökset suhtautuivat toisiinsa tai suojasivatko johdon yleiset velvollisuudet osakkeenomistajien ohella velkojia.

Kun oikeuskäytäntökin oli niukkasanaista, lain 38 §:n osakkeenomistajakeskeisestä sanamuodosta huolimatta on vaikea sanoa, millainen intressimatriisi

---

[37] *Kyläkallio* 1963 s. 75, 114–123.
[38] *Kyläkallio* 1963 s. 159.
[39] *Kyläkallio* 1963 s. 135–137 ja alaviitteessä 163 mainitut ratkaisut.

vuoden 1895 osakeyhtiölain mukainen yhtiön etu tosiasiassa oli. Lojaliteettivelvollisuus ilmeni edellä todetulla tavalla paitsi lain 38 ja 41 §:stä myös yhtiöoikeudellisesta yleislausekkeesta, joka lisättiin lakiin 1930-luvulla. Yleislausekkeen juuret ovat Saksan osakeyhtiöoikeudessa.[40] Juuri Saksassa yhtiön edun on yleensä ymmärretty tarkoittaneen ja tarkoittavan jotain enemmän kuin osakkeenomistajien etua. On kuitenkin syytä suhtautua varovaisesti sellaiseen ajatukseen, että suomalainen yhtiön etu olisi ankkuroitunut johonkin selkeään teoreettiseen taustakäsitykseen osakeyhtiöstä, sen edusta ja tarkoituksesta.

Saksalaisen institutionaalisen ajattelun torjuminen saa ainakin jonkinasteista tukea kirjallisuudesta. Oikeuskäytännössä ei esitetty yksityiskohtaisesti elaboroituja näkemyksiä yhtiön edun merkityssisällöstä, mutta kirjallisuudessa kysymystä käsiteltiin paikoittain hyvinkin yksityiskohtaisesti. *Taxell* tunnisti yhtiön orgaaneihin kuuluvien henkilöiden näkökulmasta kolme relevanttia intressitahoa: yhtiön, osakkeenomistajan ja kolmannen osapuolen. Taxell korosti, että yhtiön orgaaneissa toimivat henkilöt olivat velvolliset edistämään yhtiön etua ja ottamaan ”tietyissä määrin” huomioon myös osakkeenomistajien ja kolmansien intressit ja oikeudet.[41] Taxell huomioi väitöskirjassaan saksalaisen ajattelun, jossa osakeyhtiöllä oli itseisarvoa kansantaloudellisena tuotantoyksikkönä, eikä yhtiötä voitu kohdella ainoastaan sijoittajien yhteenliittymänä. Saksalaisessa ajattelussa osakeyhtiöksi organisoidulla yrityksellä oli oma etunsa (*das Unternehmenintresse*), joka saattoi olla vastakkainen osakkeenomistajien eduille. Taxell hylkäsi kuitenkin saksalaistyyppisen yritysintressin suomalaiselle ajattelulle vieraana, koska meillä vallitseva käsitys korosti enemmän osakkeenomistajien taloudellisia etuja. Siitä huolimatta hän piti erillistä yhtiöintressiä tarpeellisena suomalaiselle yhtiöoikeudelle. Yhtiön omalla edulla johto pystyi perustelemaan toimenpiteitä, joita yhtiön liiketoiminnan kehittäminen, vakauttaminen tai saneeraaminen vaati. Yhtiöintressiä tarvittiin, koska osakkeenomistajat saattoivat pitää toimenpiteitä tarpeettomina tai väärinä, vaikka ne pitkällä aikavälillä koituisivat myös osakkeenomistajien eduksi.[42]

Taxellin mukaan yhtiöintressiä tarvittiin erityisesti ratkaisemaan osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja. Samalla hän korosti sitä, että *useimmissa* tapauksissa yhtiön intressi sisältää kaikkien osakkeenomistajien edut: kun yhtiön etu toteutui, myös osakkeenomistajat hyötyivät. Erillistä yhtiöintressiä tarvittiin lähinnä silloin, kun yksittäinen osakkeenomistaja yritti edistää omia taloudellisia etujaan yhtiön edun kustannuksella. Tässä mielessä yhtiöintressi saattoi todella olla vastakkainen osakkeenomistajan edun kanssa. Taxellin mukaan yhtiöintressin etuihin kuului myös se, että yhtiön puolesta toimivien hen-

---

[40] *Pönkä* 2012 s. 154 viittaa *Cederbergiin*, jonka ajattelu nojasi vahvasti Saksaan. *Cederberg* 1934 s. 1–51.
[41] *Taxell* 1963 s. 27.
[42] *Taxell* 1946 s. 24–27.

kilöiden oli helpompi perustella toimenpiteensä yhtiön edulla kuin ottaa selvää osakkeenomistajien intresseistä, jotka saattoivat poiketa toisistaan.[43]

Modernissa kirjallisuudessa *Daniel Stattin* on todennut, että Taxellin tulkintojen seuraukset olisivat ilmeisesti melko lähellä nykytutkijoiden termein stakeholder-ajattelua. Toisaalta Stattin huomauttaa, että helposti syyllistyttäisiin ylitulkintaan, jos Taxellia kuvattaisiin jonkinlaiseksi stakeholder-ajattelun pioneeriksi.[44] Taxellin tulkintoja on kuvattu myös niin, että hän olisi tarkoittanut yhtiön edulla viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien etua.[45] Taxellin väitöskirjassa esitetyt näkemykset[46] huomioiden kyse lienee ainakin osittain ylitulkinnasta.[47] Taxell korosti, että yhtiön ja osakkeenomistajien edut ovat useimmissa tapauksissa yhteneväiset, mutta hän ei rinnastanut niitä keskenään yleisellä tasolla.

Kilpi huomautti artikkelissaan, että osakeyhtiön edulle tuskin voidaan antaa täsmällistä merkityssisältöä, koska lopputulos on aina riippuvainen tulkitsijan subjektiivisista käsityksistä.[48] *Drockila* piti osingonjaon sääntelyä koskevassa väitöskirjassaan osakeyhtiön omaa etua luonnollisena ilmiönä. Hän erotti väitöskirjassaan kolme eri etutahoa toisistaan: yhtiön, osakkeenomistajan ja velkojan. Drockila tarkasteli osakkeenomistajan oikeutta osinkoon erikseen yhtiön ja osakkeenomistajan näkökulmasta. Johtopäätös näiden keskinäisistä suhteista oli samantapainen kuin Taxellilla eli osakkeenomistajien edut saattoivat olla keskenään ristiriidassa, ja joidenkin osakkeenomistajien edut saattoivat olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa.[49] Eri osakkeenomistajablokit hakevat yhtiöstä etua eri tavoin ja niillä saattaa olla ”yhtiön ulkopuolisiakin etupyyteitä”. Taloudellinen eturistiriita syntyy esimerkiksi silloin, kun joku osakkeenomistaja vaatii mahdollisimman suurta osingonjakoa, mutta toisten mielestä osinkoa pitäisi jakaa vähän tai ei ollenkaan. Toisinaan *yhtiön omat* investointisuunnitelmat edellyttävät osingonjaon rajoittamista.[50]

Vuoden 1895 osakeyhtiölain aikaisessa kirjallisuudessa hahmotettu yhtiöintressi muotoillaan nykytutkijoiden termein usein osakkeenomistajien yhteiseksi hypoteettiseksi eduksi tai kaikkien osakkeenomistajien pitkän aikavälin eduksi. Vaikka voidaan olettaa, että vuoden 1895 osakeyhtiölain aikaiset kirjottajat ja nykytutkijat päätyisivät samanlaisiin lopputuloksiin monien päätösten yhtiöoikeudellisen hyväksyttävyyden arvioinnissa, retorisilla valinnoilla ja niiden eroilla on keskeinen merkitys. Retorisilla valinnoilla muovataan oikeu-

---

[43] *Taxell* 1946 s. 27–28.
[44] *Stattin* 2009 s. 53.
[45] *Pönkä* 2012 s. 321 alav. 1206.
[46] *Taxell* 1946 s. 24–29.
[47] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 712 alav. 72.
[48] *Kilpi* 1955 s. 439–440.
[49] *Drockila* 1964 s. 18–19.
[50] *Drockila* 1964 s. 34–35.

denalan käsitejärjestelmää ja ne voivat nousta merkityksellisiksi myös esimerkiksi konkreettisessa oikeusriidassa, jossa arvioidaan yhteiskuntavastuuproblematiikkaa tai osakkeenomistajien ja velkojien välistä intressiristiriitaa. Selvää on, että yhtiön edun määrittelyssä on pidettävä kiinni käsitteellisen johdonmukaisuuden vaatimuksesta.

Yhteiskuntavastuun sallittavuus, konserni-intressin ja yhtiön edun suhde sekä yhtiön edun velkojia suojaava funktio olivat kirjallisuuden ja käytännön valossa epäselviä kysymyksiä. Monien kirjoittajien käsitteellinen lähtökohta oli kuitenkin selvä sekä linjassa oikeudellisen todellisuuden ja kansainvälisten vertailumaiden järjestelmien kanssa: osakeyhtiötä kohdeltiin erillisenä intressitahonaan eli yhtiön etu tarkoitti nimenomaan yhtiön omaa etua. Vaikka yhtiön edun loukkaaminen vahingoitti useimmissa tapauksissa välillisesti yhtiön jokaista osakkeenomistajaa, yhtiön edun kategorista rinnastamista osakkeenomistajien etujen kanssa pidettiin käsitteellisesti vaikeana lähtökohtana, koska intressiristiriita saattoi olla myös yhtiön ja osakkeenomistajan välillä.

6.2.2 Vuoden 1978 osakeyhtiölaki ja kirjallisuus

Vuoden 1978 osakeyhtiölaki (EOYL, 734/1978) sisälsi aikaisempaa lakia huomattavasti enemmän johdon fidusiaarisia velvollisuuksia ilmentäviä säännöksiä. Näihin kuuluivat ennen kaikkea esteellisyyssäännös (EOYL 8:10), erillinen yleislauseke (EOYL 8:14) sekä vahingonkorvaussäännös (EOYL 15:1). Myös yhtiön toiminnan tarkoitus määriteltiin ensimmäisen kerran lain tasolla. EOYL 12:1.2:ssa tämä tehtiin käänteisesti. Jos yhtiön toiminnalla oli kokonaan tai osaksi muu tarkoitus kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, yhtiöjärjestykseen oli otettava määräys voiton käytöstä sekä netto-omaisuuden käytöstä selvitysmenettelyssä.

Nykyiseen OYL 1:8:ään kirjattu velvollisuus edistää huolellisesti toimien yhtiön etua oli voimassa jo vuoden 1978 osakeyhtiölaissa. Näin voidaan päätellä EOYL:n esityölausumasta, jonka mukaan johdolla oli velvollisuus edistää ”yhtiön parasta”.[51] Samaan lopputulokseen päästiin EOYL 15:1:n vahingonkorvaussäännöksen tulkinnalla.[52] Asia ilmenee varsin selvästi myös vahingonkorvausoikeudellisesta oikeuskäytännöstä (esim. KKO 1991:122 ja KKO 1991:123). Edelleen on huomattava, että lojaliteettivelvollisuus voitiin johtaa EOYL 8:14:n ja EOYL 9:16:n yleislausekkeista.[53]

---

[51] HE 27/1977 vp. s. 52. Ks. *Mähönen – Villa* 2006 s. 120.
[52] Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 135. *Toiviainen* 1994b s. 1036 käsittelee nimeltä mainiten vain huolellisuusvelvollisuutta.
[53] *Toiviainen* 1994b s. 1045.

Lojaliteettivelvollisuudella säännellään ennen kaikkea johtajan ja yhtiön välisiä intressiristiriitoja. Velvollisuuden tarkoituksena on estää johtajaa edistämästä omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella. Kirjallisuudessa on hahmoteltu tyyppitilanteita, joissa lojaliteettivelvollisuutta on usein rikottu. Velvollisuuden noudattaminen voi vaarantua johtajan ja yhtiön välisissä oikeustoimissa (välitön itsekontrahointi) tai yhtiön ja kolmannen välisissä oikeustoimissa, jos johtajalla on intressiristiriidan aiheuttava sidonnaisuus kolmanteen (välillinen itsekontrahointi). Toiseksi johtaja voi toimia lojaliteettivelvollisuutensa vastaisesti, jos hän hyödyntää liiketoimintamahdollisuuden, joka olisi yhtiön käytettävissä (”corporate opportunity”). Lojaliteettivelvollisuuden vastaista voi olla myös yhtiön kanssa kilpaileminen, hallitusjäsenyyteen perustuvien etujen vastaanottaminen kolmannelta tai johtajan toimivaltuuksien käyttäminen yhtiön toiminnalle vieraisiin tarkoituksiin (”ulterior purposes”).[54] Monet tällaisista väärinkäytöksistä olivat todennäköisesti vuoden 1978 lain mukaisen lojaliteettivelvollisuuden vastaisia, joskin ”corporate opportunity” -ja kilpailukieltojen olemassaolosta tai soveltamisaloista ei ehkä ollut täyttä selvyyttä oikeuskäytännön vähäisyyden vuoksi.

Lojaliteettivelvollisuus täydentää taloustieteen termein johdon ja yhtiön välisen epätäydellisen sopimuksen.[55] Lojaliteettivelvollisuuden osakeyhtiölain muita säännöksiä täydentävää funktiota ilmentävät esimerkiksi EOYL:n aikaiset ennakkopäätökset KKO 1997:110 ja KKO 1999:12. Ratkaisut osoittavat, että johtaja ei aina vapaudu vastuusta edes sillä, että hän esteellisenä pidättäytyy osallistumasta päätöksentekoon siten kuin esteellisyyssäännökset vaativat. Yhtiön edun edistäminen voi vaatia itsensä jäävänneeltäkin johtajalta aktiivisia toimia yhtiötä uhkaavan vahingon välttämiseksi.[56]

Johdolla oli siis EOYL:n aikana kiistatta velvollisuus edistää huolellisesti toimien yhtiön etua, vaikka laissa tai sen esitöissä ei käytetty nimenomaisesti termiä lojaliteettivelvollisuus. Laissa tai sen perusteluissa ei täsmennetty yksityiskohtaisesti, miten yhtiön, osakkeenomistajien ja velkojien edut suhtautuivat toisiinsa. Lähtökohtana olivat ainoastaan yleisluonteiset velvollisuudet edistää yhtiön etua ja kunnioittaa yhtiön toiminnan tarkoitusta. Toisaalta hallituksen esityksessä vahvistettiin selvästi aikaisemman lain aikaista kirjallisuutta myötäillen yhtiön ja osakkeenomistajan etujen erillisyys eräiden säännösten yhteydessä.[57]

---

[54] *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013 s. 23–24. Kotimaisesta kirjallisuudesta *Mähönen – Villa* 2015 s. 379–380 ja siinä mainitut yhdysvaltalaislähteet.

[55] Epätäydellisistä sopimuksista esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 330.

[56] Ks. ratkaisuista *Savela* 2015 s. 24–26 ja siinä mainitut lähteet. Ratkaisusta KKO 1997:110 myös *Kaisanlahti* 1999 s. 105 ja *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015a s. 62 alav. 21.

[57] HE 27/1977 vp. s. 64, jossa todetaan osakkeenomistajan kyselyoikeudesta yhtiökokouksessa seuraavasti: ”– – yhtiön johto ei ole velvollinen tai edes oikeutettu antamaan sellaisia tietoja, joiden paljastaminen voi vahingoittaa yhtiötä. Kyselyn esittäjä saattaa pyrkiä edistämään vain omia tai kolmannen miehen intressejä eikä yhtiön etua.”

Hallituksen esityksessä todettiin EOYL:n sääntelyn kuvastavan myös yhtiön yhteiskunnallista vastuuta. Lakiesityksen yleisperustelujen mukaan pääomasijoittajien ja velkojien oikeussuojan tarpeella oli keskeinen sija yhtiöoikeudessa, mutta ”tänä päivänä monen muunkin sidosryhmän etujen huomioon ottaminen lainsäädännössä” oli tullut tärkeäksi. Tämän jälkeen lainsäätäjä viittasi nimeltä mainiten muutamiin sääntelyllisiin uudistuksiin kuten informointivelvoitteisiin, joiden voitiin katsoa olevan niin osakkeenomistajien, velkojien kuin muiden intressitahojen etujen mukaisia.[58] Tällaisten yleisen tason luonnehdintojen perusteella on vaikea sanoa, millainen intressimatriisi yhtiön etu tosiasiassa oli ja viitattiinko luonnehdinnoilla juuri yhtiön etuun ja millä tavoin. Toisaalta mikään ei viittaa siihen, että niille ei voisi antaa merkitystä sekä yhtiön edun että lain muiden säännösten tarkoitusten selvittämisessä. Merkille pantavaa on se, että lakiesityksessä ei sanottu mitään yhtiön edun ja hallituksen nimittämistä koskevien säännösten suhteesta.[59]

Velvoittavien oikeuslähteiden yleisluonteisuus pakottaa jälleen tarkastelemaan, miten yhtiön etua arvioitiin osakeyhtiöoikeudellisissa tutkimuksissa. Syvällisimmät katsaukset sisältyvät *Pauli Kosken* tuotantoon.[60] EOYL 8:14.1:n ja EOYL 9:16:n yleislausekkeet osoittivat Kosken mukaan monien muiden EOYL:n säännösten ohella, että lainsäätäjä tunnusti yhtiön oman edun olemassaolon, eikä yhtiön etua voinut rinnastaa suoraviivaisesti osakkeenomistajien tai muiden sidosryhmien intresseihin. Koskelle yhtiön etu oli ”lain tuntema, tosin tarkemmin määrittelemättä jätetty käsite, jonka käytön tarkoituksena ilmeisestikin on edesauttaa yhtiöön ja toisiinsa monin tavoin sidoksissa olevien eri etutahojen välisten suhteiden selvittelyä ja määrittelyä”. Edelleen hän huomautti, että ”yhtiön intressin lähempi sisältö voitaneen selvittää vain kulloisessakin konkreettisessa tilanteessa”. Käytännössä yhtiön edun toteutuminen jäi vahvasti kiinni yhtiön johdosta, sillä ”yhtiön intressin ilmentäjänä, toteuttajana ja edustajana on yhtiön johto, so. yhtiöoikeudellisesti katsottuna lähinnä yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja”. Johdon tehtävänä on ”yhtiön koossa pitäminen ja sen tarkoituksen käytännön toteuttaminen sekä eri etutahojen aseman tasapainottaminen yhtiöön ja toisiinsa nähden”.[61]

Koski tiedosti, ettei osakeyhtiön olemassaoloa sellaisenaan välttämättä ole pidettävä itsetarkoituksena, mutta yhtiöintressi oli käyttökelpoinen tapa ratkaista osakeyhtiössä vallitsevia intressiristiriitoja. Yhtiöintressi oli pragmaattinen, lain selvästi tuntema käsite, jonka tarkempi sisältö jäisi määritettäväksi kussakin yksittäistapauksessa. Yhtiöintressin avulla oli mahdollista ratkaista yhtäältä yhtiön ja sen sidosryhmien välisiä suhteita sekä toisaalta yhtiön sidosryhmien

---

[58] HE 27/1977 vp. s. 5.
[59] Ks. HE 27/1977 vp. s. 17.
[60] Erityisesti *Koski* 1977 s. 225–230.
[61] *Koski* 1977 s. 227–228 ja alaviitteet 17–20.

keskinäisiä suhteita. Koski totesi nimenomaisesti, että yleisellä tasolla osakeyhtiön etua ei voida rinnastaa osakkeenomistajien yhteiseen etuun. Yhtiön etu oli mahdollista rinnastaa osakkeenomistajien etuun yhdenyhtiöissä, pienissä perheyhtiöissä sekä yhtiöissä, joissa osakkeenomistajat itse toimivat yhtiön johtohenkilöinä. Sen sijaan yhtiöissä, joissa omistusrakenne oli laajalle hajautunut ja yhtiön johtoon kuului osakkeenomistajista riippumattomia henkilöitä, osakeyhtiön etua ei voinut rinnastaa kaikkien osakkeenomistajien etuun jo siksi, että yksittäisten osakkeenomistajien edut saattoivat olla keskenään ristiriidassa.[62]

Koski pohti erikseen yhtiön ja osakkeenomistajien välistä suhdetta sekä osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita. Hänen mukaansa yhtiön yleisenä tarkoituksena on voiton tuottaminen, mikä on *sekä* yhtiön *että* osakkeenomistajien intressissä. Voiton tuottaminen on kuitenkin eri asia kuin voiton realisoiminen ja voittovarojen käyttäminen. Yhtiön ja osakkeenomistajan välinen intressiristiriita ilmeni Kosken mukaan ennen kaikkea siinä, miten yhtiön toiminnan tuottama voitto käytetään. Osakkeenomistaja, joka osallistuu yhtiön toimintaan ainoastaan osakkeenomistajan ominaisuudessa, on ainakin yleensä kiinnostunut ainoastaan voiton jakamisesta. Yhtiön etu sen sijaan edellyttää, että ainakin osa voittovaroista jätetään yhtiöön toiminnan jatkuvuuden ja kehityksen turvaamiseksi. Osakkeenomistajien keskinäisistä suhteista Koski totesi, että kaikkien osakkeenomistajien edut olivat vain poikkeustapauksissa yhtenäiset. Enemmistöosakkeenomistaja saattoi ajaa omaa etuaan niin voimakkaasti, että hän tietoisesti tai tiedostamatta tuli loukanneeksi vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia. Yksi yleisimmistä esimerkeistä lienee se, että enemmistöosakkeenomistajasta riippuvainen yhtiön johto myy yhtiön omaisuutta alihintaan enemmistöosakkeenomistajalle. Yhtiöintressi oli keino suojata vähemmistöosakkeenomistajia.[63]

Yhtiön ja osakkeenomistajan suhteen kannalta *Koski* oli siis samaa mieltä kuin *Taxell*: osakkeenomistajan ja yhtiön välillä voi olla intressiristiriitoja. Ristiriidat näyttäytyvät helposti siinä, miten yhtiön voitto tulisi realisoida ja käyttää, mutta myös siinä, miten yhtiön tulos lasketaan ja esitetään. Kosken mukaan yhtiön johto oli käytännössä ”varsin ylivoimaisessa asemassa ristiriitatilannetta ratkaistaessa”. Jos yhtiössä on vain yksi osakkeenomistaja, kuten tytäryhtiönsä kokonaan omistava emoyhtiö, yhtiön ja ainoan osakkeenomistajan välille ei yleensä synny intressiristiriitaa. Intressiristiriidan mahdollisuus syntyy kuitenkin heti, jos tytäryhtiössä on vähemmistöosakkeenomistajia.[64]

Konsernissa emoyhtiö ohjailee tytäryhtiötään antamalla tytäryhtiön johdolle ohjeita ja määräyksiä. *Koski* oli sillä kannalla, ettei kotimainen osakeyhtiölainsäädäntö oikeuttanut tai velvoittanut tytäryhtiön johtoa noudattamaan emoyhtiön

---

[62] *Koski* 1977 s. 225–228.
[63] *Koski* 1977 s. 247, 251, 262–264, 285–293.
[64] *Koski* 1977 s. 228–230.

antamia ohjeita. Tytäryhtiön johto ei myöskään voinut sopimuksin siirtää toimivaltaansa tai itsenäistä päätöksentekoa yhtiön ulkopuoliselle henkilölle.[65]

Tytäryhtiön hallitus toimii käytännössä emoyhtiön toivomalla tavalla, mutta tämä johtuu emoyhtiön oikeudesta vaihtaa tytäryhtiön johto sekä taloudellisista ja sosiaalisista realiteeteista, ei niinkään osakeyhtiölakiin kirjatusta velvollisuudesta noudattaa emoyhtiön määräyksiä. Laki suojaa tytäryhtiön johdon itsenäistä harkintavaltaa, vaikka se käytännön realiteettien seurauksena jääkin yleensä nimelliseksi. Emoyhtiön ja tytäryhtiön etujen samastaminen *de jure* vaikuttaa joka tapauksessa virhepäätelmältä. Jos johdon velvollisuus edistää yhtiön etua tarkoittaisi *velvollisuutta* edistää osakkeenomistajan etua, osakkeenomistajan tai joidenkin osakkeenomistajien subjektiivisten odotusten syrjäyttämisestä tulisi seurata johdon jäsenille vahingonkorvausvastuu yhtiötä kohtaan. EOYL:iin ei otettu vuoden 1895 lain 41 §:ssä käytettyä ilmaisua, jonka mukaan johdon tulee hoitaa yhtiön asioita muun ohella ”osakasten antamien odotusten” mukaan. Voidaanko tästä siis tehdä e contrario -päätelmä ja todeta, että osakkeenomistajien odotukset ja toiveet eivät enää oikeudellisesti sitoneet johtoa? Näin on toki mahdollista ajatella. Samaa johtopäätöstä tukee sekin, että EOYL:ssä hallituksen asemaa oli yleisesti vahvistettu yhtiökokouksen kustannuksella.[66] Lain yksityiskohtaisissa perusteluissa korostettiin säädöstekstiä vastaavalla tavalla, että yhtiökokous on toimivaltainen tekemään päätöksen ainoastaan silloin, kun näin on nimenomaisesti säädetty osakeyhtiölaissa. Muissa asioissa toimivalta kuuluu hallitukselle tai mahdolliselle toimitusjohtajalle.[67] Sekä johdon päätöksentekoa aineellisesti normittavat säännökset että toimivaltasäännökset puoltavat sellaista tulkintaa, että EOYL ilmeisesti todella poikkesi tärkeässä suhteessa aikaisemmasta laista. Hallitukselle annettiin vahva itsenäinen harkintavalta sen arvioimisessa, mitä yhtiön etu edellyttää.

On suhtauduttava kriittisesti näkemykseen, jonka mukaan tytäryhtiön johdolla ei ollut *oikeutta* noudattaa emoyhtiön ohjeita ja määräyksiä. Vain vaatimus yhtiön edun edistämisestä ja yleinen huolellisuusvelvollisuus rajoittivat hallituksen liikkumatilaa ja niiden puitteissa hallituksella oli ilmeisesti oikeus noudattaa vapaasti emoyhtiön tai muun määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan antamia toimintaohjeita. Tytäryhtiön ja emoyhtiön välisissä liiketoimissa tämä tarkoitti kuitenkin sitä, että tytäryhtiön johdon oli vastuuriskin välttääkseen oltava valmis osoittamaan, että liiketoimi oli tytäryhtiön edun mukainen. Yksiselitteistä vastausta ei toisin sanoen ole siihen, oliko tytäryhtiön hallitus *oikeutettu* edistämään emoyhtiön etua.[68] Ehdotonta *velvollisuutta* siihen ei ilmeisesti ainakaan ollut.

---

[65] *Koski* 1977 s. 244–245.
[66] HE 27/1977 vp. s. 9.
[67] HE 27/1977 vp. s. 52.
[68] Näin ilmeisesti myös *Koski* 1977 s. 241–242. Tytäryhtiön hallituksen oikeus edistää emoyhtiön etua on lopulta arvostuskysymys, joka ratkeaa yhtiön edun tulkinnan avulla.

Jos tytäryhtiön johto emoyhtiön antamia määräyksiä noudattamalla syrjäytti tytäryhtiön edun emoyhtiön edun tai konserni-intressin hyväksi, se rikkoi velvollisuuksiaan tytäryhtiötä kohtaan. Kosken mukaan johto rikkoi tällöin velvollisuuksiaan välillisesti myös tytäryhtiön vähemmistöosakkeenomistajia ja mahdollisesti muitakin etutahoja kuten luotonantajia ja työntekijöitä kohtaan. Tässä tapauksessa seurauksena oli ”vahingonkorvausvelvollisuus ensi sijassa tytäryhtiötä mutta mahdollisesti myös vähemmistöosakkeenomistajia ja muita etutahoja kohtaan”.[69] Tämä kanta tarkoitti asiallisesti, että yhtiön edulla oli ainakin välillisesti useita suojakohteita, koska yhtiön edun vastainen päätös vahingoitti välillisesti osakkeenomistajia tai velkojia taikka molempia. Vastuun toteuttamiseen liittyvät säännöt ovat muuttuneet jonkin verran Kosken esityksen jälkeen, joten hänen kantaansa yhtiön edun useita tahoja suojaavasta luonteesta on joka tapauksessa tehtävä eräitä varauksia, jotka seuraavat juuri osakeyhtiölain korvausjärjestelmän säännöistä. Kysymykseen palataan jäljempänä.

Kosken mukaan yhtiön etua ei ollut tarpeen tai edes mahdollista määritellä yksiselitteisesti yleisellä tasolla. Yhtiön yleiseksi tarkoitukseksi katsottiin voiton *tuottaminen*, muttei välttämättä voiton *maksimoiminen*.[70] Koski jatkoi yhtiöintressin sisällön selvittämistä myös väitöskirjansa jälkeen.

> ”Yrityksen intressin samaistaminen omistajiensa intressiin on pisimmillään yksityisten elinkeinonharjoittajien kohdalla ja ns. henkilöyhtiöissä, so. avoimissa ja kommandiittiyhtiöissä, joissa yrityksen olemassaolo ja toiminta ratkaisevalla tavalla nojaa osakkaittensa (yhtiömiestensä) henkilökohtaisten kykyjen ja vastuun varaan. Samanlainen on tilanne myös osakeyhtiömuotoisissa perhe- ja pienyhtiöissä, joissa omistajaosakkaat tavallisesti ovat lukumääräisesti vähäisiä, mutta yhtiön toiminnan kannalta sitä merkityksellisempiä.”
>
> ”Suuremmissa osakeyhtiöissä, joissa omistajatahon muodostaa edellistä lukuisampi määrä yksittäisiä, painoarvoltaan ja tavoitteiltaan erilaisia omistajia mukaan lukien ns. osakesäästäjät ja eri tavoin institutionalisoituneet sijoittajat, on jo vaikeampaa samaistaa yrityksen intressejä omistajiensa intresseihin.”
>
> ”Lainsäädännön lähtökohtana on, että osakeyhtiön tarkoituksena on voiton tuottaminen osakkeenomistajilleen (OYL 12:1.2 §), mutta tätä sääntöä on käytännössä vaikea soveltaa erityisesti silloin, kun yhtiö ei enää olekaan muista tahoista riippumaton erillisorganisaatio, vaan nimenomaan osa tiettyä suurempaa taloudellista kokonaisuutta, jossa tavoitteenasettelu ja käytännön toiminnot pohjautuvat muihin lähtökohtiin kuin joidenkin yksittäisten osakkeenomistajien intresseihin.”
>
> ”Kuvatuissa tilanteissa voidaan jo puhua yrityksen omasta intressistä, joka ei siis välttämättä samaistu yhdenkään yksittäisen omistajan intressiin. Tällainen yhtiön oman edun olemassaolo ja sen tavoitteleminen tunnetaan myös

[69] *Koski* 1977 s. 245.
[70] *Koski* 1977 s. 228.

lainsäädännön tasolla, kuten meillä uudessa, vuoden 1980 alussa voimaantulleessa osakeyhtiölaissa (734/1978).”[71]

Koski pohti vielä yhtiöihin kohdistuvan ”kannattavuusvaatimuksen” ja ”yhteiskunnallisen vastuun” välistä suhdetta. Yhteiskuntavastuulla voitiin Kosken mukaan tarkoittaa henkilöstöön kohdistuvaa ”työllisyysvastuuta” sekä ”ainakin tiettyjä koko kansakuntaa koskettelevia ympäristönsuojelullisia vaatimuksia”. Vaatimukset ”laajemmasta yleisinhimillisestä ja globaalisesta vastuusta” olivat Kosken ajattelussa ilmeisesti vielä periaatteellisia haasteita, joita ei ollut välttämätöntä ottaa huomioon käytännön liiketoiminnoissa. Koski oli joka tapauksessa sitä mieltä, ettei voimassa olevasta oikeudesta voinut johtaa yhtiön johdolle *velvollisuutta* edistää esimerkiksi työllisyyttä. Osakkeenomistajilla oli Kosken mukaan lakisääteinen oikeus vaatia, että yhtiön johto tähtää kaikessa toiminnassa vain kannattavaan ja mahdollisimman hyvään tulokseen. Voimassa olevan oikeuden mukaan oli siten mahdollista, että johtajat asetetaan vahingonkorvausvastuuseen, jos he priorisoivat työllisyyden edistämisen suhteessa osakkeenomistajien intresseihin.[72] Vaikka Koski profiloitui selvästi yhtiön omaa etua korostavana kirjoittajana, hänen ajattelunsa jalostui nähtävästi 1980-luvulla samalla siihen suuntaan, ettei voimassa oleva oikeus sallinut ainakaan kovin laajasti ”aidon” yhteiskuntavastuun toteuttamista.

Toiviainen asettui väitöskirjassaan samalle kannalle kuin *Taxell*, *Drockila* ja *Koski* siinä mielessä, että osakeyhtiölaissa osakeyhtiö tunnustettiin sen sidosryhmistä erillisenä intressitahona. Toiviainen tiedosti, että yhtiön etu on transpersonaalinen ilmiö. Yhtiön omasta edusta puhuminen on mahdollista, jos yleensä luonnollisiin henkilöihin liitettävät ominaisuudet heijastetaan oikeushenkilöön. Toiviainen lähestyi yhtiöintressiä yhtiön toiminnan tarkoituksen ja toimialan näkökulmasta. Yhtiön tarkoitus ja toimiala toimivat lähtökohtina, kun yhtiöintressin materiaalinen sisältö pyritään määrittämään yksittäistapauksessa. Osakeyhtiön taloudellinen tarkoitus ja pysyvä luonne oikeuttivat Toiviaisen mukaan johtopäätöksen, jonka mukaan ”taloudellisen tarkoituksen omaavan osakeyhtiön edun mukaista on sellainen toiminta, joka turvaa yhtiön olemassaolon ja on pitkällä aikavälillä tarkasteltuna kannattavaa ja voittoa tuottavaa”. Toiviaisellakin yhtiöintressi sisälsi siten voiton tuottamisen. Hän kuitenkin korosti edellä siteerattuja tutkijoita enemmän yhtiöintressin ”pluralistisuutta” ja sitä, että yhtiöön kohdistuvat muut tarpeet ja odotukset asettavat reunaehtoja voiton tavoittelulle tai ainakin maksimaaliseen voittoon pyrkimiselle. Johtopäätös yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastamisesta oli sama kuin Koskella: osakkeenomistajien keskinäisten intressiristiriitojen takia rinnastus on virheellinen, eikä se ole looginen välttämättömyys edes pien- tai perheyhtiöissä,

[71] *Koski* 1982 s. 308.
[72] *Koski* 1982 s. 310–311.

joissa osakkeenomistajat toimivat usein myös yhtiön johdossa. Toiviainen totesi, että omistusrakenteeltaan keskittyneissä yhtiöissä yhtiön etu usein on *de facto* sama kuin määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien etu.[73]

Kaikissa yhtiöoikeudellisissa väitöskirjoissa yhtiön edun merkityssisältöä ei tarkasteltu yksityiskohtaisena lainopillisena ongelmana tutkimusten erilaisten kysymyksenasettelujen vuoksi. *Timonen* totesi, että ”keskustelu ’yhtiön’ ja ’osakkeenomistajien’ eduista ei voi olla kovin täsmällistä (eikä siksi saa olla kovin ehdotonta), sillä tällaisten etujen yksilöiminen on sekä näkökulma- että aikaperspektiivisidonnaista”. Hän perusteli kantaansa erityisesti osakkeenomistajien heterogeenisillä intresseillä, jotka eivät välttämättä osu yksiin toistensa kanssa. Tästä syystä voi olla ongelmallista puhua päämiehestä eli osakkeenomistajista ”yhtenäisiä etuja edistävänä kollektiivina”. Mainituista varauksista johtuen Timonen käytti päämies-agenttinäkökulmaa lähinnä tunnistaakseen ne ongelmat, joita intressiristiriidoista voi aiheutua.[74] Päämies-agenttiteoria oli siis enemmän väline intressiristiriitojen tunnistamiseksi kuin teoria, joka kertoi voimassa olevan oikeuden sisällön. *Timo Kaisanlahden* tutkimuksen pääfokus oli yleisesti oikeustaloustieteessä sekä osakkeenomistajien ja velkojien suojaa koskevissa kysymyksissä. Kaisanlahti totesi yleisellä tasolla lähtökohtana olevan, että ”yritysjohto on palkattu edistämään *ensisijaisesti* omistajien etua”.[75] Tulkinta oli siis osakkeenomistajien etuja korostava, mutta periaatteessa jäi auki sellainenkin mahdollisuus, että lojaliteettivelvollisuudella voi olla osakkeenomistajien ohella *toissijaisia* suojakohteita.

Yhtiöintressiä ilmentävät säännökset säilyivät muuttumattomina vuoden 1978 osakeyhtiölain ajan. Oikeuskäytännössäkään ei annettu sellaisia ratkaisuja, joista olisi voinut päätellä, että lojaliteettivelvollisuus olisi kesken lain voimassaoloajan saanut jossain vaiheessa aikaisemmasta radikaalisti poikkeavan sisällön. 1990-luvulla tulkintaopissa tapahtui kuitenkin merkittävä muutos, jonka alkuperä selittyy muilla tekijöillä kuin velvoittavilla oikeuslähteillä.

Savelan tutkimus lienee ollut Suomen ensimmäinen osakeyhtiöoikeudellinen väitöskirja, jossa yhtiön omaa etua pidettiin irrationaalisena ilmiönä.[76] Toisaalta *Nuolimaa* oli esittänyt saman tulkinnan jo ennen Savelaa. Hänen mukaansa yhtiön etu tarkoittaa tosiasiassa tiettyjen luonnollisten henkilöiden etua. Nuolimaan kirjoitus oli kirja-arvostelu tanskalaisen *Jan Schans Christensenin* yritysvaltauksia koskevasta oikeustaloustieteellisestä tutkimuksesta.[77] Ei liene sattumaa, että yhtiön oman edun olemassaolo kiistettiin juuri yritysvaltauksia koskevien oikeustaloustieteellisten tutkimusten yhteydessä. Entiteettiajattelun

---

[73] *Toiviainen* 1992 s. 167–173.
[74] *Timonen* 1997 s. 167.
[75] *Kaisanlahti* 1999 s. 106.
[76] *Savela* 1999 s. 197.
[77] *Nuolimaa* 1993 s. 759.

teoreettinen kritiikki pohjautuu nimenomaan yhdysvaltalaislähteiden inspiroimaan oikeustaloustieteelliseen sopimusverkkoajatteluun. Toiseksi yritysvaltaus on tyypillisesti juuri sellainen päätöksentekotilanne, että hallitus joutuu väistämättä priorisoimaan yhtiön yhden sidosryhmän edut toisten edelle. Tällaisissa päätöksentekotilanteissa yhtiön oma etu voi olla vaikeasti hahmotettava ilmiö. Kiinnostavaa on kuitenkin se, että syy aikaisemmista tutkimuksista radikaalisti poikkeavalle tulkinnalle perustui muihin seikkoihin kuin velvoittaviin oikeuslähteisiin ja aikaisempaan kotimaiseen kirjallisuuteen.

Ennen vuoden 2006 osakeyhtiölain voimaantuloa julkaistiin vielä muutamia osakeyhtiöoikeudellisia tutkimuksia, joissa arvioitiin lojaliteettivelvollisuuden merkitystä. *Mähönen* määritteli yhtiön edun väitöskirjassaan ainakin yhdessä kontekstissa osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi.[78] Oikeustaloustieteen vaikutus näkyi selvästi myös *Villan* tutkimuksessa velkojan asemasta osakeyhtiössä.[79] *Nikkilä* korosti, ettei yhtiön edulle ole mahdollista antaa yksiselitteistä merkityssisältöä kaikissa päätöksentekotilanteissa, muttei ottanut tarkemmin kantaa siihen, miten yhtiön etu asemoituu suhteessa osakkeenomistajien ja velkojien etuihin voimassa olevan oikeuden mukaan.[80] *Mäntysaari* oli todennut aikaisemmin, ettei Suomen yhtiöoikeudessa ollut syytä hyväksyä erillisen yhtiöintressin olemassaoloa, koska yhtiöintressin voitiin katsoa kuvastavan ”yleistä osakastahon intressiä”.[81] Mäntysaari on nähtävästi muuttanut kantaansa, sillä hän on myöhemmin määritellyt yhtiön edun osakeyhtiömuotoon puetun yrityksen eduksi ja korostanut vahvasti sen erillisyyttä osakkeenomistajien intresseistä.[82]

Vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa kirjallisuudessa ilmapiiri ei ollut yhtiön omalle edulle kielteinen, mutta heiluri oli jo heilahtamassa toiseen suuntaan. Jo tuolloin saatiin merkkejä siitä, että erillistä yhtiöintressiä ryhdyttäisiin pitämään vahingollisena ja jopa irrationaalisena ilmiönä. Yhtiön oman edun korostaminen edustaa kuitenkin meillä perinteistä kantaa. Uusi tulkinta, jossa yhtiön oman edun olemassaolo kiistetään ja yhtiön etu määritellään kaikkien osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi, edustaa sen sijaan eräänlaista radikaalia oikeustaloustieteellistä tulkintaa. Jo EOYL:n aikana Suomessa alkoi yhtiöoikeudellisen tulkintatradition yleinen muutos.[83] Tulkinta- ja tutkimustradition muutoksella oli merkittävä vaikutus siihen, millaiseksi yhtiöoikeuden käsitejärjestelmä muodostui. Tämä tuli näkymään vahvasti myös yhtiön edun tulkinnassa, erityisesti suhtautumisessa yhteiskuntavastuukysymyksiin sekä fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavaan funktioon.

---

[78] *Mähönen* 2001 s. 186–188 ja siinä mainitut lähteet.
[79] *Villa* 2003 esim. s. 68–73.
[80] *Nikkilä* 2006 s. 127–131.
[81] *Mäntysaari* 2002 s. 57.
[82] *Mäntysaari* 2010 ja *Mäntysaari* 2013b s. 579–596.
[83] Eri tulkintatraditiot on selvitetty teoksessa *Mähönen – Villa* 2015 s. 45–51.

6.2.3 Vuoden 2006 osakeyhtiölaki ja kirjallisuus

Osakeyhtiölaki tuli voimaan vuonna 2006. Lojaliteettivelvollisuuden sisällön selvittämisessä on syytä tarkastella erityisesti lain 1 luvun yleisperiaatteiden yksityiskohtaisia perusteluja. Periaatteista keskeisessä asemassa ovat voitontuottamistarkoitus (OYL 1:5), yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) ja johdon tehtävä (OYL 1:8).

OYL 1:5:n tarkoitettiin vastaavan pääasiallisen sisältönsä puolesta EOYL 12:1.2:a, jossa yhtiön toiminnan tarkoitus oli määritelty edellä todetuin tavoin käänteisesti.[84] Jos lakiesityksessä todetaan, että sääntö pysyy *pääasiallisesti* samansisältöisenä kuin vanhassa laissa, ilmaisutapa herättää yleensä tarpeetonta spekulointia siitä, oliko tarkoituksena ylipäätään muuttaa lakia vai ei. Hallituksen esityksessä tätä ei selvennetty. Esityölausumat osoittanevat, että voitontuottamistarkoituksen aineellinen sisältö ei ole muuttunut EOYL:n aikaisesta.

Yhdet osakeyhtiölain perustelujen siteeratuimmat lausumat liittyvät kiistanalaiseen kysymykseen yrityksen yhteiskuntavastuun osakeyhtiöoikeudellisesta hyväksyttävyydestä. Perustelut vahvistavat sen, että yhteiskuntavastuun toteuttaminen on ongelmatonta OYL:n näkökulmasta, jos sillä edistetään osakkeenomistajien taloudellisia etuja pitkällä aikavälillä.[85] Kysymys yhteiskuntavastuun yhtiöoikeudellisesta hyväksyttävyydestä jätettiin toisin sanoen samanlaiseksi avoimeksi ongelmaksi kuin aikaisempien lakien aikoina. Perusteluissa on vahvistettu yhteiskuntavastuun edistämisen hyväksyttävyys ongelmattomimmassa tilanteessa, mutta niistä ei selviä, ilmaiseeko valistuneen arvonmaksimoinnin ajatus yhteiskuntavastuun edistämisen *ainoan* sallitun oikeutusperusteen. Perustelujen pohjalta on siis edelleen epäselvää, onko esimerkiksi kuntayhtiöillä ja valtionyhtiöillä oikeus edistää muita tavoitteita kuin voiton tuottamista siten kuin tällaisissa yhtiöissä tyypillisesti tehdään ja tekevätkö tällaiset tavoitteet yhtiöstä ei-voitontuottamisyhtiön. Lakia voidaan tulkita ainakin yhden vaihtoehdon mukaan niin, että kuntayhtiöissä ja valtionyhtiöissä pitäisi muuttaa toiminnan tarkoitusta yhtiöjärjestysmääräyksellä, jos niissä edistetään edes osittain muita tavoitteita kuin voiton tuottamista.[86] Jos tämä tulkinta hyväksytään, osakkeenomistajien yksimielisyys OYL 1:5:n olettamasäännöksestä poikkeavasta toiminnan tarkoituksesta voitaneen saavuttaa myös muulla instrumentilla kuten osakassopimuksella.

Osakeyhtiölain 1:7:ssä säädetään yhdenvertaisuusperiaatteesta ja yleislausekkeesta, joista jälkimmäisen voidaan tulkita sisältävän vaatimuksen yhtiön edun edistämisestä. Voitontuottamistarkoituksen tavoin yhdenvertaisuusperiaatteesta todettiin, että säännös ”vastaa sisällöltään pääosin voimassa olevaa

---

[84] HE 109/2005 vp. s. 38.
[85] HE 109/2005 vp. s. 38–39.
[86] Tulkintavaihtoehdoista *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.

oikeutta". EOYL 8:14:n ja EOYL 9:16:n yleislausekkeet yhdistettiin vähäisin sanonnallisin muutoksin.[87] OYL 1:7:n perustelut herättävät OYL 1:5:n perustelujen tapaan kysymyksen, säilytettiinkö yhdenvertaisuusperiaate pääosin vai kokonaan muuttumattomana. Oletettavasti tässäkin jälkimmäinen tulkinta on oikea, koska perusteluissa ei erikseen eksplikoitu, miltä osin lakia olisi yksityiskohdiltaan muutettu. Näin ollen voidaan lähteä siitä, että voitontuottamistarkoituksen ja yleislausekkeiden sisällöt ovat OYL:ssa samat kuin EOYL:ssa. Uuden lain voimaantulo ei siten estä hyödyntämästä EOYL:n aikaista oikeuskäytäntöä[88] ja kirjallisuutta yhtiön edun tulkinnassa.

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet kirjattiin nyt ensimmäistä kertaa nimenomaiseen normiin eli OYL 1:8:ään. Hallituksen esityksen mukaan lojaliteettivelvollisuus kohdistuu yhtiöön ja "viime kädessä" kaikkiin osakkeenomistajiin. Lojaliteettivelvollisuuden ja voitontuottamistarkoituksen kiinteä yhteys käy perusteluista hyvin ilmi. Selvä sääntelyllinen uudistus tai ainakin täsmennys liittyy lojaliteettivelvollisuuden merkitykseen julkisten ostotarjousten ja sulautumisneuvottelujen yhteydessä. Näissä olosuhteissa johdon lojaliteettivelvollisuus kohdistuu "yhtiön sijasta välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon".[89] Tällöin voidaan puhua oikeudellisessa mielessä johdon fidusiaarisista velvollisuuksista yksittäisiä osakkeenomistajia kohtaan. Muilta osin on kyseenalaista, voiko hallituksella todella olla fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja sen jokaista osakkeenomistajaa kohtaan. Fidusiaaristen velvollisuuksien kohdistuminen "yhtiöön ja viime kädessä sen kaikkiin osakkeenomistajiin" tarkoittanee sitä, että eräissä väärinkäytöstilanteissa fidusiaaristen velvollisuuksien rikkominen vahingoittaa objektiivisesti arvioiden välittömästi yhtiötä ja välillisesti sen jokaista osakkeenomistajaa.[90] Tästä ei kuitenkaan seuraa loogisesti, että yhtiön etu on määriteltävä lain tasolla yleisesti kaikissa olosuhteissa osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi. *Kyläkallio, Iirola* ja *Kyläkallio* ovat nähtävästi asiasta ainakin jossain määrin samaa mieltä. He ovat asiallisesti arvostelleet perustelulausumia, koska OYL 1:8:ssä ei tosiasiassa säädetä, että lojaliteettivelvollisuus kohdistuu kaikkiin osakkeenomistajiin. He korostavat osakkeenomistajien toisistaan poikkeavia intressejä ja tulkitsevat, että hallituksen on ennemmin pyrittävä kohtelemaan "jokaista osakkeenomistajaa mahdollisuuksien mukaan tasapuolisesti suhteessa toisiin osakkeenomistajiin".[91]

Hallituksen esityksen lausumat antavat ensi näkemältä tyhjentävän vastauksen lojaliteettivelvollisuuden ydinongelmiin. Lähemmässä tarkastelussa vastaukset jättävät paljon avoimeksi. Yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien

---

[87] HE 109/2005 vp. s. 39–40.
[88] *Mähönen – Villa* 2015 s. 111–112 tulkitsevat näin ainakin yhdenvertaisuusperiaatteen osalta.
[89] HE 109/2005 vp. s. 40–41.
[90] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 713–714.
[91] *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015a s. 62.

intressien rinnastaminen on ongelmatonta eräissä tyypillisissä väärinkäytöstilanteissa, kuten johdon itsekontrahoinnissa, jossa vedätetään yhtäläisesti kaikkia osakkeenomistajia. Jos intressiristiriita on yhtiön ja osakkeenomistajan välillä tai osakkeenomistajien välillä, sitä ei voi ratkaista loogisesti ”yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisellä edulla”. Perusteluissa ei selvennetty yhtiön edun ja osakkeenomistajan edun välisen suhteen hankalimpia ongelmia tai yhtiön edun mahdollista velkojainsuojafunktiota.

Kaiken kaikkiaan yleisperiaatteiden sisältö näyttää pysyneen pääasiallisesti samana kuin vuoden 1978 osakeyhtiölaissa. Toisinaan on jopa päätelty, ettei periaatteiden kirjaaminen OYL 1 lukuun tuonut mitään uutta.[92] Tämän näkemyksen mukaan periaatteiden kirjaamisella OYL 1 lukuun oli siten enemmän pedagoginen kuin lain aineellista sisältöä muuttava funktio. Hallituksen esityksestä on toisaalta tehty myös toisenlainen päätelmä ja korostettu yleisperiaatteiden eräänlaista uutta aineellista merkitystä.[93] Joka tapauksessa yleisperiaatteet asettuvat pääasiallisesti jo vuoden 1895 osakeyhtiölaista alkaneelle jatkumolle.

Ensimmäinen OYL:a käsittelevä tieteellinen monografia julkaistiin jo samana vuonna kun laki tuli voimaan. *Mähönen* ja *Villa* esittivät tulkinnan, joka oli jo saanut jalansijaa aikaisemman lain aikana. Yhtiön etu määriteltiin osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi, eikä yhtiön omaan etuun enää viitattu. *Mähösen* ja *Villan* mukaan ”osakeyhtiön voitontuottamistarkoituksesta sekä päämies-agenttisuhteesta (OYL 1:5) seuraa, että yritysjohdon tehtävänä on pyrkiä maksimoimaan yrityksen eli osakkeenomistajan omistuksen arvo. Osakeyhtiölain olettamasäännös yhtiön tarkoituksesta korostaa shareholder value -ajattelua”.[94] He tulkitsivat OYL 1 luvun yleisperiaatteita kansainväliseen yritystä koskevaan teoriaan ja sen mukaiseen hyvän yhtiöoikeuden ideaaliin tukeutuen.[95] Erityisesti voitontuottamistarkoituksen korostaminen tarkoitti OYL:n siirtämistä ”angloamerikkalaiseen leiriin”. Samalla Suomi olisi siirtynyt pois mannereurooppalaisesta ajattelusta, jossa korostetaan ”yhtiön sosiaalisia velvollisuuksia yhtiön eri eturyhmiä kohtaan”.[96] Tämä voidaan tulkita irtiotoksi paitsi erillisestä yhtiöintressistä, myös sellaisista konstruktioista, joissa yhtiön etu määritellään muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen kautta. Mähönen ja Villa sivusivat myös kysymystä johdon velvollisuudesta ottaa huomioon velkojien edut.[97] Koska Mähönen ja Villa pitivät yhtiön etua ja voitontuottamistarkoitusta pitkälti samana asiana ja toisaalta voitontuottamistarkoitusta velkojainsuojasäännöksenä[98], argumentaatiosta seuraisi johdonmukaisesti, että yhtiön etu suojaa myös velkojia.

---

[92] *Toiviainen* 2006 s. 33. *Vahtera* 2012 s. 1067 alaviite 78 on ainakin osittain samaa mieltä.
[93] *Mähönen – Villa* 2015, esim. s. 3–7.
[94] *Mähönen – Villa* 2006 s. 247.
[95] *Mähönen – Villa* 2006 s. 314.
[96] *Mähönen – Villa* 2006 s. 314.
[97] *Mähönen – Villa* 2006 s. 123–125.
[98] *Mähönen – Villa* 2006 s. 94.

Mähönen ja Villa ovat viimeaikaisessa kirjallisuudessa korostaneet aikaisempaa selvemmin yhtiön edun velkojia suojaavaa funktiota.[99] Toisaalta he tulkitsevat OYL 1:5:ää edelleen niin, ettei johdolle juuri jää mahdollisuutta edistää muita tavoitteita kuin voiton tuottamista osakkeenomistajille. Yhteiskuntavastuu toteutuu siis käytännössä osakeyhtiölain ulkopuolisen lainsäädännön pakottamana. Lisäksi yhtiö saa edistää yhteiskuntavastuutaan yli lainsäädännön edellyttämän tason, jos tämä on osakkeenomistajille taloudellisesti paras ratkaisu. Mähönen ja Villa toteavat, ettei muiden sidosryhmien, yhteiskunnan tai ympäristön etua voida asettaa voitontuottamistarkoituksen edelle yhtiön *ensisijaisena* tavoitteena.[100] Tulkinta jättää avoimeksi, onko muiden tavoitteiden edistäminen itseisarvoisina päämäärinä sinänsä sallittua, mutta ne eivät saa syrjäyttää pääasiallista tavoitetta eli voiton tuottamista. Siitä on vaikea sanoa, ovatko voitontuottamistarkoitukselle rinnakkaiset tavoitteet periaatteessa mahdollisia ja ehkä jossain määrin sallittuja, mutta voitontuottamistarkoitus on näistä selvästi tärkein.

Pönkä viittasi väitöskirjassaan hallituksen esityksen lausumiin, joissa yhtiön etu määriteltiin vahvasti voitontuottamistarkoituksen kautta ja johdon lojaliteettivelvollisuuden todettiin kohdistuvan viime kädessä kaikkiin osakkeenomistajiin.[101] Toisaalta hän totesi, että hallituksen jäsenen tulee ”toimia *yhtiön edun* mukaisesti, eikä hän saa näin ollen ottaa päätöksenteossaan huomioon yksinomaan osakkeenomistajakollektiivin intressejä”.[102] Viittaus pluralistiseen yhtiöintressiin löytyy myös osuudesta, jossa Pönkä arvioi OYL 13:6.1:n suojakohteita. Hänen mukaansa hallituksen ”tulee päätöksenteossaan punnita yhtiön – myös sen velkojien, työntekijöiden, ja jopa yhteiskunnan – intressejä, kun taas osakkeenomistajan tarvitsee huomioida yhtiökokouksessa tehtävässä päätöksenteossa vain omia tarpeitaan”.[103]

Pönkä on myöhemmin suhtautunut kielteisesti yhtiön omaan etuun ja rinnastanut yhtiön edun ainoastaan osakkeenomistajien etuun.[104] Hän tulkitsee myös, että osakeyhtiölain perusteluissa olisi hylätty ajatus osakeyhtiön sellaisesta omasta edusta, joka on erillinen osakkeenomistajien yhteisestä edusta.[105] Pöngän tuotannossa näkyy se, miten tutkimusmenetelmien ja tutkimustradition muutos vaikuttivat voimassa olevan oikeuden sisältöä kuvaaviin kannanottoihin. Väitöskirjassaan Pönkä oli perinteisellä kannalla, mutta siirtyi myöhemmin puoltamaan radikaalia tulkintaa.

---

[99] *Mähönen – Villa* 2015 s. 6.
[100] *Mähönen – Villa* 2015 s. 349–352.
[101] *Pönkä* 2008 s. 177–178 ja s. 319.
[102] *Pönkä* 2008 s. 267–268.
[103] *Pönkä* 2008 s. 36.
[104] *Pönkä* 2012 s. 321; *Pönkä* 2013 s. 21–34.
[105] *Pönkä* 2011 s. 64 alav. 1.

Vahteran väitöskirjassa uusi tulkinta oli selvä lähtökohta. Vahteran mukaan toiminnan tarkoitus on ymmärrettävä laajasti ja se rinnastuu yhtiön etuun tai kaikkien osakkeenomistajien etuun. Edelleen Vahteran mukaan ”toiminnan tarkoituksella on kiinteä liityntä OYL 1:8:n tarkoittamaan johdon tehtävään ja johdon lojaliteettivelvollisuuteen: yhtiön edun edistäminen huolellisesti toimien tulee nähdä velvollisuudeksi edistää voiton tuottamista yhtiön osakkeenomistajille”. Hän esittää myös, että yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajien subjektiivista etua.[106] Toisaalta Vahtera näyttää lähteneen siitä, että toiminnan tarkoituksella on velkojainsuojafunktio.[107] Jos yhtiön etu ja toiminnan tarkoitus ovat sama asia ja toiminnan tarkoitus suojaa velkojia, Vahteran näkemyksistä seuraisi Mähösen ja Villan esityksen tavoin se, että yhtiön edussa on ainakin joiltain osin kyse velkojien suojaamisesta. Kuten aikaisempien lakien, myös OYL:n aikana on julkaistu yhtiöoikeudellisia tutkimuksia, joissa kysymyksenasettelu ei ole vaatinut yhtiön edun merkityssisällön yksityiskohtaista selvittämistä.[108]

Immosen ja *Villan* mukaan osakeyhtiölaki on joustava säädös siinä mielessä, että lain alaisuudessa voivat toimia sellaisetkin organisaatiot, joiden tavoitteena ei ole voiton tuottaminen, mutta tällaisista tavoitteista tulisi määrätä yhtiöjärjestyksessä. He korostavat, että osakeyhtiölaki on säädetty pitäen silmällä voiton tuottamista osakkeenomistajille. Kaiken kaikkiaan heidän esityksessään korostetaan yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen kiinteää keskinäistä yhteyttä.[109] Asia voidaan ilmaista niin, että osakeyhtiön ja muiden yhteisömuotojen välinen ero hämärtyy, jos voitontuottamistarkoitus johdon päätöksenteon keskeisenä reunaehtona syrjäytetään. Toisaalta säännösten kiinteästä keskinäisestä yhteydestä ei vielä seuraa, että säännöksillä eli OYL 1:5:llä ja OYL 1:8:llä ei olisi myös toisistaan poikkeavia itsenäisiä merkityssisältöjä.

Kokoavasti voidaan sanoa, että yhtiön etu on määritelty tyypillisesti osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi. Yleensä ei kuitenkaan ole selvitetty, miten määritelmän avulla ratkaistaan osakkeenomistajien keskinäisiä intressiristiriitoja ja voiko yhtiön etu antaa tavalla tai toisella suojaa myös muille sidosryhmille eli velkojille. Ilmeisesti on joka tapauksessa ajateltu niin, että hallituksella on merkittävä rooli yhtiön intressin edistäjänä. OYL jatkaa EOYL:n aloittamaa traditiota, jossa johdon asema on yleisesti korostunut.[110]

---

106 *Vahtera* 2011a s. 81–82, 140, 188 ja 222.
107 *Vahtera* 2011a s. 81.
108 Ks. esim. *Helminen* 2006.
109 *Immonen – Villa* 2015 s. 24–26. Ks. myös *Savela* 2015 s. 74–78.
110 Viimeisenä mainitusta näkökohdasta *Mähönen* 2009b s. 100–101.

6.2.4 Toimivaltasäännösten merkitys

Hallituksen aseman vahvistumista yhtiökokoukseen nähden voidaan perustella erityisesti toimivallanjakoa koskevien sääntöjen kehityksellä. Hankala kysymys liittyy siihen, tulisiko toimivaltasäännösten kehityksen heijastua jollain tavalla myös fidusiaaristen velvollisuuksien tulkintaan. Kuten osakeyhtiötä kuvaavien teorioiden yhteydessä todettiin, yhtiökokouksen toimivallan ulottaminen vain laissa nimenomaisesti mainittuihin päätöksiin voidaan ymmärtää niin, että sääntelyratkaisulla korostetaan yhtiön ja osakkeenomistajien sekä niiden intressien erillisyyttä toisistaan. Osakkeenomistajakeskeisessä yhtiöoikeusteoriassa toimivallanjaossa on toisaalta kyse paljon suppeammasta kysymyksestä eli ainoastaan siitä, mikä taho on parhaassa asemassa arvioimaan ja valitsemaan osakkeenomistajien kannalta parhaan toimintalinjan. Tällöin toimivaltasäännökset ovat johdon päätöksenteon aineellista sisältöä normittavien yleisperiaatteiden tavoin keskeisiä johdon ja osakkeenomistajien välisen päämies-agenttiongelman ratkaisemisessa.[111] OYL:n säännöt vastaavat EOYL:n aikaisia sääntöjä[112], mutta on epäselvää, millaista teoreettista ideaalia lakien toimivaltasäännökset ylipäätään ilmentävät. Korostetaanko toimivaltasäännöksillä sitä, että jonkun tulee huomioida yhtiön päätöksenteossa muitakin seikkoja kuin osakkeenomistajien odotukset, vai onko kyse ainoastaan siitä, kenellä on parhaat edellytykset maksimoida residuaalioikeuksien haltijoiden varallisuusedut?

Yhtiökokous päättää sille osakeyhtiölain mukaan kuuluvista asioista (OYL 5:2.1). Hallituksella on puolestaan yleistoimivalta (OYL 6:2.1), eli se päättää asioista, joita ei ole nimenomaisesti säädetty yhtiökokouksen päätettäviksi. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että yhtiökokous päättää hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvasta asiasta (OYL 5:2.1). Hallitus voi myös itse siirtää yleistoimivaltaansa kuuluvan asian yhtiökokouksen päätettäväksi (OYL 6:7.2). Edelleen yksimieliset osakkeenomistajat voivat muutenkin tehdä yksittäistapauksessa päätöksen hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvassa asiassa (OYL 5:2.2). Yhtiökokouksen ja hallituksen välisen toimivallanjaon perusasetelma on siis selvä. Yhtiökokous päättää sille laissa nimenomaisesti osoitetuista asioista ja loput päätökset kuuluvat hallituksen yleistoimivallan alaan tai mahdolliselle toimitusjohtajalle (OYL 6:17).[113]

Kirjallisuudessa on pohdittu, onko yhtiökokouksella eräänlainen lakiin kirjaamaton yksinoikeus päättää tietyistä erityisen merkityksellisistä asioista, jotka kuuluvat periaatteessa hallituksen yleistoimivaltaan, mutta rinnastuvat

---

[111] Yleisesti toimivaltasäännösten merkityksestä näin myös *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 596 ja *Vahtera* 2011a s. 217.
[112] HE 109/2005 vp. s. 65.
[113] *Mähönen – Villa* 2011 s. 3–18.

vaikutuksiltaan yhtiökokoukselle lain nojalla kuuluviin asioihin. Esimerkkitilanteena on mietitty sitä, onko hallitus velvollinen siirtämään päätöksen yhtiön merkittävän liiketoiminnan myymisestä yhtiökokoukselle.[114] Ruotsissa on käyty samaa keskustelua ja päädytty myös väitöskirjatasolla kirjoittajasta riippuen erilaisiin lopputuloksiin.[115] Ruotsalaisessa debatissa on tarkasteltu käytännön esimerkkinä sitä, onko hallitus kelpoinen tekemään päätöksen yhtiön poistamiseksi pörssilistalta (*avnotering*), vai kuuluuko päätösvalta lakiin kirjaamattoman periaatteen nojalla yksinomaan yhtiökokoukselle.[116]

Lakiin kirjaamattomasta kompetenssinormista seuraisi, että hallitus olisi *velvollinen* siirtämään jotkin yleistoimivaltaansa lähtökohtaisesti kuuluvat asiat yhtiökokouksen päätettäviksi. *Mähönen* ja *Villa* ovat suhtautuneet kielteisesti tällaisen kompetenssinormin olemassaoloon ja todenneet, että yhtiökokous päättää lähtökohtaisesti vain sille lain mukaan nimenomaisesti kuuluvista asioista. Jos osakkeenomistajat ja hallitus haluavat poiketa lähtökohdasta, ne voivat reagoida tilanteeseen OYL:n sallimin tavoin.[117] *Vahtera* tulkitsee, ettei hallituksella ilmeisesti ole ehdotonta velvollisuutta saattaa tässä tarkoitettuja asioita yhtiökokouksen päätettäviksi. Toisaalta hän pitää perusteltuna, että hallitus saattaa vaikutuksiltaan huomattavat liiketoiminnalliset ratkaisut yhtiökokouksen arvioitaviksi. Vahtera päätyykin siihen, että OYL 1:8:stä voidaan johtaa ainakin jonkinlainen velvollisuus saattaa asia yhtiökokouksen päätettäväksi, jos päätös vaikuttaa olennaisesti osakkeenomistajan riskipositioon eikä johdolla ole riittävästi tietoa osakkeenomistajien preferensseistä asian suhteen. Jos päätöksellä ”ei ole huomattavaa vaikutusta osakkeenomistajan riskipositioon tai toimen voidaan perustellusti olettaa vastaavan osakkeenomistajien enemmistön intressejä”, hallituksella ei ole ehdotonta velvollisuutta saattaa asiaa yhtiökokouksen päätettäväksi. Vahtera pitää joka tapauksessa epätodennäköisenä, että tämän OYL 1:8:stä johdettavan velvollisuuden rikkominen voisi johtaa hallituksen jäsenten korvausvastuuseen.[118]

Vahteran argumentaatiosta näyttää tosiasiassa seuraavan yhtiökokoukselle lakiin kirjaamaton yksinoikeus päättää tietyistä asioista, jotka kuuluvat lähtökohtaisesti hallituksen yleistoimivallan alaan. Hallituksen velvollisuutta siir-

---

[114] *Mähönen – Villa* 2011 s. 3–18 ja *Vahtera* 2011a s. 217–223 sekä niissä tehdyt laajat kirjallisuusviittaukset.

[115] *Åhman* 1997 s. 533–534 ja 559 oli sillä kannalla, että yhtiökokous päättää vain sille lain mukaan nimenomaisesti kuuluvista asioista. *Johansson* 1990 s. 148, 161 on puolestaan esittänyt, että yhtiökokouksella on lakiin kirjaamattoman periaatteen nojalla yksinomainen toimivalta eräissä osakkeenomistajille erityisen merkityksellisissä asioissa.

[116] *Krook* JT 2006-07 s. 854–861 tulkitsee, että toimivalta kuuluu yhtiökokoukselle. *Lindblad – Båvestam* JT 2007-08 s. 224–231 puolestaan tulkitsevat, että toimivalta kuuluu hallitukselle.

[117] *Mähönen – Villa* 2011 s. 3–18. Vrt. tulkinnanvarainen perustelulausuma HE 32/2012 vp. s. 145, jonka mukaan ”yhtiön huomattavan liiketoiminnan myyminen edellyttää käytännössä osakkeenomistajien suostumusta, jotta yhtiön johto voi varmistua korvausvastuun välttämisestä”.

[118] *Vahtera* 2011a s. 220–223.

tää asia yhtiökokouksen päätettäväksi ei johdeta toimivaltasäännöksistä sellaisenaan vaan hallituksen yleisestä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta. Lopputulos eli hallituksen velvollisuus siirtää osakkeenomistajan riskipositioon olennaisesti vaikuttava asia yhtiökokouksen päätettäväksi on kuitenkin sama kuin jos velvollisuus johdettaisiin lakiin kirjaamattomasta kompetenssinormista. Vahteran tulkinta on siten nähdäkseni de facto erilainen kuin Mähösellä ja Villalla, joiden argumentaatiossa korostuvat toimivaltasäännökset ja hallituksen itsenäinen harkintavalta sen suhteen, mikä on yhtiön edun mukaista.

Lakiin kirjaamattoman kompetenssinormin olemassaoloa voidaan vastustaa OYL:n jälkeen voimaantulleella sääntelyllä. Jos lainsäätäjän tarkoituksena olisi ollut laajentaa yhtiökokouksen päätösvaltaa siitä, mitä OYL:n nimenomaisista säännöksistä voi päätellä, tämä todennäköisesti näkyisi jollain tavalla säädösteksteissä viime vuosien yhtiöoikeudellisten lakireformien jälkeen. Tällainen sääntelystrateginen valinta olisi voitu tehdä sekä OYL:n että AML:n säätämisen yhteydessä, mutta näin ei tapahtunut. Kuten johdantoluvussa todettiin, OYL:n ja AML:n aikaisempaa kiinteämpi yhteys käy nykyisin ilmi suoraan AML:n säännöksistä, erityisesti AML 11:14:stä, jossa säännellään kohdeyhtiön yhtiökokouksessa päätettävistä asioista julkisen ostotarjouksen yhteydessä. Alkuperäisen säädösehdotuksen mukainen AML 11:14 ja sen perustelut[119] olivat ongelmalliset[120] eikä Eduskunnan talousvaliokunta hyväksynyt hallituksen esityksen perusteluja lainkohdan osalta.[121] Samalla kun osakeyhtiölakiin lisättiin viittaussäännös (OYL 6:7.3) AML:iin, AML 11:14 sai lopulta seuraavan muodon:

> Mikäli kohdeyhtiön hallitus aikoo sen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeyhtiölain 9 luvun 2 §:n 2 momentissa tarkoitettua osakeantivaltuutusta tai päättää osakeyhtiölain 6 luvun 2 §:n 1 momentissa säädettyyn yleistoimivaltaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista, hallituksen on siirrettävä asia osakeyhtiölain 6 luvun 7 §:n 2 momentin mukaisesti yhtiökokouksen päätettäväksi. Asiaa ei kuitenkaan tarvitse siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi, jos menettely on osakeyhtiölain 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen ja kohdeyhtiön hallitus julkistaa viipymättä siirtämättä jättämisen syyn.

Lainkohdan ensimmäisestä virkkeestä voisi ensi näkemältä päätellä, että AML 11:14 lisäsi yhtiökokouksen päätäntävaltaa hallituksen kustannuksella. Toinen virke osoittaa kuitenkin, ettei lainkohtaa ilmeisesti tule lukea näin. Säännöksessä sanotaan käytännössä, että hallituksen tulee siirtää asia yhtiökokouksen

---

[119] HE 32/2012 vp. s. 143–146.
[120] Ks. *Mähösen* Eduskunnan talousvaliokunnalle antama lausunto *Mähönen* 2012.
[121] TaVM 11/2012 vp. s. 6 ja 8.

päätettäväksi vain, jos ensimmäisessä virkkeessä tarkoitettuihin toimenpiteisiin ryhtyminen konstituoisi OYL 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin yleisten periaatteiden vastaisen menettelyn. Sääntely ei muuta perustavaa lähtökohtaa, jonka mukaan yhtiökokous päättää ainoastaan sille OYL:n mukaan nimenomaan kuuluvista asioista. Hallitus on oikeutettu arvioimaan yleistoimivaltansa puitteissa, mitä OYL:n ja ostotarjousdirektiivin periaatteet edellyttävät.

Niin kauan kuin hallitus toimii oman käsityksensä mukaan OYL 1 luvun yleisperiaatteiden mukaisesti, sille ei synny velvollisuutta siirtää asiaa yhtiökokouksen päätettäväksi. AML 11:14 jättääkin hallitukselle huomattavan harkintavallan, jonka rajat määrittyvät puhtaasti OYL:n yleisperiaatteiden nojalla. Jos jälkikäteen osoittautuu, että hallituksen menettely oli yleisperiaatteiden vastainen, tästä voi luonnollisesti seurata hallituksen jäsenille OYL:n ja mahdollisesti myös AML:n mukainen vahingonkorvausvastuu. Korvausvastuu seuraa suoraan nimenomaan yleisperiaatteiden eikä toimivaltasäännösten rikkomisesta, kunhan korvausvastuun yleiset edellytykset ovat käsillä.

AML 11:14 sopii hyvin EOYL:n ja OYL:n ilmentämään traditioon, jossa hallituksen päätöksenteko-oikeuksia on vahvistettu yhtiökokouksen kustannuksella. AML 11:14:n merkitystä olisi arvioitava kokonaan toisin, jos se ei sisältäisi lainkohdan toisen virkkeen mukaista varaumaa. Ensimmäisen virkkeen sisältö johtaisi yksinään siihen, että voitaisiin puhua aidosti vallansiirrosta hallitukselta yhtiökokoukselle ja selvästä muutoksesta voimassa olevaan oikeuteen. Näin ollen AML:n alkuperäisissä perusteluissa esitettyä näkemystä, jonka mukaan säännös lisää osakkeenomistajien päätäntävaltaa[122], voidaan pitää kiistanalaisena, tarkasteltiinpa AML 11:14:n alkuperäistä tai toteutunutta muotoa. Toimivaltasäännösten näkökulmasta AML 11:14:llä onkin enemmän voimassa olevan oikeuden sisältöä selventävä kuin muuttava merkitys. Kuten jäljempänä esitetään, julkisen ostotarjouksen, kuten muidenkin yritysjärjestelyjen kontekstissa yhtiön etu transformoituu velvollisuudeksi edistää välittömästi osakkeenomistajien etuja. AML 11:14:stä seuraa, että näissä erityistilanteissa hallitus on oikeutettu ja velvollinen arvioimaan itsenäisesti, mitä osakkeenomistajien etu edellyttää. AML 11:14 ei selventänyt sitä, miten OYL 1 luvun yleisperiaatteita tulee tulkita yhtiön tavanomaisen liiketoiminnan aikana.

---

[122] HE 32/2012 vp. s. 143. Kirjallisuudessa *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 596 huomioivat analyyttisesti AML 11:14:n toisen virkkeen, mutta tulkitsevat nähtävästi kuitenkin, että AML 11:14 siirtää valtaa hallitukselta yhtiökokoukselle.

6.2.5 Kokoavia näkemyksiä voimassa olevasta laista kirjallisuuden valossa

Voitontuottamistarkoituksen on tulkittu määrittävän keskeisesti yhtiön edun merkityssisältöä. Monissa kirjallisuuden puheenvuoroissa on myös rinnastettu yhtiön etu ja osakkeenomistajien etu. Näihin ensi näkemältä itsestään selviltä vaikuttaviin premisseihin liittyy kuitenkin ongelmia, joiden vuoksi yhtiön etua on syytä tarkastella analyyttisemmin kuin vain viittaamalla yhtiön etuun osakkeenomistajien yhteisenä etuna.

Mitä tulee yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen suhteeseen, uudemmassa kirjallisuudessa ei ole vielä selitetty vakuuttavasti, miten muita tavoitteita kuin voiton tuottamista edistävät yhtiöt, kuten valtionyhtiöt ja kuntayhtiöt, voivat ylipäätään toimia osakeyhtiölain alaisuudessa, jos voitontuottamistarkoitus on *ainoa* yhtiön etua määrittävä elementti. Valistunut arvonmaksimointi on toiminut toistaiseksi eräänlaisena retorisena väistöliikkeenä ja itse ongelma on jäänyt ratkaisematta.[123] Kuten jäljempänä alaluvussa 6.3.3 esitetään, OYL 1:8:n ja OYL 1:5:n kategorista rinnastamista voidaan pitää ongelmallisena myös siksi, että lainkohdat eivät ole samalla tavoin tahdonvaltaisia säännöksiä.

Yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastaminen on osoittautunut käsitteellisesti vaikeaksi lähtökohdaksi. Kritiikin mukaan osakkeenomistajien pitkän aikavälin yhteinen hypoteettinen etu on fiktio, eikä sillä voi ratkaista reaalielämän toimijoiden välisiä intressikonflikteja.[124] Kritiikki perustuu jossain määrin samoille lähtökohdille kuin vanhempien kotimaisten lähteiden näkemykset. Jos yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajien yhteistä etua, sen avulla on vaikea ratkaista loogisesti osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja konkreettisessa konfliktitilanteessa. Toisaalta on jälleen syytä korostaa, että kotimaisessa kirjallisuudessa vallitsevat näkemyserot ovat nähtävästi paljolti retoriikan tasolla. Suurin osa kirjoittajista on todennäköisesti yhtä mieltä siitä, että kvalifioituja väärinkäytöstilanteita lukuun ottamatta fidusiaarisiin velvollisuuksiin kuuluu hallituksen vahva itsenäinen harkintavalta sen suhteen, mitä yhtiön etu edellyttää. Erot tulevat esiin lähinnä retoriikan tasolla, kun yhdet oikeuttavat hallituksen päätöksen yhtiön omalla edulla ja toiset osakkeenomistajien pitkän aikavälin yhteisellä hypoteettisella edulla.

Yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastaminen yleisellä tasolla sulkee kategorisesti pois yhtiön edun mahdollisen velkojainsuojafunktion. Siltä osin kuin yhtiön edulle voidaan ylipäätään hahmottaa oikeudellisesti täytäntöönpantava sisältö, on hyvin mahdollista, että velkojilla on eräissä olosuhteissa mahdollisuus saada oikeussuojaa yhtiön edun vastaisten päätösten varalta. On

---

123 *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 710.
124 *Mäntysaari* 2013b s. 579–596 ja *Mäntysaari* 2014 s. 347–367.

siis huomioitava sellainenkin tulkinta, että yhtiön etu suojaa tosiasiassa ainakin välillisesti useita eri intressitahoja. Jos tällainen funktio voidaan osoittaa, premissi yhtiön ja osakkeenomistajien etujen rinnastamisesta voidaan asettaa perustellusti kyseenalaiseksi riippumatta siitä, miten kukin tutkija suhtautuu yhteiskuntavastuukysymyksiin tai osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen ratkaisemiseen retoriikan tasolla.

6.2.6 Muutamia huomioita KKO:n käytännöstä

Yhtiön etua ilmentävät yleisperiaatteet ovat pysyneet ainakin pääasialliselta sisällöltään samanlaisina jo vuosikymmenten ajan. Näin ollen voimassa olevan lain tulkinnassa voidaan hyödyntää myös vuosien 1895 ja 1978 osakeyhtiölakien aikaisia prejudikaatteja, jos niissä on sanottu jotain relevanttia yhtiön edusta. Tällaisia ratkaisuja on melko vähän.

Korkein oikeus on toisinaan viitannut nimenomaisesti johdon velvollisuuteen edistää yhtiön etua (KKO 2003:33). Toisaalta sen käytännöstä löytyy myös sellaisia ratkaisuja, joissa velvollisuuteen ei viitata yhtä eksplisiittisesti, mutta niissä on ollut asiallisesti kyse yhtiön etuun liittyvästä problematiikasta (KKO 2006:90). Vielä on huomattava, että joissain ratkaisuissa yhtiön edusta kirjoittaminen on jäänyt enemmän diktaksi kuin nimenomaisiksi kannanotoiksi nyt tarkasteltaviin kysymyksiin (KKO 2010:96). Koska arvioin myöhemmin erillisessä pääluvussa johdon vahingonkorvausvastuuta yhtiön velkojia kohtaan, en vielä tässä vaiheessa käsittele kysymystä yhtiön edun velkojia suojaavasta funktiosta, johon esimerkiksi ratkaisut KKO 2003:33 ja KKO 2006:90 liittyvät.

Millaisia attribuutteja korkein oikeus sitten on liittänyt yhtiön etuun? Seuraava lainaus on ratkaisun KKO 2003:33 perusteluista: ”Yhtiön hallitus on tässä tehtävässään ja muutoinkin kaikissa toimissaan ollut velvollinen menettelemään huolellisesti ja yhtiön edun mukaisesti sekä edistämään yhtiön parasta. Tähän hallituksen yleiseen huolellisuusvelvollisuuteen on kuulunut huolehtia osaltaan siitä, että yhtiössä tehdään sen taloudellisen tilanteen edellyttämät rahoituspäätökset ja tarvittaessa yhtiökokouksen ratkaistavaksi saatetaan vastikkeiden määräämistä koskevat kysymykset siten, ettei yhtiön talous muodostu jatkuvasti tai rakenteellisesti alijäämäiseksi.” Tämäntyyppisistä perusteluista ei voi itsessään sanoa paljoakaan. Yhtiön etu edellyttää myös, että johtajien toimet ovat liiketaloudellisesti perusteltuja (KKO 1991:122, KKO 1991:123). Näyttää joka tapauksessa siltä, että yhtiön etu on mahdollista määritellä abstraktien tavoitteiden kautta ja vasta lojaliteettivelvollisuuden täytäntöönpanomekanismeista voidaan päätellä tarkemmin, keille yhtiön etu tosiasiassa antaa suojaa. Teoriassahan voidaan ajatella, että esimerkiksi yhtiön taloudellisen tilanteen edellyttämät rahoituspäätökset, yhtiön taloudellinen vakaus ja päätösten liiketaloudellinen perusteltavuus ovat merkityksellisiä useiden eri sidosryhmien

intressien kannalta. Samalla tavalla angloamerikkalaisissa oikeusjärjestyksissä on viitattu sellaisiin abstrakteihin tavoitteisiin kuin yrityskulttuurin tai hyvän yrityskansalaisuuden vaaliminen.

KKO:n käytännössä ei ole otettu kantaa yhteiskuntavastuukysymyksiin ainakaan siitä näkökulmasta, mikä on lojaliteettivelvollisuuden vastaista yhteiskuntavastuun edistämistä. Kirjallisuudessa on viitattu ratkaisuihin KKO 1984 II 47 KKO 1985 II 157 arvioitaessa yhteiskuntavastuun toteuttamisen hyväksyttävyyttä johdon päätöksenteon näkökulmasta.[125] Ratkaisuissa oli kuitenkin kysymys sovitteluharkinnasta eikä siitä, missä määrin muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen edistäminen voi tarkoittaa tuottamuksellista yhtiön edun vastaista menettelyä. Ratkaisut eivät valaise nyt tarkasteltavia ongelmia.

Riita-asiassa tuomioistuin ratkaisee asian sillä perusteella, millaisiin tosiseikkoihin asianosaiset ovat vedonneet. Jokainen ennakkopäätös on enemmän tai vähemmän sidoksissa tapauksen yksilöllisiin olosuhteisiin. Jos ennakkopäätöksen asiasanoina ovat ”yhtiön etu”, ”lojaliteettivelvollisuus” tai ”yhtiön varojen käyttö”, korkein oikeus on kertonut käsityksensä näiden ilmaisujen merkityksestä juuri arvioidussa tapauksessa. Se ei silloin ole kertonut, miten yhtiön etu suhtautuu ilmiöihin tai oikeustosiseikkoihin, joiden oikeudellinen luonnehdinta ei ole ylipäätään ollut arvioitavana. Esimerkiksi *Dodge v. Ford Motor Company* -tyyppisiä tapauksia, joissa yhtiön sidosryhmien välisiin intressiristiriitoihin tai yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamiseen olisi otettu kantaa edes *obiter dicta*, ei ole. Tällaisen tapauksen päätyminen KKO:n ratkaistavaksi on monestakin syystä melko epätodennäköistä, vaikkei tietenkään mahdotonta. Yhteiskuntavastuun yhtiöoikeudellinen hyväksyttävyys on KKO:n käytännön perusteella jäänyt avoimeksi kysymykseksi.[126] Edellä sanottuun nähden kirjallisuudessa on toisinaan tehty melko pitkällekin meneviä johtopäätöksiä KKO:n käytännöstä.

Syitä relevantin oikeuskäytännön vähäisyyteen on varmasti monia. *Sjåfjell* ja muut ovat huomauttaneet, että osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi sosiaalisena normina ohjaa voimakkaasti käytännön hallitustyöskentelyä.[127] Tämä vähentänee osaltaan sellaisia päätöksiä, jotka osakkeenomistajat voisivat tulkita voitontuottamistarkoituksen vastaisiksi ja joiden perusteella he hakisivat oikeussuojaa tuomioistuimista. Toisaalta ilmeisesti vaaditaan, että osakkeenomistajien voiton tuottamiseen ja jakamiseen liittyvistä odotuksista poiketaan melko voimakkaasti muiden sidosryhmien hyväksi ennen kuin osakkeenomistajat itse mieltävät tulleensa sillä tavoin oikeudenvastaisesti kohdelluiksi, että esimerkiksi yksittäinen aktivistiosakkeenomistaja haluaisi asiasta oikeuden päätöksen.

---

[125] *Salo* 2015 s. 98.
[126] *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 714–715.
[127] *Sjåfjell ym.* 2015 s. 121.

Ennakkopäätöksessä KKO 2015:105 osakkeenomistajien välinen intressiristiriita oli kärjistynyt siinä määrin, että vähemmistöosakkeenomistaja vei asian oikeuteen. Ratkaisussa ei ollut kyse osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välisestä intressikonfliktista vaan puhtaasti osakkeenomistajien erimielisyyksistä voiton tuottamisen ja jakamisen suhteen. KKO:n perustelujen pohjalta voidaan kuitenkin arvioida, miten tuomioistuin saattaisi suhtautua osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien intressiristiriidat kärjistävään tapaukseen. Ratkaisussa KKO hylkäsi vähemmistöosakkeenomistajan kanteen ja perusteli kantaansa sillä, että emoyhtiön päätökset konserniavustusten antamisesta tytäryhtiöilleen olivat liiketaloudellisesti perusteltuja. KKO:n mukaan vähemmistöosakkeenomistaja ei ollut esittänyt selvitystä siitä, että konserniavustusten maksamiseen olisi liittynyt riski niiden menettämisestä siten, etteivät ne tuottaisi tavoiteltua *pitkän aikavälin hyötyä*. Osakkeenomistaja, joka kyseenalaistaa muiden sidosryhmien etua välittömästi edistäneen päätöksen, joutuisi todennäköisesti näyttämään, että hallituksen toimintalinja ei voi tuottaa yhtiölle pitkän aikavälin hyötyä. Jos hallitus on perustellut päätöksensä yhtiön ja osakkeenomistajien pitkän aikavälin edulla, tuomioistuin pitäytynee samalla linjalla kuin vertailumaiden prejudikaattituomioistuimet, eli se ei kyseenalaista hallituksen päätöstä ainakaan kovin herkästi. Muussa tapauksessa tuomioistuin siirtäisi itselleen päätösvallan siitä, mikä on yhtiön edun mukaista. Oikeuskäytännön valossa on epäselvää, missä määrin hallitus on oikeutettu edistämään päätöksenteossaan muita tavoitteita kuin voiton tuottamista osakkeenomistajille tai oikeuttaako sen mandaatti ylipäätään tällaisten tavoitteiden edistämisen. Velvoittavien oikeuslähteiden perusteella olisi hankalaa ottaa kovin kategorista kantaa suuntaan tai toiseen.

6.2.7 Fidusiaariset velvollisuudet ja yksittäisten osakkeenomistajien oikeussuoja

Fidusiaaristen velvollisuuksien ydinkysymyksiin kuuluu se, millä tahoilla on oikeus toteuttaa johdon vastuu, jos se toimii velvollisuuksiensa vastaisesti. Vastuun toteuttamiseksi on muitakin oikeudellisia mekanismeja kuin vahingonkorvausvastuu, mutta seuraavassa keskitytään pääasiassa vahingonkorvausseuraamukseen.

Kysymyksiä vastuun toteuttamisesta ja fidusiaaristen velvollisuuksien aineellisesta sisällöstä ei voi erottaa tiukasti toisistaan. Vastuun toteuttamiseen oikeutettujen henkilöiden piirin määrittämiseen vaikuttaa nimittäin olennaisesti se, millaisia ja kenen *intressejä* fidusiaarisilla velvollisuuksilla ylipäätään suojataan.

OYL 1:5 ja OYL 1:8:lle on annettu toisistaan poikkeavia merkityksiä niin aineellisesti kuin vastuun toteuttamiseen liittyen. On todettu, että voitontuotta-

mistarkoitus suojaa toimijoiden luottamusta tietyn tarkoituksen toteuttamiseen ja normin rikkominen aiheuttaa korvausvastuun muitakin kuin yhtiötä kohtaan. Yleisen huolellisuusvelvollisuuden perusteella arvioitaisiin epäonnistuneita liiketoimia ja sen rikkominen aiheuttaisi korvausvastuun ainoastaan yhtiötä kohtaan. OYL 22:1.2:n sanamuodosta seuraisi, että OYL 1:5:n rikkominen perustaa johtajalle korvausvastuun muutakin henkilöä kuin yhtiötä kohtaan.[128] Oikeuskirjallisuudessa on myös muutoin puollettu kantaa, jonka mukaan lojaliteettivelvollisuuden rikkominen aiheuttaa johtajille korvausvastuun sekä yhtiötä että osakkeenomistajaa kohtaan.[129] Yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa OYL:n vahingonkorvaussäännöksen ja lojaliteettivelvollisuuden suojakohteiden tulkinta sidotaan yleensä vahvasti juuri korvaussäännöksen *sanamuotoon*.[130]

Kirjallisuudessa esitetystä seuraisi, että lojaliteettivelvollisuus suojaa yksittäisiä osakkeenomistajia ja mahdollisesti yksittäisiä velkojia. Vaikka esimerkiksi OYL 1:5 tai OYL 1:7:n rikkominen aiheuttaa OYL 22:1.2:n sanamuodon mukaan johtajalle vahingonkorvausvastuun yksittäistä osakkeenomistajaa kohtaan, sanamuodon mukaista tulkintaa ei voida lähtökohtaisesti noudattaa.[131] Vaikka lojaliteettivelvollisuuden tulkittaisiin sisältyvän sekä OYL 1:5, OYL 1:7 että OYL 1:8:ään, lojaliteettivelvollisuuden rikkominen aiheuttanee jäljempänä käsiteltäviä poikkeustilanteita lukuun ottamatta korvausvastuun vain yhtiötä kohtaan. Tätä voidaan tukea jo sillä lähtökohdalla, että huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien rikkominen vahingoittaa välittömästi yleensä vain yhtiötä.[132]

Kirjallisuudessa on esitetty toisistaan poikkeavia näkemyksiä sen suhteen, voiko yhtiö itse olla OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatteen suojakohteena.[133] Viimeaikaisessa tutkimuksessa kysymykseen on vastattu selvän kielteisesti. Kantaa on perusteltu sillä, että yhtiön lukeminen yhdenvertaisuusperiaatteen suojakohteiden joukkoon perustuu ilmaisun ”yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella” virheelliseen tulkintaan.[134] Vuoden 1978 lain perustelujen mukaan ilmaisu ”yhtiön kustannuksella” lisättiin lakiin, koska saattoi ”olla tilanteita, jolloin jokin toimenpide voi aiheuttaa yhtiölle vahinkoa ilman, että pystyttäisiin näyttämään vähemmistöön kuuluvien osakkeenomistajien joutuvan sen johdosta tosiasiallisesti kärsimään vahinkoa”.[135] On huomattava, että osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle yhtiön kustannuksella annettu epäoikeutettu etu koituu nimenomaan yhtiön itsensä välittömäksi vahingoksi. Yleis-

---

[128] *Savela* 2006 s. 74–75.
[129] *Mähönen – Villa* 2015 s. 402.
[130] Esim. *Lautjärvi* 2015 s. 297–301.
[131] *Nyström* 2014d s. 13–15.
[132] Ks. myös *Savela* 2015 s. 146 alav. 415, jossa arvostellaan kirjoituksessa *Mähönen – Villa* 2015 s. 402 esitettyä tulkintaa.
[133] *Pönkä* 2012 s. 265 ja siinä mainittu kirjallisuus.
[134] *Pönkä* 2012 s. 265.
[135] HE 27/1977 vp. s. 68.

lauseke sisältää siten selvästi yhtiötä välittömästi suojaavan elementin. Tätä ei muuta se, että yhtiön etu voidaan määritellä yhden vaihtoehdon mukaan taloudellisessa mielessä osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi tai joissain tapauksissa esimerkiksi välillistä vahinkoa kärsivien vähemmistöosakkeenomistajien eduksi. Jos yleislausekkeen soveltamisessa ei olisi olemassa yhtiön omaa etua, osakkeenomistajien tulisi saada yleislausekkeen ainoina suojakohteina vahingonkorvausta säännöksen rikkomisesta suoraan itselleen. Tällainen tulkinta estyy kuitenkin useimmissa tapauksissa jo suoraan OYL 22:7.4:n perusteella. Jos yhdenvertaisuusperiaatteen ymmärretään sisältävän yleislausekkeen, yhtiötä ei voida sulkea tältä osin pois yhdenvertaisuusperiaatteen suojakohteiden joukosta. Kirjallisuudessa on huomautettu asianmukaisesti, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat poiketa yleislausekkeesta[136], mutta tämä ei dilutoi yleislausekkeen yhtiötä suojaavaa elementtiä yleisellä tasolla. Näin on siksi, että osakkeenomistajat eivät aina ole yksimielisiä. Edelleen voidaan kiinnittää huomiota siihen, että yleislausekkeen vastaisuuden konstituoivalla päätöksellä voi olla vaikutuksia myös velkojien asemaan. Tähän näkökohtaan palataan jäljempänä velkojien oikeussuojaa koskevassa pääluvussa.

OYL 22:7.4:n mukaan osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta. Voitontuottamistarkoituksen ja yleislausekkeen vastainen menettely vahingoittaa *tyypillisesti* välittömästi vain yhtiötä ja osakkeenomistajan vahinko jää välilliseksi.[137] Sama koskee lojaliteettivelvollisuutta ilmentävää esteellisyyssäännöstä (OYL 6:4) rikkomalla aiheutettua vahinkoa. Vaikka OYL 22:1.2:n sanamuodosta voisi päätellä toisin, osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada korvausta esteellisyyssäännöksen rikkomisen perusteella. Osakeyhtiölain tarkoitus on, että osakkeenomistajat reagoivat välillisiin vahinkoihinsa derivatiivisella kanteella vahingonkorvauksen suorittamiseksi yhtiölle (OYL 22:7.1).

Edellä esitetty voidaan vielä yleistää niin, että osakkeenomistajalla ei lähtökohtaisesti ole oikeutta saada korvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisesta. Lojaliteettivelvollisuutta ilmentävät säännökset (OYL 1:5, OYL 1:7, OYL 1:8 ja OYL 6:4) suojaavat välittömästi vain yhtiötä. Syy siihen, että huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien rikkominen aiheuttaa käytännössä *kaikissa yhteisöissä* johdolle korvausvastuun ainoastaan suhteessa yhteisöön, johtuu ensin johdon erityissuhteesta yhteisöön. Ainakaan osakeyhtiössä johdolla ei ole eräitä poikkeustilanteita lukuun ottamatta fidusiaarisia velvollisuuksia yksittäisiä osakkeenomistajia tai velkojia kohtaan. Fidusiaarisista velvollisuuksista ei seuraa johdolle velvollisuutta edistää yksittäisten osakkeenomistajien

---

136 *Savela* 2015 s. 75.

137 Ks. myös *Savela* 2015 s. 79, joka huomauttaa, että OYL 1:5:n rikkomisesta aiheutuu osakkeenomistajille vain harvoin välitöntä vahinkoa. Ks. välittömän ja välillisen vahingon määritelmistä yhtiöoikeudessa *Taxell* 1963 s. 40–41.

tai velkojien subjektiivista parasta tai henkilökohtaisia odotuksia. Toisenlainen tulkinta olisi osakeyhtiöoikeudellisten periaatteiden vastainen ja eliminoisi johdon päätöksenteolle välttämättömän itsenäisen harkintavallan. Johtajat hoitavat yhtiön asioita, joten fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen menettely vahingoittaa tyypillisesti välittömästi vain yhtiötä. Osakkeenomistajat ovat kuitenkin avainasemassa fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomiseen perustuvan vahingonkorvausvastuun toteuttamisessa (OYL 22:7.1).

6.2.8 Yksittäisen osakkeenomistajan oikeussuojaan liittyviä erityistilanteita

Yritysjärjestelytilanteet

Edellä esitettyyn argumentaatioon sisältyy ainakin kolme poikkeusta. Ensimmäinen liittyy hallituksen esityksessä mainittuihin yritysjärjestelytilanteisiin.[138] Näissä tapauksissa fidusiaaristen velvollisuuksien rikkominen voi aiheuttaa hallituksen jäsenille korvausvastuun yksittäisiä osakkeenomistajia kohtaan. Tämä tarkoittaa samalla sitä, että kyseisissä olosuhteissa OYL 22:1:n sanamuodosta voidaan poiketa.[139] Tulkintaa tukee se, että fidusiaaristen velvollisuuksien on oikeusyhteisössämme ymmärretty kohdistuvan tietyissä poikkeustilanteissa suoraan osakkeenomistajiin.[140] Tämän lähtökohdan pyörtäminen pelkästään OYL 22:1.2:n sanamuotoon vetoamalla vaikuttaa näissä oloissa tarpeettoman formaalilta tulkinnalta, koska tarkasteltavien säännösten materiaalisesta sisällöstä yritysjärjestelytilanteissa on vähitellen saavutettu jonkinasteinen yksimielisyys. Esimerkiksi juuri ostotarjoustilanteessa hallituksen velvollisuudet ovat meillä hyvin osakkeenomistajakeskeiset. Ne menevät jopa pitemmälle kuin Delawaren Revlon-velvollisuus, koska Suomessa hallituksen velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen ostotarjousvastikkeeseen aktivoituu heti ostotarjousprosessin alusta lukien. Delawaressa Revlon-velvollisuus aktivoituu vain tarkasti rajatuissa olosuhteissa. On jossain määrin epäselvää, milloin ”suomalainen Revlon-velvollisuus” aktivoituu, mutta se tapahtuu epäilemättä aikaisemmassa vaiheessa ostotarjousprosessia kuin Delawaressa.

Toinen poikkeus liittyy yleislausekkeeseen. Lojaliteettivelvollisuutta ilmentävistä säännöksistä OYL 1:7:n yleislauseke sisältää yksittäistä osakkeenomis-

---

[138] HE 109/2005 vp. s. 41.
[139] Samoin tulkitsevat *Airaksinen ym.* 2010b s. 760–761.
[140] Ostotarjouskoodi 2014 s. 13. Näin ilmeisesti myös HE 32/2012 vp. s. 143. Ks. problematiikasta kirjallisuudessa erityisesti *Sillanpää* 1994 ja *Savela* 1999. Myöhemmästä kirjallisuudesta *Lindholm – Holmström* 2005 s. 278–294 ja *Norros* 2009 s. 505–510. Ruotsin sääntelystä esim. *Lindskog* 2008 s. 53–71 ja laajasti *Stattin* 2009.

tajaa välittömästi suojaavan elementin. Osakkeenomistajalle annetaan oikeussuojaa sellaisilta päätöksiltä ja toimenpiteiltä, joilla yhdelle osakkeenomistajalle annetaan epäoikeutettua etua *toisen* osakkeenomistajan kustannuksella. Yhtiössä voidaan tehdä toisinaan esimerkiksi sellaisia päätöksiä, jotka eivät välttämättä loukkaa yhtiön etua, mutta osakkeenomistaja saa epäoikeutettua välitöntä etua toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Siltä osin kuin osakkeenomistajalle voi ylipäätään aiheutua *välitöntä* vahinkoa yleislausekkeen rikkomisesta, hänen tulisi olla oikeutettu vahingonkorvaukseen suoraan itselleen OYL 1:7:n perusteella. Tässäkin mielessä voidaan siis todella puhua eräänlaisesta suoraan osakkeenomistajiin kohdistuvasta fidusiaarisesta velvollisuudesta.

Osakkeenomistajalle voinee aiheutua välitöntä vahinkoa yleislausekkeen rikkomisesta esimerkiksi julkisen ostotarjouksen yhteydessä. Hallitus saattaa antaa ostotarjousta koskevassa lausunnossaan (AML 11:13) totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, joiden pohjalta osakkeenomistaja myy osakkeensa alihintaan ostotarjouksen tekevälle toiselle osakkeenomistajalle. Hallituksen ostotarjousprosessin aikaisessa menettelyssä voi olla useita yleislausekkeen vastaisia piirteitä. Yleislausekkeen tulkinnanvaraisista soveltamisedellytyksistä toki riippuu, missä määrin hallituksen toimet osuvat normin alaisuuteen. Osakkeenomistajalla voi monissa tapauksissa olla oikeus saada korvasta sekä OYL 22:1.2:n että AML 16:1:n nojalla, koska sama teko voi konstituoida yhtä aikaa OYL 1:7:n ja AML 11 luvun velvollisuuksien vastaisen menettelyn. Olen toisessa yhteydessä suhtautunut kriittisesti osakkeenomistajan oikeuteen saada korvausta johdolta sekä OYL:n että VahL:n perusteella.[141] Jo tämän alaluvun alussa mainituista syistä OYL:n ja AML:n rinnakkaiseen soveltamiseen ei liity ainakaan lähtökohtaisesti yhtä suuria ongelmia. Tämän kannan tarkempi perustelu on kuitenkin jätettävä vastaisen kirjoituksen varaan, koska AML:n mukaiset velvoitteet eivät osu käsillä olevan tutkimuksen ydinsisältöön.

Yhdenvertaisuusperiaatteen osakkeenomistajaa suojaavan elementin rikkominen

Yhdenvertaisuusperiaatetta rikkovissa päätöksissä ei ole aina helppo todeta, onko aiheutunut vahinko osakkeenomistajan välitön vai välillinen vahinko. Hallituksen esityksen mukaan rajanveto on tehtävä sen mukaan, millaisiin perusteisiin vahingonkorvauskanteessa on kulloinkin vedottu.[142] Esimerkkinä jossain määrin epäselvästä vahinkotilanteesta voidaan mainita se, että hallitus panee toimeen yhtiökokouksen päätöksen, jolla saman osakelajin osakkeenomistajille jaetaan erisuuruiset osingot osaketta kohti tai osakelajin joillekin

[141] *Nyström* 2015d s. 634–657.
[142] HE 109/2005 vp. s. 202.

osakkeenomistajille ei jaeta ollenkaan osinkoa.[143] Toisena esimerkkitilanteena voidaan ajatella *Immosen* ja *Villan* teoksessa käytettyä skenaariota. Siinä yhtiö ottaa enemmistöosakkeenomistajaltaan velan, jonka korko sovitaan voittoosuusehtoiseksi. Korko on määritelty niin, ettei yhtiöön jää jaettavaa voittoa. Tällöin vähemmistöosakkeenomistaja, jolla on oikeus vaatia vähemmistöosinkoa OYL 12:7:n mukaisesti, ei saa osinkoa, koska yhtiön tilikauden voitto osoittaa nollaa eikä vähemmistöosinko-oikeus kohdistu taseen vapaan oman pääoman muihin eriin.[144]

Yhdenvertaisuusperiaatetta rikkova varojenjako on laitonta varojenjakoa ja seuraamukset voivat olla sen mukaiset.[145] Osakkeenomistaja voi reagoida yhdenvertaisuusperiaatetta rikkoviin varojenjakopäätöksiin moittimalla yhtiökokouksen (OYL 21:1) tai hallituksen päätöstä[146], mutta pätemättömyyskanne ei välttämättä riitä osakkeenomistajan oikeussuojan toteutumiseksi, koska laittomasti varoja saanut osakkeenomistaja ei välttämättä suostu tai kykene palauttamaan varoja yhtiöön. Tässä yhteydessä on syytä huomioida OYL 13:4:n säännökset laittomasti varoja saaneen tahon velvollisuudesta palauttaa varat. Oikeus palautuskanteen nostamiseen on yhtiöllä ja päätös kanteen nostamisesta voidaan tehdä hallituksessa (OYL 6:2.1) tai yhtiökokouksessa. Oikeudenloukkauksen kohteeksi joutuneella vähemmistöosakkeenomistajalla ei tyypillisesti ole mahdollisuuksia saada kannetta nostetuksi yhtiön nimissä eikä OYL 22:7.1:n mukainen vähemmistökanneoikeus ainakaan lain sanamuodon mukaan koske OYL 13:4:ssä tarkoitettua palautuskannetta vaan ainoastaan *vahingonkorvauskannetta*. Jos vähemmistöosakkeenomistaja voi ajaa derivatiivista kannetta, mutta ei palautuskannetta, lopputulos on jossain määrin epäjohdonmukainen.[147]

Ratkaisussa KKO 2015:105 emoyhtiön vähemmistöosakkeenomistajat olivat vaatineet konsernin tytäryhtiöitä palauttamaan emoyhtiön maksamat konserniavustukset, joita vähemmistöosakkeenomistajat pitivät osakeyhtiölain vastaisina. Koska KKO piti konserniavustuksia osakeyhtiölain mukaisina, se ei lopulta arvioinut palautusvastuun olemassaolon edellytyksiä tai kanneoikeuteen ja oikeuskeinojen keskinäisiin suhteisiin liittyviä kysymyksiä. Jos lakia tulkitaan liberaalisti, vähemmistöllä olisi jo nyt oikeus esittää palautusvaatimus OYL 13:4:n nojalla. Toisaalta voidaan ajatella, että osakkeenomistajalla on oikeus

---

[143] Ks. vastaavasta esimerkistä yhdenvertaisuusperiaatteen yhteydessä *Vahtera* 2011a s. 168.
[144] *Immonen – Villa* 2015 s. 35–36.
[145] *Immonen – Villa* 2015 s. 73.
[146] Kirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan yhtiökäytännössä vallitsee jonkinlainen konsensus siitä, että osakkeenomistaja voi moittia kanteella paitsi yhtiökokouksen myös hallituksen päätöstä, jos se loukkaa selvästi hänen oikeuksiaan. Näin on siitä huolimatta, ettei OYL sisällä asiasta nimenomaista säännöstä. Laajempi konsensus vallitsisi puolestaan siitä, että tuomioistuin voi OYL 6:2.2:n perusteella kieltää hallituksen päätöksen täytäntöönpanon. Ks. *Immonen – Villa* 2015 s. 38.
[147] *Savela* 2015 s. 443–444.

esittää palautusvaatimus OYL 21:1:n nojalla nostetussa kanteessa, jolloin kyseinen oikeus ajaisi jo nyt saman asian kuin vähemmistön kanneoikeuden ulottaminen OYL 13:4:ssä tarkoitettuun kanteeseen. De lege lata näyttää kuitenkin siltä, että vahingonkorvausseuraamus korostuu yksittäisen osakkeenomistajan oikeussuojan toteuttamisessa. Vähemmistöosakkeenomistajan oikeudesta nostaa palautuskanne voisi olla syytä säätää nimenomaisesti osakeyhtiölaissa.

Jos epäoikeutettua etua saanut osakkeenomistaja ei palauta lainvastaisesti saamiaan osinkoja, yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen kohtelun kohteeksi joutunut osakkeenomistaja voi nostaa korvauskanteen yhtiön johtoa (OYL 22:1) ja eräissä tapauksissa myös epäoikeutettua etua saanutta osakkeenomistajaa (OYL 22:2) vastaan. Epäselvää on kuitenkin se, saako osakkeenomistaja oikeussuojaa suoran kanteen (OYL 22:1.2) vai ainoastaan derivatiivisen kanteen (OYL 22:7.1) nojalla. Derivatiivinen kanne on OYL 22:7.1:n mukaan eräissä olosuhteissa yksittäisenkin osakkeenomistajan käytössä eli enemmistöosakkeenomistajat ja johtajat eivät voi tehdä vähemmistön oikeussuojaa tältä osin merkityksettömäksi. Derivatiivisen kanteen nostamisen edellytykset ovat kuitenkin yksittäisen osakkeenomistajan kannalta epäedullisemmat kuin suorassa kanteessa. Yksittäinen osakkeenomistaja saa ajaa derivatiivista kannetta vain jos kannetta vireille pantaessa on todennäköistä, ettei yhtiö huolehdi vahingonkorvausvaatimuksen toteuttamisesta.[148] Tämän lisäksi osakkeenomistajan kanneoikeudelle on asetettu kaksi lisäedellytystä, joista toisen tulee täyttyä. Kantajalla (tai kantajilla) on oltava vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista *tai* osoitetaan, että vahingonkorvausvaatimuksen toteuttamatta jättäminen olisi yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. Jos vastaaja on saanut yhtiökokouksen päätöksellä vastuuvapauden, kanne on nostettava kolmen kuukauden kuluessa yhtiökokouksen päätöksestä tai joissakin tapauksissa siitä, kun erityisestä tarkastuksesta annettu lausunto on esitetty yhtiökokouksessa tai hakemus tarkastajan määräämiseksi on hylätty (OYL 22:7.3). Jos vastuuvapauspäätös ei OYL 22:6.3:ssa mainituista syistä sido yhtiökokousta, sovelletaan kanteen nostamiselle varattua viiden vuoden määräaikaa (OYL 22:8).[149]

Oikeudenloukkauksen kohteeksi joutunut osakkeenomistaja voi hyvin väittää, että hän on kärsinyt saamatta jääneen osingon määrää vastaavan varallisuusvahingon eikä kyse ole yhtiön kärsimästä vahingosta, koska yhtiö olisi jakanut joka tapauksessa saman määrän osinkoina. Tässä skenaariossa osinko on vain jaettu epäyhdenvertaisesti osakkeenomistajien kesken, joten periaatteessa voidaan esittää, että yhden osakkeenomistajan saama epäoikeutettu etu on todella tullut välittömästi toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Vahingon luokittelemista välittömäksi vahingoksi voidaan kuitenkin sekä puoltaa että vastustaa.

---

[148] Edellytystä on arvioitu esim. ratkaisussa Itä-Suomen hovioikeus 5.6.2014 S 14/158/20 (lainvoimainen).

[149] Näin ilmeisesti myös HE 109/2005 vp. 201–202.

Eräät näkökohdat puoltavat vahingon luokittelemista välittömäksi vahingoksi. Rajanveto välittömään ja välilliseen vahinkoon ei ole selvä ja lain perusteluissa haluttiin antaa merkitystä sille, millaisiin perusteisiin korvausvaatimuksessa on kulloinkin vedottu. Tämän voisi ajatella niin, että kanneperusteiden ja vahingon oikeanlainen luonnehdinta ovat ratkaisevat kriteerit. Osakkeenomistaja voi usein näyttää selvästi osakeomistuksensa mukaisen määrän, joka jaettavasta osingosta olisi pitänyt olla ”korvamerkittynä” hänelle, jos osingonjako olisi tapahtunut yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti. Jos osakkeenomistajan vahinkoa voidaan luonnehtia yhtä hyvin välittömäksi kuin välilliseksi vahingoksi, suoraan kanneoikeuteen ei ole ainakaan lähtökohtaisesti syytä suhtautua kategorisen kielteisesti. Edelleen osakkeenomistajan suoralla kanneoikeudella voidaan pyrkiä edistämään yleisesti osakkeenomistajan oikeussuojaa. Näin on siksi, että derivatiivisen kanteen seurauksena tuomittava korvaus tulee yhtiölle, jossa määräysvalta kuuluu vähemmistön loukkaamiseen syyllistyneille enemmistöosakkeenomistajille ja johtajille. Päätäntävalta yhtiölle voitetun korvaussumman samoin kuin yhtiön muiden varojen käytöstä jää siis edelleen oikeudenloukkaukseen syyllistyneille henkilöille tai näistä riippuvaisille tahoille. Tähän voidaan kuitenkin huomauttaa, että osakeyhtiölaissa on säädetty useista oikeussuojakeinoista osakkeenomistajiin kohdistuvien oikeudenloukkausten varalle, eikä riski vastaisten väärinkäytösten uhriksi joutumisesta voi sellaisenaan ratkaista rajanvetoa välittömään ja välilliseen vahinkoon. Sen sijaan OYL 23:1:ssä tarkoitetun oikeussuojakeinon soveltamisedellytyksiin kuuluu se, onko määräysvallan väärinkäytön jatkuminen todennäköistä.[150]

Osakkeenomistajan oikeussuojaan sekä välittömän ja välillisen vahingon välisen rajanvedon häilyvyyteen liittyvien perusteiden vuoksi voisi ensi näkemältä olla syytä lähteä siitä, että osakkeenomistaja olisi tosiaan oikeutettu korvaukseen suoraan itselleen. Toisaalta hyvät perusteet puoltavat vahingon luokittelemista välilliseksi vahingoksi, jolloin osakkeenomistaja voisi saada korvausta ainoastaan derivatiivisen kanteen kautta. Yhtiön varojen jakamisessa on aina kyse *yhtiön* varallisuudesta disponoimisesta. Varojen jakaminen vastoin osakeyhtiölain säännöksiä vahingoittaa tyypillisesti välittömästi juuri yhtiötä, vaikka esimerkkitilanteessa lähtökohta ei ole ongelmaton. Painavimmat argumentit liittyvätkin muihin näkökohtiin. Erityisesti hajautuneiden omistusrakenteiden yhtiöissä osakkeenomistajien suorien kanteiden hyväksyminen voi aiheuttaa päällekkäisiin kanteisiin, vahingon laskemiseen ja periaatteessa jopa kahdenkertaiseen vahingonkorvaukseen liittyviä ongelmia, jos vireillä on yhtä aikaa osakkeenomistajien suoria kanteita sekä yksi tai useampia derivatiivisia kanteita. Ennen tämän argumentin tarkempaa kehittelyä on kuitenkin syytä tarkastella, miten OYL:n perusteluissa arvioitiin yhtäaikaisia kanteita ja oikeusvoimasääntöjä.

---

[150] Ks. OYL 23:1:n soveltamisedellytyksistä *Vahtera* 2011b s. 613–625.

Hallituksen esityksessä otettiin lyhyesti huomioon sellainen mahdollisuus, että vireillä on samaan aikaan useita derivatiivisia kanteita ja mahdollisesti yhtiön omakin kanne. Useista kanteista johtuvat ongelmat tulisi ratkaista yleisten prosessuaalisten sääntöjen mukaan. Yhden osakkeenomistajan nostama derivatiivinen kanne ei estä toista osakkeenomistajaa saamasta omaa derivatiivista kannettaan vireille, eikä yhteen kanteeseen annettu *hylkäävä* tuomio ole sitova suhteessa muihin kanteen ajamiseen oikeutettuihin osakkeenomistajiin. Kanteen *hyväksyvä* tuomio saa kuitenkin oikeusvoiman myös suhteessa muihin kanteen ajamiseen oikeutettuihin tahoihin. Rinnakkaiset kanteet olisi mahdollisuuksien mukaan perusteltua ratkaista samassa oikeudenkäynnissä.[151] Oikeusvoimasääntöjä arvioidaan siis pitkälti samalla tavalla kuin pätemättömyyskanteiden yhteydessä. Moitekanteeseen annettu *hyväksyvä* tuomio on voimassa myös suhteessa niihin osakkeenomistajiin, jotka eivät ole yhtyneet kanteeseen (OYL 21:4.2). Hylkäävän tuomion oikeusvoimaa koskeva kanta vaikuttaa perustellulta. Jos derivatiiviseen kanteeseen annettu hylkäävä tuomio saisi oikeusvoiman myös suhteessa muihin osakkeenomistajiin kuin kanteen nostaneeseen tahoon, yhtiön ja osakkeenomistajien oikeussuojan toteutuminen jäisi riippumaan siitä, miten hyvin ajallisesti ensimmäinen derivatiivinen kanne ajetaan.

Palataan tarkasteltavaan esimerkkitilanteeseen, jossa osingot on jaettu yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti. Osingonjaon jälkeen voi tulla vireille useita derivatiivisia ja suoria kanteita. Näyttäisi johdonmukaiselta lähteä siitä, että edellä esitetyt oikeusvoimasäännöt pätevät myös silloin. Ajatellaan, että suoran kanteen nostanut yksittäinen vähemmistöosakkeenomistaja saa hallituksen jäseniltä osinkojensa menetystä vastaavan korvauksen. Toinen vähemmistöosakkeenomistaja saattaa ajaa tahollaan derivatiivista kannetta ja vaatia hallituksen jäseniä korvaamaan yhtiölle määrän, joka vastaa laitonta varojenjakoa kokonaisuudessaan. Suoraan kanteeseen annettu hyväksyvä tuomio on oikeusvoimainen myöhemmissä oikeudenkäynneissä. Tuomioistuimen on kuitenkin joka tapauksessa vähennettävä suoran kanteen johdosta tuomittu korvaus määrästä, joka tuomitaan derivatiivisen kanteen seurauksena yhtiölle. Tällöin suoran kanteen nostanut osakkeenomistaja saa ensin täyden hyvityksen omasta vahingostaan, mutta samalla hänen osakkeidensa arvo nousee yhtiölle maksetun alennetun korvauksen seurauksena. Osakkeenomistaja on tällöin saanut kärsimäänsä vahinkoa suuremman korvauksen. Lopputulos on silloin vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden vastainen.

Edellä on esitetty vain yksi mahdollinen tapa, jolla osakkeenomistajien suorien kanteiden hyväksyminen voi johtaa kaksinkertaista vahingonkorvausta koskeviin ongelmiin. Kaksinkertaiseen vahingonkorvaukseen ja vahingon määrän laskemiseen liittyvät ongelmat eivät kuitenkaan ole ainoita tässä huomioitavia

[151] HE 109/2005 vp. s. 201.

seikkoja. Sääntelyn tulisi ehkäistä osakkeenomistajien opportunismia toisiaan kohtaan. Esimerkkitilanteessa osakkeenomistajan ilmeisesti jopa kannattaisi ajaa kanteensa suorana kanteena ja muotoilla kanneperusteet niin, että kyseessä on välitön vahinko. Vahingonaiheuttajien varallisuus ei nimittäin välttämättä riitä kaikille vähemmistöosakkeenomistajille aiheutettujen vahinkojen korvaamiseen. On siis mahdollista, että suoran kanteen ensimmäisenä nostanut osakkeenomistaja saa täyden korvauksen vahingostaan ja myöhemmin todetaan derivatiivisen kanteen tai toisen osakkeenomistajan suoran kanteen yhteydessä, että vahingonaiheuttajat ovat maksukyvyttömiä. Lopputulokseksi jää, että suoran kanteen ensimmäisenä nostaneen osakkeenomistajan oikeussuoja toteutuu, mutta yhtiö ja muut osakkeenomistajat jäävät vaille oikeussuojaa. Tämä ei vaikuta asianmukaiselta lopputulokselta.

Yksi vaihtoehto olisi jättää kysymys tapauskohtaisen harkinnan varaan tai muotoilla jonkinlaisia ehdollisia sääntöjä, joiden puitteissa suorat kanteet voitaisiin hyväksyä. Jos oikeustila on epäselvä, on toisinaan perusteltua, ettei sen ymmärtämistä hankaloiteta entisestään luomalla uusia in casu -arviointikriteerejä, vaan pyritään voimakkaan systematisoinnin avulla selkeyttäviin sääntöihin.[152] Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus sekä sääntelyn johdonmukaisuus ja selkeys puoltavat kielteistä suhtautumista osakkeenomistajan oikeuteen saada korvausta suoraan itselleen silloin, kun osakkeenomistajalle maksettava suora korvaus voi johtaa ristiriitaan vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden kanssa tai vaikuttaa yhtiön ja muiden osakkeenomistajien asemaan. Näin ollen käsitellyssä esimerkkitilanteessa onkin ehkä perustelluinta lähteä siitä, että osakkeenomistajalla on suora kanneoikeus ainoastaan, jos hän on *ainoa oikeudenloukkauksen kohteeksi joutunut vähemmistöosakkeenomistaja*. Jos yhtiössä on useita oikeudenloukkauksen kohteeksi joutuneita vähemmistöosakkeenomistajia, osakkeenomistajalla ei ole suoraa kanneoikeutta vaan hänen on turvauduttava derivatiiviseen kanteeseen ja vaadittava yhtiölle korvausta määrästä, joka vastaa laitonta varojenjakoa kokonaisuudessaan.

Mankala-yhtiöt

Eräs hankalahko tulkintatilanne liittyy yhtiöihin, joiden toiminnan tarkoituksena on hyödyttää välittömästi osakkeenomistajia yhtiön sijaan. Tällainen niin sanottu Mankala-tyyppinen yhtiö voi esimerkiksi tuottaa osakkeenomistajilleen palveluita omakustannushintaan eikä se siten varsinaisesti tuota voittoa jaettavaksi osakkeenomistajille OYL 13 luvun säännösten mukaisesti osinkona tai muuna voitonjakona. Mankala-tyyppisiä yhtiöitä on käytetty muun muassa lämmön ja energian tuotantoon liittyvässä liiketoiminnassa kuten kotimaises-

[152] Tällaisesta argumentoinnista eräiden arvopaperimarkkinaoikeudellisten ongelmien yhteydessä *Norros* 2009 s. 12–16.

sa ydinvoimalaliiketoiminnassa. Mankalayhtiön osakkeenomistaja hyötyy sitä kautta, että se voi myydä yhtiön tuottaman energian eteenpäin markkinahintaan tai käyttää sitä tuotannontekijänä omassa toiminnassaan. Kirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan mankalaperiaatetta noudattava osakeyhtiö toimii OYL 1:5:n olettamasäännöksen mukaisesti, vaikka yhtiö tuottaa etua välittömästi osakkeenomistajille eikä yhtiölle.[153]

Mankalaperiaatteen mukaisesti toimivassa yhtiössä voi olla epäselvyyttä sen suhteen, miten fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteet ja vahingonkorvaukseen oikeutettujen henkilöiden piiri tulisi ymmärtää. Tämä johtuu siitä, että mankalaperiaatteella toimivan yhtiön johdon ”päämieheksi” voidaan ainakin periaatteessa ymmärtää yhtiön ohella jokainen yksittäinen osakkeenomistaja. Edelleen tällaisissa yhtiöissä osakkeenomistajan välittömän ja välillisen vahingon erotteleminen toisistaan voi käydä hankalaksi, jos johto epäonnistuu tehtävässään toimia yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisesti.

Mankalayhtiöiden toimintaa tarkasteltaessa on tärkeää kiinnittää huomiota eri henkilörelaatioihin, niissä aiheutettuihin vahinkoihin ja soveltuviin korvausperusteisiin. Yhtiön ja osakkeenomistajan välille voi syntyä riitoja, jotka koskevat esimerkiksi vahingonkorvausvelvollisuutta tai osakkeenomistajan yhtiöjärjestykseen perustuvaa lisämaksuvelvollisuutta yhtiötä kohtaan. Riidat voivat edelleen koskea osakkeenomistajan, yhtiön ja kolmannen välisiä suhteita. Seuraavassa arvioidaan kuitenkin vain sitä, miten mankalaperiaate vaikuttaa yksittäisten osakkeenomistajien mahdollisuuteen saada korvausta yhtiön johdolta OYL:n korvaussäännösten perusteella. Tässä kirjoituksessa en käsittele muita henkilörelaatioita.

Mankalayhtiöissäkin yleisenä lähtökohtana tulee olla osakkeenomistajan välittömän ja välillisen vahingon ero. Vaikka yhtiön toiminnan tarkoitus olisi määritelty OYL 1:5:stä poikkeavalla tavalla, mankalayhtiöissäkin johdon fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen menettely vahingoittaa osakkeenomistajia tyypillisesti vain välillisesti. Tämä voi ilmetä esimerkiksi niin, että johto tekee yhtiölle epäedullisia sopimuksia. Toisaalta mankalaperiaate perustaa johdon ja osakkeenomistajan välille erityislaatuisen suhteen, joka voi tarkoittaa eräissä tapauksissa välittömästi osakkeenomistajiin kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien aktivoitumista. Jos yhtiön toiminnan tarkoituksena on esimerkiksi juuri palvelujen tuottaminen tai yhtiön omistamien tilojen vuokraaminen osakkeenomistajille omakustannushintaan ja hallitus veloittaa yksittäiseltä osakkeenomistajalta tätä korkeamman hinnan, osakkeenomistaja voi saada hallituksen jäseniltä korvausta toiminnan tarkoituksen rikkomisen perusteella, jos hän huomaa ylihinnan veloittamisen. Korvausvastuun perustavaan lopputulokseen olisi ilmeisesti mahdollista päästä myös tulkitsemalla, että johto on kohdellut

[153] *Immonen – Villa* 2015 s. 23–24 ja *Mähönen – Villa* 2015 s. 158–159.

osakkeenomistajia yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti (”kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet”).

Kaiken kaikkiaan näyttää siltä, että johdon osakkeenomistajiin kohdistuvissa fidusiaarisissa velvollisuuksissa on kyse harvalukuisista poikkeustilanteista ainakin siltä osin kuin puhutaan nimenomaan *oikeudellisesti täytäntöönpantavista velvollisuuksista* eikä johdon *oikeudesta edistää yhtiön etua tietyn osakkeenomistajan preferoimalla tavalla.* Jälkimmäisenä mainittu eli johdon oikeus on ensin mainittua eli velvollisuutta laajempi. Velvollisuuden voidaan sanoa olevan yhtä laaja kuin osakeyhtiölain osakkeenomistajaa välittömästi suojaavien normien kokonaisuus. Yksittäisiin osakkeenomistajiin kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien laajuuden arvioinnissa keskeisimmäksi kriteeriksi nousee siis erottelu välittömiin ja välillisiin vahinkoihin.

6.2.9 Muut sidosryhmät ja derivatiivinen kanne

Yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen kiinteä yhteys ilmenee osakeyhtiölain perustelulausumista. Hallituksen esityksen mukaan ”yhtiön edun mukaan toimiminen *sisältää* luonnollisesti toimimisen yhtiön tarkoituksen mukaisesti”.[154] Esitöistä voidaan päätellä, että voitontuottamistarkoitus kuuluu olennaisena osana lojaliteettivelvollisuuteen, mutta niissä ei kerrota, tyhjentyykö yhtiön etu kaikissa olosuhteissa *ainoastaan* voiton tuottamiseen tai muuten pelkästään osakkeenomistajien etuun. Perusteluissa ei esimerkiksi täsmennetty tyhjentävästi voitontuottamistarkoituksen toteuttamisen eettisiä reunaehtoja tai aikaväliä, jolla johto on velvollinen edistämään voiton tuottamista. Oletettavaa on, ettei laki yritysjärjestelytilanteita lukuun ottamatta käytännössä rajoita hallituksen oikeutta päättää aikavälistä, jolla voittoa tavoitellaan. Hallituksen oikeus edistää päätöksenteossaan edes osaksi muita tavoitteita kuin voiton tuottamista osakkeenomistajille on vaikeampi kysymys. Hallituksen esityksen lausumat viittaavat siihen, että osittainenkin poikkeaminen voitontuottamistarkoituksesta vaatii yhtiöjärjestyksen muuttamista.[155] Tästä tulkinnasta seuraisi nähtävästi, että monissa yritysvastuuta edistävissä yhtiöissä rikottaisiin systemaattisesti osakeyhtiölakia, ellei samalla ajatella, että näiden yhtiöiden OYL 1:5:stä poikkeava toiminnan tarkoitus on pääteltävissä niiden tosiasiallisesta toiminnasta ja kaikki osakkeenomistajat ovat sen hyväksyneet.

Kirjallisuudessa esitettyjen näkemysten valossa OYL:n kanta yhteiskuntavastuukysymyksiin ei ole selvä. Esimerkiksi *Salo* on pitänyt OYL:a eräänlaisena osakkeenomistajakeskeisen ja sidosryhmäkeskeisen ajattelun välimuotona. Tässä katsannossa OYL olisi vähemmän osakkeenomistajakeskeinen kuin

[154] HE 109/2005 vp. s. 41.
[155] HE 109/2005 vp. s. 129.

Yhdysvallat, mutta osakkeenomistajakeskeisempi kuin Yhdistynyt kuningaskunta.[156] Näkemys on perustettu Yhdysvaltojen osalta muutamien delawarelaisten oikeustapausten perusteluihin ja Yhdistyneen kuningaskunnan osalta Companies Act section 172:n sanamuotoihin. Kansainvälisessä kirjallisuudessa Yhdistynyttä kuningaskuntaa on kuitenkin pidetty selkeästi osakkeenomistajakeskeisempänä kuin Yhdysvaltoja, joten johtopäätöksiin on syytä suhtautua varauksellisesti.[157] Samalla on pidettävä mielessä se epävarmuus, joka yhtiön edun tulkintaan liittyy kaikissa oikeusjärjestyksissä ja johon prejudikaatit eivät ole antaneet selviä vastauksia.

Osakeyhtiölain 1 luvun yleisperiaatteet eivät ilmeisesti aseta selkeitä rajoja yhtiön yhteiskuntavastuun toteuttamiselle. Kaiken kaikkiaan on epäselvää, milloin ”sallitun toiminnan rajat tulevat vastaan”. Selvää on vain se, että yhteiskuntavastuun toteuttaminen on ongelmatonta osakeyhtiölain näkökulmasta, jos sillä saadaan lisättyä yhtiön tuottoja.[158] Hallituksen jäsenten näkökulmasta sallitun toiminnan rajojen määrittämisessä on samalla kyse vahingonkorvausvastuun syntymisen edellytyksistä. Yhteiskuntavastuutapauksissa vahingon sekä OYL:n rikkomisen ja vahingon välisen syy-yhteyden näyttäminen kävisi useissa tapauksissa kantajalle poikkeuksellisen vaikeaksi. Vaikeasti täyttyvät vahinko- ja syy-yhteysedellytykset ovat kuitenkin vain välttteleviä vastauksia itse kysymykseen eli siihen, milloin hallitukselle sallitun harkintamarginaalin rajat on ylitetty tuottamuksellisesti.

Kysymys siitä, määrittyykö yhtiön edun ja siten lojaliteettivelvollisuuden sisältö pelkästään voitontuottamistarkoituksen kautta, on tärkeä erityisesti yhtiöissä, jotka edistävät tosiasiassa muitakin tavoitteita kuin voiton tuottamista osakkeenomistajille. Olemme *Rajavuoren* kanssa selvittäneet aikaisemmin erilaisia tulkintavaihtoehtoja voitontuottamistarkoituksen ja muiden tavoitteiden yhteensovittamiseksi.[159] Yhden vaihtoehdon mukaan muita tavoitteita kuin voiton tuottamista edistävät yhtiöt tulisi tulkita OYL 1:5:n olettamasäännöksestä poikkeaviksi ei-voitontuottamisyhtiöiksi. Tällainen tulkinta on helppo silloin, kun olettamasäännöksestä poikkeava toiminnan tarkoitus ilmenee suoraan yhtiöjärjestyksestä. OYL 1:5:n sanamuodon mukaan voitontuottamistarkoituksesta poikkeaminen edellyttää yhtiöjärjestysmääräystä asiasta, mutta kirjallisuudessa[160] on pidetty mahdollisena, että poikkeava toiminnan tarkoitus voidaan toisinaan päätellä myös muista olosuhteista, kuten yhtiön tosiasiallisesta toiminnasta ja osapuolten tarkoituksesta. Jos olosuhteista voidaan päätellä, että

---

156 *Salo* 2015 s. 114–117.
157 Yleisesti *Bruner* 2010 s. 579–653. Yritysvaltaussääntelyn kannalta *Armour – Skeel* 2007 s. 1727–1794.
158 *Knuutinen* 2014 s. 329.
159 *Nyström – Rajavuori* 2014 s. 716–718.
160 *Airaksinen ym.* 2010a s. 32.

kaikki osakkeenomistajat ovat hyväksyneet yhteiskuntavastuupolitiikan toteuttamisen muodossa tai toisessa, yhtiöoikeudellista ongelmaa ei synny. Omistusrakenteeltaan hajautuneessa yhtiössä tämä ratkaisukeino on kuitenkin ongelmallinen ja usein vain teoreettisesti kestävä. Vaatii paljon hypotetisointia, jotta voidaan väittää, että pörssiyhtiön jokainen osakkeenomistaja on esimerkiksi hyväksynyt hallituksen määrittämän yhteiskuntavastuupolitiikan yksittäisen *muutoksen*.

Voitontuottamistarkoituksen ja muiden tavoitteiden yhteensovittamista tulee tarkastella erilaisista lähtökohdista kuin edellä on esitetty. Hallituksen esityksen mukaan voiton tuottamista arvioidaan eri toimenpiteiden muodostaman kokonaisuuden perusteella.[161] Näkemyksellä on voitu viitata useaan eri seikkaan kuten esimerkiksi klassiseen näännytysproblematiikkaan. Vähemmistöosakkeenomistajien niin sanottuja näännyttämisväitteitä arvioitaessa tuomioistuimen ei tule kiinnittää huomiota pelkästään johdon yksittäisiin päätöksiin, vaan keskeistä on päätösten muodostama kokonaisuus. Vaikka yksittäistä päätöstä voisi ensi näkemältä pitää vähemmistöosakkeenomistajan individuaalisten intressien vastaisena ja tämän näkökulmasta ”voitontuottamistarkoituksen vastaisena”, päätös voi olla osa laajempaa päätösten sarjaa, jolla vain tähdätään voiton tuottamiseen vähemmistöosakkeenomistajan preferensseistä poikkeavalla tavalla.

Edellä siteeratun perustelulausuman merkitystä voidaan tarkastella myös arvioitaessa voitontuottamistarkoituksen ja yhtiön muiden tavoitteiden yhteensovittamista. Lausumaa tulee tulkita niin, ettei toiminnan tarkoitusta yleisluonteisena tavoitenormina riko pelkästään se, että johdon yksittäisiin päätöksiin vaikuttavat muutkin seikat kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Vain jos johdon päätöksenteko on systemaattisesti sellaista, ettei enää voida puhua ensisijaisesti osakkeenomistajille voittoa tuottavasta yhtiöstä, on kyse korvausvastuun yhtiötä kohtaan perustavasta menettelystä. Kysymys muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen ja yhteiskuntavastuun edistämisen hyväksyttävyydestä palautuu siis tosiasiassa näännytysproblematiikkaan.[162] Esimerkiksi johdon yksittäinen päätös, jota motivoivat liiketaloudellisten perusteiden ohella työntekijöiden hyvinvoinnin edistäminen tai hyvien suhteiden ylläpitäminen paikallisyhteisöön, ei sellaisenaan välttämättä tarkoita yhtiön edun vastaista menettelyä, kunhan johto ei ole edistänyt omaa tai läheistensä etua.[163] Tällainen tulkinta tuskin on kovin kaukana monissa yhtiökäytännöissä omaksutuista näkemyksistä. Silti voidaan puoltaa Kosken aikanaan esittämää

[161] HE 109/2005 vp. s. 39.

[162] Korkein oikeus on tuoreessa ennakkopäätöksessään KKO 2015:105 todennut, että näännyttämisen tunnusmerkkeihin kuuluu menettelyn jatkuvuus tai toistuvuus.

[163] *Dotevall* 2015 s. 202 tulkitsee, että Ruotsissa johdolla on tietynasteinen mahdollisuus huomioida muutkin sidosryhmät kuin osakkeenomistajat ilman korvausvastuun uhkaa.

käsitystä, jonka mukaan johto voi joutua yhtiön edun vastaisesta menettelystä korvausvastuuseen yhtiötä kohtaan, jos se asettaa esimerkiksi työllisyyden edistämisen voitontuottamistarkoituksen edelle yhtiön ensisijaisena ja systemaattisena tavoitteena.

Edellä huomautettiin jo, että osakkeenomistajien taloudellisten etujen motivoima yhteiskuntavastuun edistäminen on OYL:n kannalta ongelmatonta. Tässä yhteydessä voidaan esittää toinenkin ongelmaton väite. Yhtiön muiden sidosryhmien edustajat eivät voi OYL:n oikeussuojakeinojen avulla pakottaa johtoa ottamaan heidän etujaan huomioon yhtiön päätöksenteossa. Nämä tahot ovat kaikki samassa asemassa siinä mielessä, että heillä on oikeus saada korvausta ainoastaan osakeyhtiölain kolmatta suojaavien nimenomaisten säännösten rikkomisesta (OYL 22:1.2). Kyseiset säännökset eivät perusta johdolle fidusiaarisia velvollisuuksia kolmansia kohtaan aivan kuten johdolla ei ole eräitä poikkeustilanteita lukuun ottamatta fidusiaarisia velvollisuuksia yksittäisiä osakkeenomistajia kohtaan. Tällaisten velvollisuuksien perustaminen on teoreettisestikin haasteellista.

Yhdistyneen kuningaskunnan Companies Actiin lisättiin 1980-luvulla nimenomainen säännös, joka oikeutti hallituksen ottamaan päätöksenteossaan huomioon työntekijöiden edut. Säännös jäi ilmeisesti kuitenkin symboliseksi juuri siksi, että sen rikkomiseen ei liittynyt oikeuskeinoa, johon työntekijät olisivat voineet turvautua.[164] Joidenkin tutkijoiden mukaan oli virheellistä puhua hallituksen velvollisuudesta ottaa työntekijöiden edut huomioon, koska kyse oli oikeuskeinon puuttumisen takia enemmän defenssistä, jolla hallitus saattoi puolustautua osakkeenomistajia vastaan, jos nämä väittivät hallituksen edistäneen liiaksi työntekijöiden etua osakkeenomistajien edun kustannuksella.[165]

Vaikka nykyisen Companies Act section 172:n sanamuoto on varsin sidosryhmäystävällinen, lain säätäminen ei ilmeisesti tarkoittanut, että johdolle olisi perustettu aikaisempaa laajempi mandaatti huomioida muut sidosryhmät kuin osakkeenomistajat. Säännöksen mukaan velvollisuus muiden sidosryhmien etujen edistämiseen on vain väline parantaa osakkeenomistajien asemaa.[166] Tätä lähtökohtaa korostaa pelkästään se, että muilla kuin osakkeenomistajilla ei ole käytössään oikeuskeinoa, jos ne epäilevät etujensa tulleen kokonaan syrjäytetyiksi hallituksen päätöksenteossa. Valistuneen arvonmaksimoinnin ajatusta heijasteleva Companies Act section 172 antaakin muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien eduille ainoastaan instrumentaalista arvoa.[167] Toinen asia on se, että myös Yhdistyneessä kuningaskunnassa työntekijät voinevat vedota

---

[164] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1091 alav. 124. Ks. myös *Cohen* 2001 s. 356.
[165] *Loose ym.* 2000 s. 130–131.
[166] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1092. Lainkohdassa käytetty termi ”members” viittaa osakkeenomistajiin. Ks. lainkohdasta myös *Keay* 2011 s. 223–226 ja siinä mainitut lähteet.
[167] *Gelter – Helleringer* 2015 s. 1092. Näin ilmeisesti myös *Sjåfjell ym.* 2015 s. 93.

yksittäisiä velkojia suojaaviin säännöksiin samalla tavalla kuin muut velkojat. Lisäksi laki sisältää velkojia kollektiivisesti suojaavia säännöksiä. Sääntely vastannee tässä mielessä pitkälti kotimaista osakeyhtiölakia.

Pluralistista yhtiöintressiä[168] arvostellaan toisinaan siitä, ettei sellaista intressimatriisia ole mahdollista panna täytäntöön tai ”operationalisoida” osakeyhtiölainsäädännön oikeuskeinojen avulla.[169] Kritiikki voidaan asettaa niin, että yhtiön edun toteuttamiseen liittyvän oikeuskeinon antaminen kaikille relevanteille sidosryhmille tekisi johdon aseman mahdottomaksi. Muun muassa tästä syystä on todettu, että kotimaisen osakeyhtiölainsäädännön yleislausekkeissa tarkoitettu yhtiön etu ei voi sisältää muuta kuin osakkeenomistajien yhteisen edun.[170] Päätti johto miten tahansa, jollain sidosryhmällä olisi aina mahdollisuus vaatia johtoa vastuuseen, jos päätöksenteko on edellyttänyt sidosryhmien intressien keskinäistä priorisointia. Kritiikki on pinnallisesti johdonmukaista, mutta tarkemmin analysoituna päättelyketju sisältää ongelmia. Keskeinen päättelyvirhe johtuu *oikeuden* ja *intressin* käsitteiden sekoittamisesta. Oikeuskeinon puuttuminen ei vielä osoita, että muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien intressit olisivat irrelevantteja johdon fidusiaaristen velvollisuuksien tulkinnassa.

Edellisessä kappaleessa tarkasteltu standardikritiikki perustuu ajatukseen, jonka mukaan oikeusjärjestys tunnustaa vain sellaiset intressit, jotka ovat oikeuskeinojen avulla pakolla täytäntöönpantavissa. Oikeusjärjestyksessä tunnustetaan kuitenkin yleisesti sellaisia intressejä, joihin ei liity oikeuskeinoja. Intressi ei muutu oikeudellisesti merkityksettömäksi vain siksi, että sen toteuttamiseen ei liity oikeuskeinoa. Esimerkiksi Suomen perustuslain (731/1999) 18:2:n mukaan julkisen vallan on edistettävä työllisyyttä ja pyrittävä turvaamaan jokaiselle oikeus työhön. Perustuslain 18:2:ssa tarkoitetut intressit eivät ole juridisesti irrelevantteja vain siksi, että työtön työnhakija ei voi toteuttaa niitä haastamalla valtion oikeuteen lainkohdan nojalla, jos julkinen valta ei järjestä hänelle työpaikkaa. Lainkohta saa oikeudellisen merkityksensä muuta kautta.

Oikeudella ja intressillä ei ole ymmärretty samaa asiaa yhtiöoikeudessakaan. *Taxell* huomautti aikanaan, että osakeyhtiölainsäädäntö voi suojata myös sellaisia intressejä, joihin ei välittömästi liity oikeuskeinoa. Tällaisillakin intresseillä on oikeudellista merkitystä. Merkitys tulee esiin silloin, kun arvioidaan, onko intressiä edistävä toiminta sopusoinnussa yhtiön orgaanien toimivaltaa määrittävien normien kanssa. *Taxell* mainitsi esimerkkinä työntekijän, jonka intressissä on, että yhtiö noudattaa kohtuullisessa määrin sosiaalisia normeja. Työn-

---

168 Käsitettä pluralistinen yhtiöintressi on käyttänyt mm. *Toiviainen* 1992 s. 170.
169 Esim. *Stattin* 2008 s. 213.
170 *Savela* 1999 s. 200–201. Vastaavasta kritiikistä Ruotsin kirjallisuudessa *Stattin* 2008 s. 216, joka arvostelee *Taxellin* näkemyksiä.

tekijällä ei ole oikeuskeinoa yhtiötä kohtaan, mutta jos yhtiön hallitus ottaa työntekijän edun huomioon esimerkiksi osakkeenomistajien osinko-oikeuden kustannuksella, hallituksen menettely on Taxellin mukaan useimmissa tapauksissa hyväksyttävää.[171]

Pluralistista yhtiöintressiä ei edes pyritä operationalisoimaan oikeuskeinojen avulla. Eri sidosryhmien intressien huomioiminen operationalisoidaan sitä kautta, että hallitusta suojataan osakkeenomistajien kanteilta. Lopputulos on sama kuin vertailumaissa, joissa liiketoimintapäätösperiaate suojaa johtoa vastaavissa tilanteissa. Jos jokaisen sidosryhmän edustajalla olisi täytäntöönpanokelpoinen oikeus vaatia oman etunsa edistämistä hallitustyöskentelyssä, yhtiön edun funktio menettäisi merkityksensä samalla tavalla kuin se menettäisi merkityksensä, jos yksittäinen osakkeenomistaja voisi vaatia yhtiön edun edistämistä juuri hänen toivomallaan tavalla.

Pluralistinen yhtiöintressi herättää siis kaksi kysymystä: (1) annetaanko yhtiön kaikkien sidosryhmien edustajille oikeuskeino sen varmistamiseksi, että heidän etunsa tulevat huomioiduiksi johdon päätöksenteossa ja (2) tulisiko kaikkien sidosryhmien edustajille antaa oikeus ajaa kannetta korvauksen suorittamiseksi *yhtiölle* niissä tapauksissa, joissa johto on loukannut yhtiön etua. Ensimmäiseen kysymykseen on ainakin voimassa olevan oikeuden puitteissa vastattava kieltävästi. Tässä tarkoitetun oikeuskeinon perustaminen de lege ferenda olisi teoreettisestikin vaikeaa. Ensi näkemältä vaikuttaa siltä, että kysymyksessä 2 tarkoitettu oikeuskeino olisi helpompi perustaa. Käytännössä siinä on kyse derivatiivista kannetta koskevista säännöksistä.

Suomessa oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen on annettu ainoastaan osakkeenomistajille (OYL 22:7.1). Tästä voisi ensi näkemältä ajatella, että johdon yhtiöön kohdistuvien velvoitteiden tarkoituksena on suojata vain osakkeenomistajia. Tällaisessa argumentaatiossa ei kuitenkaan aina huomata, että derivatiivisen kanteen seurauksena tuomittava vahingonkorvaus maksetaan yhtiölle eikä suoraan osakkeenomistajille.[172] Kun vahingonkorvaus maksetaan yhtiölle, se tulee epäsuorasti osakkeenomistajien, mutta myös muiden sidosryhmien hyväksi, koska yhtiön varallisuusasema paranee.

Derivatiivisen kanteen merkitystä arvioitaessa on keskeistä huomata erilaiset päämäärät, joihin yhtäältä derivatiivisella kanteella ja toisaalta eri tahojen suorilla kanteilla pyritään. Derivatiivinen kanne ei ole oikeuskeino sen varmistamiseksi, että kanteen nostamiseen oikeutetut henkilöt voivat pakottaa hallituksen edistämään yhtiön etua haluamallaan tavalla tai ottamaan heidän individuaaliset intressinsä tehtyä laajemmin huomioon. Derivatiivisessa kanteessa on kyse siitä, mille henkilöille annetaan oikeus vaatia johtoa vastuuseen yhtiötä suojaavien normien loukkaamisesta. Esimerkiksi Kanadassa velkojilla voi poikkeuk-

---

171 *Taxell* 1946 s. 18.

172 Tästä näkökohdasta *Blair – Stout* 1999 s. 292–297. Ks. myös *Choudhury* 2009 s. 645–646.

sellisesti olla oikeus nostaa derivatiivinen kanne, kun taas Suomessa oikeus on annettu toistaiseksi ainoastaan osakkeenomistajille ja konkurssitilanteessa konkurssipesä voi nostaa korvauskanteen johtoa vastaan (OYL 22:6.2). Yhtiön edun muita sidosryhmiä kuin osakkeenomistajia suojaava *oikeudellisesti täytäntöönpantava* funktio tullee meillä ajankohtaisesti vain silloin, kun yhtiö itse on maksukyvytön eikä se selviä sopimusperusteisista ja sopimuksenulkoisista velvoitteistaan.

Kotimaisesta oikeuskäytännöstä on päätelty, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat hyväksyä yhtiön edun vastaisen päätöksen yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin.[173] Jos oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen annettaisiin Suomessa muillekin sidosryhmille kuin osakkeenomistajille, tämä edellyttäisi yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevan periaatteen kriittistä uudelleenarviointia tai ainakin sen soveltamisalan rajaamista. Kanneoikeuden antaminen muiden sidosryhmien edustajille ei sen sijaan automaattisesti vaatisi muutoksia johdon fidusiaaristen velvollisuuksien aineelliseen sisältöön. Ne kohdistuisivat edelleen yhtiöentiteettiin ja takaisivat johdolle laajan itsenäisen harkintavallan sen suhteen, mikä on yhtiölle parhaaksi.

6.2.10 Kotimaisen oikeuden analyysiä erityisesti konserni-intressin kannalta

Yhtiöoikeudellisen käsitejärjestelmän muodostuksessa tulisi pyrkiä johdonmukaisuuteen. Käsitejärjestelmä jää ristiriitaiseksi, jos yhtä aikaa kiistetään yhtiön edun olemassaolo ja määritellään yhtiön intressi osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi, mutta toisaalta puhutaan yhtiön edun ja osakkeenomistajan välisen intressiristiriidan ratkaisemisesta. Jos yhtiöllä ei ole omaa etua, yhtiön ja osakkeenomistajan välillä ei voi olla ristiriitaa. Oikeudellisessa todellisuudessa osakkeenomistajan ja yhtiöentiteetin edut voivat olla keskenään ristiriidassa samalla tavalla kuin osakkeenomistajien intressit voivat olla keskenään ristiriidassa.[174] Yhtiön oman ja osakkeenomistajien yhteisestä edusta toisinaan poikkeavan intressin olemassaolon on väitetty ilmenevän esimerkiksi OYL 9:4.1:n suunnattuja osakeanteja koskevista säännöksistä.[175] Tämän tulkinnan taustalla toimii vanha *taxellilainen* näkemys siitä, että yhtiön edulla johto voi perustella in casu sellaisia päätöksiä, joita kaikki osakkeenomistajat eivät hyväksy subjektiivisista lähtökohdistaan käsin.

Entiteettiajattelun hylkääminen saattaa johtaa käsitteellisiin ristiriitoihin myös velkojainsuoja-aspektin analyysissä. On esitetty, ettei osakeyhtiöllä ole

---

[173] Ks. pääluku 7.
[174] Ks. myös *Koski* 1977 s. 230.
[175] *Mäntysaari* 2013b s. 582.

omaa itsenäistä intressiään, mutta tytäryhtiön emoyhtiönsä velasta antamalla vakuudella tulee olla antajayhtiön ”itsensä” kannalta liiketaloudellinen peruste. Samassa yhteydessä toki huomautetaan, että varojenjakosääntelyä olisi vaikea toteuttaa, jos yhtiötä ei varojenjakosäännösten tulkinnassa todella ymmärrettäisi osakkeenomistajistaan erilliseksi intressitahoksi.[176] Käsitejärjestelmä jää epäjohdonmukaiseksi, jos yhtiöentiteetin olemassaolo kiistetään yksien säännösten yhteydessä, mutta toisten yhteydessä entiteetti herätetään henkiin. On johdonmukaista tulkita, että osakeyhtiölaissa säädetään yhdestä yhtiön edusta ja vain olosuhteista riippuu, keitä se missäkin olosuhteissa suojaa ja keillä on mahdollisuus toteuttaa johdon vastuu yhtiön edun vastaisista päätöksistä.

Kysymys yhtiön edun ja osakkeenomistajien etujen suhteesta liittyy keskeisesti konserni-intressiä koskevaan keskusteluun. Ajatus konserni-intressistä ei ole lyönyt läpi suomalaisessa yhtiöoikeustieteessä ja oikeuskäytännössä ainakaan siinä mielessä, että yhtiön johdolla tulkittaisiin olevan *velvollisuus* edistää konsernin etua ohi yhtiön oman edun. Jokaista konserniyhtiötä kohdellaan omana yksikkönään, jolla on omat intressinsä. Konsernissa tytäryhtiön johto on siten velvollinen edistämään tytäryhtiön omaa etua ja vastaavasti emoyhtiön johdon tulee edistää emoyhtiön etua.[177] Voidaan myös puhua erillisyhtiöajattelusta. Tuore ennakkopäätös KKO 2015:105 aiheuttaa kuitenkin tässä suhteessa tulkintaongelmia. Ratkaisun perustelujen mukaan ”konserniavustuksen yhtiöoikeudellisen hyväksyttävyyden arviointi on perustettava tapauskohtaiseen harkintaan, jossa *on otettava* huomioon yhtäältä yhtiön ja *konsernin* kokonaisetu, toisaalta myös vähemmistöosakkeenomistajien suoja” (perustelujen kohta 24). Arvioidessaan konserniavustusten yhtiöoikeudellista hyväksyttävyyttä juuri kyseisessä tapauksessa KKO antoi merkitystä muun ohella sille, että konserniavustuksilla oli ”pyritty ylläpitämään konsernin yritysten toimintaedellytyksiä”. KKO ei kertonut, oliko sen nimenomaisena tarkoituksena luopua erillisyhtiöajattelusta konserni-intressiajattelun hyväksi. Se ei myöskään selvittänyt, miten uusi ajatustapa suhtautuisi tuomioistuimen omaan aikaisempaan ratkaisukäytäntöön (esim. KKO 2004:69 ja 2004:115), jota on pidetty konserni-intressille vastakkaisena.[178] Näin ollen ei ilmeisesti voida tulkita, että konserni-intressiajattelu olisi syrjäyttänyt yhtiöoikeudellisen lähtökohdan, jonka mukaan hallitus on velvollinen edistämään yhtiön eikä konsernin tai osakkeenomistajan etua.

Konserni-intressistä käyty keskustelu on ollut jossain määrin ristiriitaista, koska samalla kun retoriikan tasolla vahvistetaan erillisyhtiöajattelua ja yhtiön

---

176 Ks. *Rasinaho* 2013 s. 555 ja 564.

177 Esim. *Savela* 2006 s. 331–332.

178 Aikaisemmasta käytännöstä *Rasinaho* 2013 s. 551 alav. 4. Rasinaho huomauttaa, että ratkaisut liittyvät insolvenssioikeuden eivätkä osakeyhtiölainsäädännön tulkintaan. Näin ollen voidaan pohtia sitä, suhtaudutaanko yhtiöoikeudessa ja insolvenssioikeudessa eri tavoin konserni-intressiin. Olennaisesti erilaiset suhtautumistavat voivat nähdäkseni johtaa hankaliin kollisiotilanteisiin ja vaikeuttaa johdon päätöksentekoa.

”oman edun” ensisijaisuutta, osakeyhtiölakiin kirjattu yhtiön etu määritellään osakkeenomistajien eduksi. Konsernissa emoyhtiön ja tytäryhtiön muiden osakkeenomistajien intressit edustavat tytäryhtiön johdon päätöksenteon näkökulmasta monissa tapauksissa nimenomaan *konserni-intressiä*.[179] Erillisyhtiöajattelusta ja ajatuksesta, jossa oikeudellisesti täytäntöönpantava yhtiön etu rinnastuu osakkeenomistajien etuun, on vaikea pitää johdonmukaisesti yhtä aikaa kiinni.[180] Yhtiön edun määrittelyssä ei voida sivuuttaa käsitteellisen johdonmukaisuuden vaatimusta. Emoyhtiön, konsernin tai osakkeenomistajan odotukset tuskin kertovat sitä, mitä tytäryhtiön hallituksen on tehtävä täyttääkseen osakeyhtiölain mukaiset velvollisuutensa ja välttääkseen korvausvastuun tytäryhtiötä kohtaan.

Pääluvun alussa käsitellyn kuntalakiuudistuksen keskeisenä ongelmana on juuri se, että siinä pyritään pitämään samaan aikaan kiinni kahdesta ajatuksesta, jotka eivät useissa tapauksissa ole yhteensovitettavissa: yhtäältä kuntayhtiön johdon pitäisi edistää kuntakonsernin eli kunta-osakkeenomistajan etua ja toisaalta osakeyhtiölaissa tarkoitettua yhtiön etua. Sama ristiriitaisuus näkyy myös tuoreessa hovioikeustapauksessa.[181] Siinä hovioikeus kirjoittaa vahvasti erillisyhtiöperiaatteeseen sekä ratkaisuihin KKO 2004:69 ja KKO 2004:115 tukeutuen seuraavasti:

> ”Koska tytäryhtiöllä on oma varallisuuspiirinsä ja omat velkojansa, yhtiön täytyy saada toimia itsenäisesti. Sen päätöksenteon on siten oltava itsenäinen. Myös *oikeustoimen vahingollisuutta on tarkasteltava yhtiökohtaisesti*.”

Nämä perustelulausumat voidaan ymmärtää vain niin, että yhtiön oma etu menee edelleen konserni-intressin ja osakkeenomistajan edun edelle. Jäljempänä hovioikeus pyörtää lähtökohtansa ja toteaakin muun ohella seuraavasti:

> ”Tytäryhtiön itsenäisyydellä halutaan suojella tytäryhtiön osakkeenomistajien etua ja keskinäistä yhdenvertaisuutta. Koska yhtiön etu samastuu sen osakkeenomistajan intressin kanssa ja Sesca Group Oy on omistanut kaikki Sesca Visetec Oy:n osakkeet, Sesca Visetec Oy:n on toiminnassaan kuitenkin tullut edistää Sesca Group Oy:n etua. Tytäryhtiön itsenäisyydestä huolimatta sen etu tällaisessa tilanteessa on siten samastunut emoyhtiön edun kanssa.”
>
> ”Sesca Visetec Oy *ei ole myöskään saanut aiheuttaa vahinkoa osakkeenomistajalleen*. Sesca Visetec Oy:llä ei näin ollen ole ollut tilanteessa muita vaihtoehtoja kuin toteuttaa kauppa sen yksin omistaneen Sesca Group Oy:n edellyttämällä ja määräämällä tavalla.”

---

[179] Ks. myös *Sjåfjell ym.* 2015 s. 108:”Promoting the interest of the parent as shareholder will often lead to a promotion of a group interest.” Yleisesti konserni-intressistä myös *Conac* 2013 s. 75–101.

[180] Toisin *Rasinaho* 2013 s. 550–551, jonka mukaan ajatukset ovat vain päällisin puolin ristiriidassa keskenään.

[181] Vaasan hovioikeus 3.2.2016 S 15/23 (ei lainvoimainen).

Myös hovioikeuden lausumat laitonta varojenjakoa koskevan arvioinnin (perustelujen sivut 8–9) yhteydessä viittaavat siihen, että konserni-intressi menee yhtiön oman edun edelle. Perusteluissa on siis sisäinen ristiriita. Ristiriita selittynee alun perin sillä, että kirjallisuudessa yhtiön ja osakkeenomistajan edut on rinnastettu kritiikittä miettimättä tarkemmin näkemyksen oikeudellisia vaikutuksia. Jos hallituksen velvollisuus edistää yhtiön etua tarkoittaa *oikeudellisesti* velvollisuutta edistää osakkeenomistajan etua, pitäisi samalla perustella, miten erillisyhtiöperiaate voi mennä konserni-intressiajattelun edelle. Samalla tulisi selittää se, miten hallituksella voi olla täytäntöönpanokelpoiset fidusiaariset velvollisuudet yhtä aikaa useita tahoja eli sekä yhtiötä että yksittäistä osakkeenomistajaa kohtaan.

Jos osakkeenomistajien intressit määrittävät sen, mitä yhtiön etu lain mukaan edellyttää tytäryhtiön johdolta, tämä tarkoittaisi ainakin epäsuorasti konserni-intressin hyväksymistä ja sen asettamista tytäryhtiön johdon korvausvelvollisuuden syntymisen mittapuuksi. Tämä ei kuitenkaan vastaa voimassa olevan oikeuden kantaa. Tutkimuksen alkupuolella käsitelty constituency directors -teoria ei sulje pois sitä, että yksittäisessä yhtiössä tai konsernissa yhtiön etu muodostuu käytännön päätöksenteon tasolla tosiasiassa osakkeenomistajan tai osakkeenomistajien edun mukaiseksi. Tämä on kuitenkin eri asia kuin se, että yhtiön etu rinnastetaan myös *de jure* osakkeenomistajan tai osakkeenomistajien edun kanssa. Oikeudellisesti määritelty yhtiön etu on varsin sallivainen heterogeenisten osakkeenomistajien moninaisten intressien suhteen. Yhtiöoikeustieteessä usein käytetty sanonta, jonka mukaan hallitus yhtiön etua edistäessään toimii kaikkien osakkeenomistajien yhteisen hypoteettisen edun mukaisesti, on yleensä vain kiertoilmaisu sille, että hallitus edistää tosiasiassa tietyn osakkeenomistajan, tiettyjen osakkeenomistajien tai joissain olosuhteissa muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etua lain sallimissa rajoissa. Kun sanotaan, että hallitus toimii yhtiön edun vastaisesti, tarkoitetaan monesti tosiasiassa sitä, hallitus on edistänyt tietyn osakkeenomistajan, tiettyjen osakkeenomistajien tai muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etua enemmän kuin laki sallii.

Yhtiön etu määriteltiin vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa erilliseksi yhtiöintressiksi ja se lienee edelleen johdonmukainen määrittelytapa. Epäselvempää on voimassa olevan oikeuden mukaan se, millaisia attribuutteja yhtiön etuun liitetään voitontuottamistarkoituksen lisäksi ja miten vahvan suojan hallitus saa osakkeenomistajien kanteilta, jos sen yksittäistä päätöstä motivoivat muutkin seikat kuin osakkeenomistajien odotus mahdollisimman suuren voiton tuottamisesta. Osakkeenomistajan ja yhtiön intressien rinnastamista realistisempi ajatus on ehkä yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen tai yhtiön edun ja liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen (OYL 13:1.3) rinnastaminen. Toisaalta on epäselvää, tuleeko OYL 1:5:lle ylipäätään antaa aineellista merkitystä osakkeenomistajien oikeussuojan toteuttamisessa ja tulisiko yhtiön etu määritellä viittaamalla OYL 1:5:ään. Kirjallisuudessa on pidetty mahdollisena,

että OYL 1:5 on sanktioton normi.[182] Voiton tuottamisen käsitettä on pidetty siinä määrin epämääräisenä, että sitä on vaikea soveltaa konkreettisessa riitatilanteessa. Yleisesti on vaikea todeta, milloin voitontuottamistarkoitusta on rikottu. Mahdollisesti tämän vuoksi muut yleisperiaatteet ovat joidenkin mukaan saaneet käytännön ratkaisutoiminnassa korostuneen aseman OYL 1:5:ään verrattuna.[183] Kokonaan ei siis voida sulkea pois sellaista tulkintaa, että OYL 1:5 on pelkästään yleisluonteinen tavoitenormi, josta voidaan poiketa yhtiöjärjestyksessä osakkeenomistajien yksimielisellä päätöksellä. Toisaalta OYL 1:5:lle on viimeaikaisessa kirjallisuudessa annettu myös vahva aineellinen merkitys osakkeenomistajan oikeussuojan toteuttamisessa.[184] Esimerkiksi jäljempänä käsiteltävissä tärkeissä lojaliteettitapauksissa KKO 1996:18 ja KKO 2006:90 on viitattu nimenomaan yhtiön toiminnan tarkoitukseen.

On nähtävästi jossain määrin makuasia, ymmärretäänkö yhtiön etua loukkaavat päätökset OYL 1:5:n, OYL 1:7:n, OYL 1:8:n vai OYL 13:1.3:n vastaisiksi. Kun OYL 1:5:n sanamuodossa mainitaan nimenomaisesti vain osakkeenomistajat ja tätä korostetaan yhtiön edun tulkinnassa, jää kuitenkin huomioimatta sellainen mahdollisuus, että yhtiön edussa ei olekaan kyse *pelkästään* osakkeenomistajien suojaamisesta. Kyse voi olla erillisestä yhtiöintressistä, joka suojaa välillisesti myös yhtiön velkojia.

6.2.11 Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet

Osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien olemassaolo ja laajuus ovat olleet meillä jossain määrin epäselviä kysymyksiä.[185] Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet on valittu tässä liitännäiseksi tarkastelukohteeksi, koska niiden avulla voidaan täsmentää myös hallituksen velvollisuuksia.

Melko yleisesti hyväksytyn kannan mukaan osakkeenomistajalla on itsekkyysoikeus, jota rajoittaa ainoastaan velvollisuus olla ryhtymättä toimenpiteisiin, joiden tarkoituksena on saavuttaa epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Osakkeenomistajalla ei siten ole lähtökohtaisesti velvollisuutta edistää muiden osakkeenomistajien intressejä. Samassa

---

[182] *Rasinaho* 2013 s. 561 alav. 40. Hän on viitannut kantansa tueksi teokseen *Dotevall* 1989 s. 417. Ks. myös *Dotevall* 2015 s. 202, jonka mukaan voitontuottamistarkoitus voi toimia vastuuarvioinnin mittapuuna lähinnä silloin, kun osakkeenomistajien intressi voiton tuottamisesta on syrjäytetty hyvin ilmeisesti.

[183] *Airaksinen ym.* 2010a s. 29–31.

[184] *Vahtera* 2011a s. 168–169, jonka mukaan perinteinen oikeussuojadoktriini on jossain määrin virheellinen, koska siinä tiettyjä toimia pidetään yhdenvertaisuusperiaatteen eikä voitontuottamistarkoituksen vastaisina.

[185] Uusimmasta kansainvälisestä tutkimuksesta *Sjåfjell ym.* 2015 s. 135–137 ja *Dammann* 2015 s. 479–506.

yhteydessä viitataan usein siihen, että johdolla on sen sijaan lojaliteettivelvollisuus yhtiötä ja sen kaikkia osakkeenomistajia kohtaan eikä yksittäisten osakkeenomistajien etujen mukaisesti toimiminen ole sallittua.[186] Osakkeenomistajalla on siis oikeus toimia itsekkäästi lain sallimissa rajoissa. Näin asia ajateltiin jo aikaisempien osakeyhtiölakien aikoina.[187] Tällaisen itsekkyysoikeuden käyttämisestä ei seuraa osakkeenomistajalle osakeyhtiöoikeudellista vastuuta.[188] Jo näistä lähtökohdista voi päätellä, että osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden ala määrittyy sen mukaan, millaisia velvoitteita osakeyhtiölaki asettaa osakkeenomistajalle. Siltä osin kuin osakeyhtiölaki ei aseta osakkeenomistajalle velvollisuuksia yhtiötä, muita osakkeenomistajia ja velkojia kohtaan, hän on oikeutettu edistämään yhtiökokouksessa, omistajaohjauksessaan tai muutoin vain omia intressejään.

Kirjallisuudessa on esitetty, että osakkeenomistajalla ei ole yleistä velvollisuutta edistää yhtiön etua. Osakkeenomistajalla on tämän näkemyksen mukaan ”periaatteellinen oikeus ajaa ainakin tiettyyn rajaan asti ensisijaisesti omaa etuaan”. Samalla on huomautettu, että voitontuottamistarkoitus, yhdenvertaisuusperiaate ja velkojainsuojasääntely rajoittavat sitä, miten paljon osakkeenomistaja voi edistää omaa etuaan muiden osakkeenomistajien ja velkojien kustannuksella. Osakkeenomistajalla ei kuitenkaan olisi OYL:n ulkopuolista lojaliteettivelvollisuutta muita tahoja kohtaan.[189] Ratkaisun KKO 2015:17 jälkeen oikeustila on muuttunut siinä mielessä, että osakkeenomistajalla on ainakin yksi OYL:n *ulkopuolinen* lojaliteettivelvollisuus yhtiön velkojia kohtaan. Se perustuu ratkaisun KKO 2015:17 mukaisesti vastuun samastukseen lakiin kirjaamattomana yleisenä periaatteena.[190]

Vuoden 1895 osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajalla oli yleislausekkeesta huolimatta varsin laaja vapaus edistää omaa etuaan. Ainakin räikeimpien ylilyöntien välttämiseksi vuoden 1978 osakeyhtiölakiin otettiin säännös osakkeenomistajan korvausvelvollisuudesta yhtiötä, osakkeenomistajaa ja kolmatta kohtaan. On perusteltua kirjoittaa vain räikeimpien ylilyöntien välttämisestä, koska osakkeenomistajan korvausvastuu edellytti EOYL:n mukaan törkeää huolimattomuutta eli kvalifioitua piittaamattomuutta[191] yhtiön, osakkeenomistajien ja kolmansien eduista. Vaikka osakkeenomistajan vastuun syntyminen sidottiin törkeään huolimattomuuteen tai tahallisuuteen ja lain esi-

---

186 *Pönkä* 2012 s. 258–259.
187 *Cederberg* 1934 s. 15; *Taxell* 1963 s. 16–17; *Koski* 1977 s. 243.
188 *Taxell* 1963 s. 17.
189 Ks. *Savela* 2006 s. 186–187 ja siinä mainitut lähteet.
190 Myös *Mähönen – Villa* 2015 s. 411 toteavat, että samastusta voidaan lähestyä lojaliteettikonstruktion kautta. Ks. ratkaisusta KKO 2015:17 *Nyström* 2014c ja *Nyström* 2015b.
191 Korkein oikeus on määritellyt tilintarkastajan korvausvastuuta koskevassa ratkaisussa KKO 1997:103 törkeän huolimattomiksi juuri teot ja laiminlyönnit, jotka osoittavat selvää piittaamattomuutta omasta menettelystä.

töissä korostettiin muutenkin osakkeenomistajan vastuun poikkeuksellisuutta, korvaussäännös merkitsi osakkeenomistajan vastuun tiukentamista aikaisemmasta. Korvaussäännöksen keskeisenä tavoitteena oli erityisesti *yleislausekkeiden* vastaisen menettelyn sanktioiminen.[192] Yleislausekkeet ilmentävät lojaliteettivelvollisuutta. Vuoden 2006 osakeyhtiölaissa osakkeenomistajan vastuuta tiukennettiin entisestään ainakin periaatteessa. Tämä näkyy siinä, että osakkeenomistajan vastuu ei enää edellytä vähintään törkeää tuottamusta vaan pelkkä tuottamus riittää synnyttämään vastuun.[193] Tarkoituksena oli ilmeisesti ankaroittaa lähinnä määräysvaltaosakkeenomistajien ja muiden aktiivisten osakkeenomistajien kuten emoyhtiöiden vastuuta.[194]

Osakeyhtiölain sääntelyä kuvattiin AsOYL:n esitöissä niin, että ”asunto-osakeyhtiölaissa säädetään osakkeenomistajan velvollisuuksista yhtiötä kohtaan, mikä poikkeaa osakeyhtiölaista”. Edelleen perustelujen mukaan ”osakeyhtiölaissa ei ole asunto-osakeyhtiölakia vastaavia säännöksiä yhtiön tarkoitukseen ja toimintaan liittyvistä yhtiön ja osakkeenomistajan oikeuksista ja velvollisuuksista”.[195] Luonnehdinnat ovat ongelmallisia, koska osakeyhtiölaissa säädetään osakkeenomistajan velvollisuuksista ja vastuusta sekä yhtiötä että kolmatta kohtaan. Osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta rajoittavat ainakin yhdenvertaisuusperiaate, voitontuottamistarkoitus ja velkojainsuojasäännökset. Niin kauan kuin osakkeenomistajan yhtiökokouskäyttäytyminen tai omistajaohjaus pysyy näiden säännösten sallimalla alueella, hän voi edistää vapaasti henkilökohtaisia preferenssejään. Koska ainakin yleislauseke palautuu keskeisiltä osiltaan yhtiön etuun, on johdonmukaista lähteä samalla siitä, että yhtiön etu rajoittaa osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta. Tätä ei poista se, että yhtiön etu mainitaan eksplisiittisesti vain johtoa velvoittavassa OYL 1:8:ssä. Näin on jo siksi, että osakkeenomistaja ei saa ylipäätään myötävaikuttaa OYL:n rikkomiseen, oli rikottu säännös mikä tahansa (OYL 22:2). Jos osakkeenomistaja painostaa johtoa rikkomaan OYL 1:8:ää ja tästä aiheutuu yhtiölle vahinkoa, osakkeenomistaja on myötävaikuttanut OYL:n rikkomiseen ja vahingon syntymiseen. Osakkeenomistajan korvausvastuu on tällöin mahdollinen lopputulos.

Suomessa *Mähönen* ja *Villa* ovat kaikkein selkeimmin puoltaneet osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta. He ovat myös ensimmäiset, jotka ovat operoineet vahvasti nimenomaan lojaliteettikäsitteellä.[196] Yleistäen voidaan sanoa, että osakkeenomistajalla on velvollisuus olla myötävaikuttamatta osakeyhtiölain rikkomiseen. Osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevien

---

[192] Ks. HE 27/1977 vp. s. 110–111.
[193] Perusteluissa HE 109/2005 vp. s. 31 ja 196 kirjoitetaan pelkästä tuottamuksesta. Se sisältää yleisten vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden mukaan sekä lievän että tavanomaisen tuottamuksen.
[194] Ibid.
[195] HE 24/2009 vp. s. 37–38, 286.
[196] *Mähönen – Villa* 2015 s. 366.

säännösten kehityskulku vahvistaa ajatusta siitä, että osakkeenomistajalla on kiistatta lojaliteettivelvollisuus yhtiötä, muita osakkeenomistajia ja velkojia kohtaan.[197] Toinen asia on se, mitä kaikkea osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus sisältää ja eroaako se hallituksen lojaliteettivelvollisuudesta.

Osakkeenomistajien ja hallituksen suhdetta kuvataan toisinaan yhtiöoikeuden teoriassa päämies-agenttisuhteeksi, mutta luonnehdinta ei anna kokonaisvaltaista kuvaa siitä, miten osakkeenomistajan suhde hallitukseen, yhtiöön, muihin osakkeenomistajiin ja velkojiin määrittyy voimassa olevan oikeuden mukaan. Osakeyhtiötä kuvaavan oikeudellisen teorian lähtökohdaksi voitaisiin luontevasti ottaa se, että osakkeenomistajat ovat johdon ohella yhtiön agentteja ja yhtiö on osakkeenomistajien päämies. Osakeyhtiölain korvaussäännöksen perusteella on selvää, että osakkeenomistaja toimii rajoitetussa määrin myös muiden osakkeenomistajien ja yhtiön velkojien agenttina. Osakkeenomistaja on velvollinen pidättäytymään muita osakkeenomistajia sekä velkojia suojaavien osakeyhtiölain säännösten rikkomisesta.

Kotimaisen tutkimuksen lähtökohdaksi näyttää muodostuneen edellä todetulla tavalla se, että osakkeenomistajalla on itsekkyysoikeus, mutta johdolla ei ole. Tästä seuraisi johdonmukaisesti se, että johdon lojaliteettivelvollisuus on ankarampi kuin osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus. Logiikka on ensi näkemältä selvä. On kuitenkin syytä tarkastella lähemmin sitä, missä määrin johdon ja osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudet todella poikkeavat toisistaan ja missä määrin niiden pitäisi poiketa toisistaan.

6.2.12 Hallituksen ja osakkeenomistajan yhteiset fidusiaariset velvollisuudet

Osakkeenomistajan ja hallituksen fidusiaariset velvollisuudet eivät välttämättä ole identtiset. Niiden laajuuden arvioinnissa voidaan kiinnittää ensin huomiota siihen, velvoittaako lojaliteettivelvollisuus osakkeenomistajaa ainoastaan yhtiökokouksessa vai myös muutoin. Toiseksi on otettava kantaa siihen, asettaako vaatimus yhtiön edun edistämisestä samat aineelliset reunaehdot osakkeenomistajien ja hallituksen päätöksenteolle. Lisäksi on arvioitava, kieltääkö osakeyhtiölaki osakkeenomistajalta kaiken sellaisen toiminnan, jonka se kieltää hallituksen jäseniltä. Edelleen on mahdollista, että osakkeenomistajan ja hallituksen tuottamusta on arvioitava eri tavoin siinäkin tapauksessa, että näiden tahojen lojaliteettivelvollisuudet ovat joiltain osin samansisältöiset. Kaikki edellä mainitut seikat vaikuttavat siihen, missä määrin voidaan puhua hallituksen ja osakkeenomistajan yhteisistä fidusiaarisista velvollisuuksista.

---

[197] Samoin nimenomaan korvaussäännösten näkökulmasta *Mähönen – Villa* 2015 s. 416.

Selvää on, että lojaliteettivelvollisuus velvoittaa osakkeenomistajaa yhtiökokouksen päätöksenteossa. Tämä käy ilmi suoraan yleislausekkeen sanamuodosta. Epäselvempää on se, miten lojaliteettivelvollisuus velvoittaa osakkeenomistajaa yhtiökokouksen ulkopuolella ja erityisesti epäformaalimmassa kanssakäymisessä hallituksen ja toimitusjohtajan kanssa. Koska keskittyneen omistusrakenteen osakeyhtiöissä osakkeenomistajan omistajaohjaus tapahtuu vahvasti juuri tällaisessa yhteydenpidossa eikä yhtiökokouksessa, jo painavat reaaliset syyt puoltavat osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalan ulottamista yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan. Yleislausekkeen sanamuoto viittaa vain yhtiökokouksessa tapahtuvaan päätöksentekoon ja OYL 1:8 velvoittaa sanamuotonsa mukaan ainoastaan johtoa, mutta korvaussäännöksen (OYL 22:2) onnistuneen muotoilun ansiosta osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalaa on helppo laajentaa tulkintateitse yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan. Näin on siksi, että OYL 22:2:ssä kielletään yleisesti osakkeenomistajaa myötävaikuttamasta osakeyhtiölain rikkomiseen. Korvaussäännöstä voidaan siis soveltaa ongelmitta esimerkiksi silloin, kun osakkeenomistaja painostaa yhtiökokouksen ulkopuolella hallitusta fidusiaaristen velvollisuuksien (OYL 1:8) vastaisen liiketoimintapäätöksen tekemiseen.

Asunto-osakeyhtiölain perusteluissa nostettiin esiin tärkeä näkökohta, joka puoltaa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalan ulottamista yhtiökokouksen ulkopuolella tapahtuvaan päätöksentekoon. Perusteluissa todettiin seuraavasti osakkeenomistajan AsOYL:n mukaisen korvausvastuun yhteydessä:

> ”Myös se, että asunto-osakeyhtiössä yhtiökokouksella on yleistoimivalta yhtiön asioissa, ja se, että yhtiökokous voi eräin edellytyksin tehdä päätöksiä lähtökohtaisesti hallitukselle kuuluvissa asioissa, puoltaa sitä, että yhtiön asioiden hoitamiseen osallistuvien tahojen vastuu on mahdollisimman yhdenmukainen. Vastuuperusteen yhdenmukaistamisella saatetaan myös välttyä vaikeilta rajanvetotilanteilta esimerkiksi sen suhteen, onko osakkeenomistajan, joka ei ole ollut hallituksen jäsen, tietyssä tilanteessa katsottava tosiasiassa muodostaneen yhtiön hallituksen ja onko häneen siten sovellettava hallituksen jäsentä koskevia vahingonkorvaussäännöksiä. – – Asiallisesti ei ole perusteltavissa, että yhtiössä vaikutusvaltaa käyttävän henkilön vahingonkorvausvastuu määräytyy eri tavoin riippuen siitä, toimiiko hän myös muodollisesti esimerkiksi hallituksen jäsenenä vai ei.”

AsOYL:n esitöiden logiikalla on kantovoimaa myös OYL:n sääntelemissä yhtiöissä.[198] Vuoden 1978 osakeyhtiölain perusteluissa todettiin nimenomaisesti, että osakkeenomistajan korvausvastuuta koskevien säännösten avulla voidaan

[198] HE 109/2005 vp. s. 31.

estää johdon korvausvastuun dilutoituminen tai kiertäminen.[199] Jos esimerkiksi määräysvaltaosakkeenomistaja ottaa yhtiössä johdon asemaan rinnastuvan aktiivisen roolin, hän on velvollinen olemaan myötävaikuttamatta yhtiön edun vastaisten päätösten syntymiseen.[200] Mikään osakeyhtiölain perusteluissa ei viittaa siihen, että lainsäätäjä olisi suhtautunut restriktiivisesti osakkeenomistajan vastuuseen silloin, kun tämä ottaa yhtiössä johdon asemaan rinnastuvan roolin.

Mitä yhdenmukaisemmin osakkeenomistajan ja johtajan lojaliteettivelvollisuuksista säännellään, sitä vähäisemmäksi jää tarve turvautua niin sanottuja varjojohtajia ja tosiasiallisia johtajia koskeviin kansainvälisiin doktriineihin.[201] Olisi jopa epäjohdonmukaista vastustaa osakkeenomistajan osakeyhtiölain mukaisten velvoitteiden soveltamisalan ulottamista yhtiökokouksen ulkopuolella tapahtuvaan päätöksentekoon, jos osakkeenomistaja pyritään samalla asettamaan vastuuseen tällaisesta toiminnasta varjojohtajia tai tosiasiallisia johtajia koskevien doktriinien nojalla. Johtopäätös edellä sanotusta on se, että lojaliteettivelvollisuus velvoittaa osakkeenomistajaa myös yhtiökokouksen ulkopuolella. Tätä ei kuitenkaan tule ymmärtää niin, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus on yhtiökokouksen ulkopuolella automaattisesti yhtä laaja kuin hallituksen jäsenten lojaliteettivelvollisuus. Kysymykseen palataan jäljempänä.

Yhtiön edun johdon ja osakkeenomistajien päätöksenteolle asettamia aineellisia reunaehtoja tulisi tulkita yhdenmukaisesti riippumatta siitä, kuka yhtiössä käyttää tosiasiallista määräysvaltaa, missä orgaanissa päätös tehdään ja kenelle on väitetysti annettu epäoikeutettua etua yhtiön edun kustannuksella. Jos päätös on yhtiökokouksen toimintaa arvioitaessa yhtiön edun mukainen, se tuskin voi olla yhtiön edun vastainen, jos päätöstä tarkasteltaisiin johdon tekemänä. Sama pätee myös toisinpäin. Jos yhtiön etua tulkittaisiin eri tavoin riippuen siitä, missä orgaanissa päätös on tehty, osakkeenomistaja ja johto voisivat sopia keskenään päätöksenteon siirtämisestä sille taholle, jolle yhtiön etu antaa laajemman liikkumavaran. Ruotsalaisessa kirjallisuudessa tästä on käytetty termiä ”organshopping”.[202] Kaksilla päätöksentekokriteereillä operointi johtaisi myös siihen, että osakkeenomistajan äänillä yhtiökokouksessa tehty päätös voisi olla moitteeton osakkeenomistajan laajemman itsekkyysoikeuden ansiosta, mutta hallituksen edellytettäisiin kieltäytyvän sen toimeenpanosta (OYL 6:2.2), koska hallituksen päätöksenteossa yhtiön etua tulkittaisiin ankarammin. Tällainen tulkinta hankaloittaisi vastuuriskeihin varautumista.

---

[199] HE 27/1977 vp. s. 111.
[200] HE 109/2005 vp. s. 31. Ks. kirjallisuudesta *Pönkä* 2012 s. 419.
[201] Ks. doktriineista *Stattin* 2008 s. 407–424 ja *Mähönen – Villa* 2015 s. 356–366.
[202] *Dotevall* 1989 s. 281–282. *Dotevall* 2015 s. 215 on ilmeisesti edelleen samalla kannalla ainakin Ruotsin lain yleislausekkeiden näkökulmasta.

Kun siis tarkastellaan hallituksen ja yhtiökokouksen tekemiä liiketoimintapäätöksiä, johdon ”itsekkyysoikeuden” puuttuminen tarkoittanee tosiasiassa vain sitä, että johtajat eivät saa edistää omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella aivan kuten osakkeenomistaja ei saa edistää omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella. Vastaavasti johtajat ovat oikeutettuja edistämään liiketoimintapäätöksissä yksittäisen osakkeenomistajan etua samassa määrin kuin yhtiön etu sallii kyseisen osakkeenomistajan edistävän omia etujaan itsekkyysoikeutensa turvin yhtiökokouksessa. Johtopäätös sopii yhteen *constituency directors* -mallin kanssa.

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta on toisinaan pidetty sallivampana kuin johdon lojaliteettivelvollisuutta, koska osakkeenomistajan ja johtajan esteellisyyttä koskevat säännökset ovat erilaiset.[203] Osakeyhtiölaissakin hallituksen jäsenen esteellisyyttä koskeva säännös (OYL 6:4) on ankarampi kuin osakkeenomistajan esteellisyyttä koskeva säännös (OYL 5:14). Osakkeenomistajalla on hallituksen jäsentä laajempi oikeus osallistua päätöksentekoon joissain sellaisissa asioissa, joissa hänen intressinsä voivat olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa.[204] Esteellisyyssäännökset ovat eripariset, mutta pelkästään tällä perusteella en päättelisi, että osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen lojaliteettivelvollisuudet poikkeavat toisistaan. Esteellisyyssäännökset ovat ainoastaan menettelynormeja, joilla pyritään ehkäisemään ennalta yhtiön edun vastaisten päätösten syntyminen.[205] Niissä ei ole sanottu mitään siitä, millä edellytyksillä päätös on yhtiön edun vastainen.[206]

Edellä on nostettu esiin lähinnä niitä näkökohtia, jotka puoltavat osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenten vastuuperusteiden yhdenmukaistamista sekä fidusiaaristen velvollisuuksien ymmärtämistä osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenten yhteisiksi velvollisuuksiksi. Seuraavaksi on syytä esittää ne perusteet, joiden vuoksi osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenten fidusiaarisia velvollisuuksia ei kuitenkaan voida pitää identtisinä.

Hallituksen jäsenen ja osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuksien erilaisuus ilmenee ensin siinä, että OYL asettaa hallitukselle sellaisia velvoitteita, joiden ulottuminen osakkeenomistajaan ei ole selvää. Esimerkkinä voidaan mainita johtoa velvoittava kilpailukielto.[207] Kirjallisuudessa on tulkittu, ettei

---

[203] *Dotevall* 2015 s. 214–215 tulkitsee näin Ruotsin lakia.

[204] Ratkaisussa Vaasan hovioikeus 21.9.2015 S 14/1023 (lainvoimainen) osakeyhtiölain 5:14:ää luonnehdittiin seuraavasti: ”Osakeyhtiölain osakkeenomistajien esteellisyyttä koskeva säännös on suppea ja sen tarkoituksena on ollut rajoittaa mahdollisimman vähiin ne tilanteet, joissa osakkeenomistaja on esteellinen äänestämään yhtiökokouksessa.”

[205] Ks. tästä näkökohdasta myös *Toiviainen* 1992 s. 264 ja *Kaisanlahti* 1999 s. 104.

[206] Perustelulausumat HE 27/1977 vp. s. 60–61 ja HE 109/2005 vp. s. 70 eivät nähdäkseni anna aihetta ajatella toisin.

[207] *Mähönen – Villa* 2015 s. 391–392 ja siinä olevat viittaukset vanhempiin lähteisiin. Kilpailukiellon puolesta myös *Kyläkallio* 1963 s. 181–183.

osakeyhtiölaista voida johtaa osakkeenomistajaa velvoittavaa kilpailukieltoa. Samalla on esitetty, ettei kilpailukiellosta ole mahdollista sopia edes yhtiöjärjestyksessä. Osakkeenomistajat voivat kuitenkin sopia asiasta osakassopimuksessa.[208] Näkemys, jonka mukaan osakeyhtiölaista ei voida johtaa osakkeenomistajaa velvoittavaa kilpailukieltoa, vaikuttaa velvoittavien oikeuslähteiden valossa perustellulta. Olisi vaikea osoittaa, mihin osakeyhtiölain säännökseen tällainen kilpailukielto perustuu. Näin on erityisesti, kun otetaan huomioon OYL 1:7:n ja OYL 1:8:n sanamuodot.

Selvää on, että johdon lojaliteettivelvollisuuteen kuuluu vaitiolo- tai salassapitovelvollisuus.[209] OYL:sta johdettavan vaitiolovelvollisuuden avulla voidaan sanktioida sellaisiakin tekoja tai laiminlyöntejä, jotka eivät täytä rikoslain mukaisia tunnusmerkistöjä.[210] Osakkeenomistajan mahdollisen vaitiolovelvollisuuden kannalta ongelmaksi muodostuu sama seikka kuin kilpailukiellon yhteydessä. Vaitiolovelvollisuutta on vaikea palauttaa osakeyhtiölain säännöksiin tai ainakaan niiden sanamuotoihin. Osakkeenomistajaa velvoittava salassapitovelvollisuus voisi ilmeisesti perustua vain lakiin kirjaamattomaan periaatteeseen. Vaikka osakeyhtiölaista ei voitaisi johtaa osakkeenomistajaan kohdistuvaa salassapitovelvollisuutta, osakkeenomistaja voi joutua vastuuseen sillä perusteella, että hänen menettelynsä täyttää rikoslain (39/1889) 30 luvun 4–6 §:ssä tarkoitettujen rikosten tunnusmerkistön. Vastuu perustuu kuitenkin tällöin muuhun kuin osakeyhtiölain rikkomiseen.

Osakkeenomistajan yhtiöoikeudellisten kilpailukieltovelvollisuuksien ja salassapitovelvollisuuksien olemassaolo on tulkinnanvarainen kysymys, ja nimenomaisten säännösten puuttuessa on mahdollista tulkita, ettei osakeyhtiölaki tunne tällaisia velvollisuuksia. Toinen asia on se, että velvollisuuksien perustaminen de lege ferenda vaikuttaa hyvältä ajatukselta. Monissa tapauksissa lopputulos voi vaikuttaa epäjohdonmukaiselta, jos esimerkiksi yhtiön asioista hyvin perillä olevaa määräysvaltaosakkeenomistajaa ja hallituksen jäseniä kohdellaan eri tavoin kilpailukieltovelvollisuuden ja salassapitovelvollisuuden näkökulmista. Esimerkkinä voidaan ajatella sitä, että määräysvaltaosakkeenomistaja paljastaa yhtiössä valmisteltavan salaisen yrityskauppahankkeen ja aiheuttaa siten yhtiölle vahinkoa. Reaalisin syin on vaikea perustella, miksi osakkeenomistajan tulisi välttää vastuu tällaisessa tilanteessa, kun hallituksen jäsenten osalta korvausvastuun edellytykset olisivat käsillä.

---

[208] *Pönkä* 2011 s. 64–69.

[209] *Mähönen – Villa* 2015 s. 393–396 ja *Savela* 2015 s. 114–116. Vaitiolovelvollisuuden olemassaolo vahvistettiin jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 27/1977 vp. s. 52. Vanhemmassa kirjallisuudessa *Kyläkallio* 1963 s. 178–181 puolsi selvästi salassapitovelvollisuuden olemassaoloa.

[210] *Savela* 2015 s. 115.

On hankala sanoa, miten osakkeenomistajan vaitiolovelvollisuudesta ja kilpailukiellosta olisi johdonmukaisinta säännellä. Yksi teoreettinen mahdollisuus olisi puuttua yleislausekkeen sanamuotoihin. Toinen vaihtoehto olisi jättää muuttamatta lakia ja tulkita OYL 22:2:n korvaussäännöstä niin, että ”myötävaikuttaminen osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen” kattaisi kaikki tilanteet, joissa osakkeenomistaja omaehtoisesti ja johdosta riippumatta toimii yhtiön edun vastaisesti. Tällaisella tulkinnalla päästäisiin siihen, että osakeyhtiölain yksittäisten säännösten ahtaat sanamuodot eivät estäisi osakkeenomistajan rinnastamista vastuunäkökulmasta hallituksen jäseniin, jos osakkeenomistaja ottaa yhtiössä hallituksen jäsenen asemaa vastaavan vahvan roolin.

Kirjallisuudessa on edellä todetuin tavoin tulkittu, että osakkeenomistajan ja johdon lojaliteettivelvollisuudet eivät ole yhtä kattavat. Johtopäätös on perusteltu tyypillisesti sillä, että osakkeenomistajalla on itsekkyysoikeus, jota hallituksen jäsenillä ei ole. Johtopäätöstä eli lojaliteettivelvollisuuksien eriparisuutta voidaan pitää oikeana, mutta kannalle esitettyjä perusteluja on syytä täsmentää. Fidusiaaristen velvollisuuksien eriparisuus ei johdu siitä, että ne asettaisivat johdon ja yhtiökokouksen päätöksenteolle erilaiset aineelliset reunaehdot. Johdolla on liiketoimintapäätöksissä melko laaja oikeus edistää tietyn osakkeenomistajan yksilöllisiä odotuksia. Hallituksen ja yhtiökokouksen liiketoiminnallisessa päätöksenteossa osakkeenomistajan itsekkyysoikeus kertoo samalla sen, miten laajasti hallitus on oikeutettu edistämään yksittäisen osakkeenomistajan etua. Fidusiaaristen velvollisuuksien eriparisuus johtuu sen sijaan siitä, että hallituksella on osakkeenomistajia laajempi velvollisuus edistää aktiivisesti yhtiön etua ja selvempi velvollisuus olla ryhtymättä tiettyihin toimiin, jotka voivat olla vahingoksi yhtiölle. Toisin sanoen hallituksen tehtävät on määritelty eri tavalla kuin osakkeenomistajien tehtävät.

Toinen tärkeä syy lojaliteettivelvollisuuksien eriparisuudelle on se, että hallituksen jäsenten tuottamusta arvioidaan *lähtökohtaisesti* ankarammin kuin osakkeenomistajien tuottamusta. Vastuu yhtiön hallinnosta on sen johtajilla, ja heiltä voidaan edellyttää syvällisempää perehtyneisyyttä yhtiön asioihin kuin osakkeenomistajilta.[211] Tuottamusarviointi ei ole yhdenmukaista myöskään erilaisten osakkeenomistajien kesken.[212] Toisaalta esimerkiksi ”konsernin emoyhtiön tai muun vaikutusvaltaansa aktiivisesti käyttävän osakkeenomistajan kohdalla tuottamusta ja siten muun muassa velvollisuutta tuntea lain ja yhtiöjärjestyksen sisältö sekä yhtiön asiat on usein perusteltua arvioida paljolti vastaavaan tapaan kuin hallituksen jäsenen tai muun johtohenkilön kohdalla”.[213]

---

[211] HE 27/1977 vp. s. 111: ”Yhtiön asioiden hoito ei kuulu osakkeenomistajille, vaan yhtiön hallintoelimille. Osakkeenomistajalta ei voida vaatia erityistä perehtyneisyyttä yhtiön toimintaan liittyviin kysymyksiin.”

[212] HE 109/2005 vp. s. 31. Kirjallisuudesta *Savela* 2015 s. 206 ja siinä mainitut lähteet.

[213] HE 109/2005 vp. s. 196.

Kun hallituksen jäsenet asetetaan korvausvastuuseen lojaliteettivelvollisuuden vastaisesta päätöksestä, osakkeenomistajan vastuun syntyminen jää siis riippumaan muun ohella keskeisesti siitä, millaisesta osakkeenomistajasta on kyse.

EOYL:n esitöiden lausuma, jonka mukaan ”osakkeenomistaja ei ole tässä ominaisuudessaan velvollinen *toimimaan* yhtiön, toisten osakkeenomistajien tai muiden hyväksi” irrotetaan helposti asiayhteydestään. Lausumalla ei alun perin tarkoitettu, että osakkeenomistajalla ei olisi lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä, muita osakkeenomistajia ja kolmansia kohtaan. Perustelulausuma liittyy lainsäätäjän käsitykseen, jonka mukaan osakkeenomistajan korvausvastuu voi perustua vain *aktiiviseen toimintaan*.[214] EOYL:n perusteluja ei voi lukea niin, että yhtiön edun vastaiseen päätökseen aktiivisesti vaikuttanut osakkeenomistaja välttäisi korvausvastuun, koska ”hän ei ollut tässä ominaisuudessaan velvollinen toimimaan yhtiön hyväksi”. EOYL:n säätäjän kanta tarkoitti tässä vain sitä, että osakkeenomistajalle ei voinut syntyä korvausvastuuta, jos hän pidättäytyi edistämästä aktiivisesti yhtiön, toisen osakkeenomistajan tai kolmannen etua. Lainvalmistelijoiden silloinen tulkinta perustui käsitykselle, jonka mukaan korvaussäännöksessä tarkoitettu ”myötävaikuttaminen” sisältää ainoastaan aktiivisen toiminnan. Tuon käsityksen tarkoituksenmukaisuudesta ei ole enää varmuutta. Hankalahko tulkintakysymys on se, voiko osakkeenomistajan *myötävaikutus* osakeyhtiölain rikkomiseen tarkoittaa vain aktiivista toimintaa, kuten yhtiökokouspäätöksen puolesta äänestämistä tai hallitukseen kohdistuvaa oma-aloitteista painostamista. EOYL:n säätäjän kanta on saanut laajasti tukea oikeuskirjallisuudesta, mutta se ei ole ongelmaton.

6.2.13 Osakkeenomistajan myötävaikutuksen merkitys

OYL 22:2:n mukaan osakkeenomistajan korvausvastuu edellyttää myötävaikuttamista osakeyhtiölain rikkomiseen. Lain perusteluissa ei otettu nimenomaisesti kantaa siihen, oliko myötävaikutuskriteerin tulkinta tarkoitus säilyttää samanlaisena kuin vuoden 1978 lain esitöissä. OYL 22:2:n yksityiskohtaisissa perusteluissa todettiin vain, että säännös vastaa tuottamuksen astetta koskevaa muutosta lukuun ottamatta EOYL:n aikaista säännöstä.[215] Tämä voidaan ymmärtää niin, ettei myötävaikutuskriteerin tulkintaa ollut tarkoitus muuttaa. Myötävaikutuskriteerin aikaisemman tulkinnan säilyttämistä tukee myös yleisempi huomio, jonka mukaan OYL:n vahingonkorvaussäännöksillä ei ollut yleisesti tarkoitus kiristää tai lieventää korvausvastuuta aikaisemmasta.[216] Toisaalta perusteluissa todettiin muun ohella, että *pienosakkeenomistajalta* ”ei

[214] HE 27/1977 vp. s. 111.
[215] HE 109/2005 vp. s. 196.
[216] HE 109/2005 vp. s. 30–31, 194.

voida edellyttää erityistä aktiivisuutta tai tietämystä yhtiön asioista”[217] ja ehdotuksella ei tarkoitettu ”tämän kaltaisten osakkeenomistajien” vastuun ankaroittamista vanhaan lakiin verrattuna. Näkemykset jättävät tulkinnanvaraiseksi, voidaanko sen sijaan esimerkiksi *määräysvaltaosakkeenomistajalta* tietyissä olosuhteissa *edellyttää aktiivisuutta* ja tietämystä yhtiön asioista, jolloin passiiviseksi jättäytyminen voisi johtaa korvausvastuuseen toisin kuin vuoden 1978 lakia säädettäessä oli ajateltu. Tällaista näkemystä puoltaisi se, että lainsäätäjän tarkoituksena oli selvästi yhdenmukaistaa osakkeenomistajan ja johdon vastuita toisiinsa nähden.[218] Lisäksi voidaan miettiä, oliko lainsäätäjän tarkoituksena sittenkin ankaroittaa esimerkiksi määräysvaltaosakkeenomistajien korvausvastuuta, koska ehdotuksella ei tarkoitettu nimenomaisen lausuman mukaan ”tämän kaltaisten osakkeenomistajien” eli siinä yhteydessä pienosakkeenomistajien vastuun kiristämistä. Hallituksen esityksen perustelut ovat siinä määrin tulkinnanvaraiset, että lainsäätäjän tarkoitus ei lopulta käy selvästi ilmi. Samaan aikaan kun kotimaisten pörssiyhtiöiden omistusrakenteet ovat muuttuneet vähemmän keskittyneiksi, oikeudellisessa ajattelussa on ryhdytty korostamaan määräysvaltaosakkeenomistajien velvollisuutta sopeuttaa omistajaohjauksensa osakeyhtiölain asettamiin raameihin. Kokonaisuutena arvioiden osakeyhtiölain esityöt ilmentävät sellaista ajatustapaa, ettei tietynlaisten osakkeenomistajien ja johdon jäsenten vastuiden erilaisille arvioinneille ole enää perusteita. Tämän tulisi näkyä myös myötävaikutuskriteerin tulkinnassa.

Oikeuskirjallisuudessa on pitäydytty tulkinnassa, jonka mukaan OYL 22:2:ssä tarkoitettu myötävaikuttaminen voi ilmetä pääasiassa vain aktiivisena toimintana. Tämän tulkinnan mukaan esimerkiksi yhtiökokouksen päätöstä vastaan äänestäminen tai kokouksesta pois jääminen eivät voisi perustaa osakkeenomistajalle tuottamusvastuuta. Myöskään äänestämisestä pidättäytyminen ei tarkoittaisi myötävaikuttamista osakeyhtiölain rikkomiseen edes silloin, kun yhtiölle haitallisen päätöksen tekeminen olisi voitu estää äänestämällä päätöstä vastaan.[219] Osakkeenomistajan OYL 1:7:stä ilmenevää lojaliteettivelvollisuutta on yleisesti korostettu nimenomaan negatiivisena velvollisuutena.[220] Tuoreessa kirjallisuudessa on puolestaan kirjoitettu myös niin, että ”osakkeenomistajilla ei *pääsääntöisesti* ole vahingonkorvausvastuuta laiminlyönneistä, vaan vastuu syntyy ainoastaan nimenomaisista toimenpiteistä”. Tulkinnan mukaan osakkeenomistajalta voidaan kuitenkin edellyttää aktiivisuutta vain silloin, kun osakeyhtiölain nimenomainen säännös siihen velvoittaa. Tällaisia säännöksiä

---

[217] HE 109/2005 vp. s. 196.
[218] HE 109/2005 vp. s. 31–32.
[219] *Savela* 2006 s. 191. *Savela* 2015 s. 201–214 on muutamia täsmennyksiä lukuun ottamatta ilmeisesti edelleen pitkälti samalla kannalla kuin aikaisemmin. Perinteisellä kannalla ovat ilmeisesti myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015a s. 270–271.
[220] *Laine* 2012 s. 99–101 ja *Lautjärvi* 2015 s. 296.

ei ole kovin montaa.[221] Toisaalta on esitetty, että OYL 1:7 velvoittaisi erityistapauksissa tietynlaisen osakkeenomistajan edistämään aktiivisesti muiden osakkeenomistajien etuja, vaikka yhdenvertaisuusperiaatteen sanamuoto ei tähän viittaa.[222]

Myötävaikutuskriteerin traditionaalinen tulkinta, jonka mukaan käsite sisältää ainoastaan osakkeenomistajan aktiivisen toiminnan, näyttää perustuvan kolmeen keskeiseen argumenttiin. Ensimmäinen on vuoden 1978 osakeyhtiölain säätäjän kanta. Toinen on kyseisen lain perustelulausumistakin epäsuorasti ilmenevä reaalinen argumentti, jonka mukaan osakeyhtiölain tulee kannustaa passiivisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen pääomien tehokkaan keräämisen edistämiseksi. Kolmas on ennakkopäätös KKO 1996:46, joka on ilmeisesti ainoa EOYL:n ja OYL:n aikainen prejudikaatti osakkeenomistajan *osakeyhtiöoikeudellisesta* vahingonkorvausvastuusta.[223] Näistä kolmesta argumentista EOYL:n säätäjän kantaa ja ratkaisua KKO 1996:46 on pidettävä paljolti auktoriteettiargumentteina. Myötävaikutuskriteerin tulkinnassa on syytä antaa korostunut merkitys sille, mikä kantovoima edellä esitetyllä reaalisella argumentilla on. Myötävaikutuskriteerin perinteinen tulkinta on melko formaali ja se voi dilutoida osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden silloin, kun velvollisuudelle olisi nimenomainen tarve. On huomattava, että passiivisiin sijoituksiin kannustaminen ja tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden mahdollistaminen[224] eivät välttämättä edellytä myötävaikutuskriteerin perinteistä tulkintaa. Ennen tämän kannan tarkempaa perustelua tarkastellaan kuitenkin ratkaisua KKO 1996:46, johon myötävaikutuskriteerin traditionaalinen tulkinta siis usein perustuu.[225] Ei nimittäin ole selvää, voiko ratkaisua lukea ainoastaan yhdellä tavalla niin, että se tukee myötävaikutuskriteerin formaalia tulkintaa.

Ratkaisussa KKO 1996:46 velkoja vaati konkurssiin menneen osakeyhtiön osakkeenomistajalta vahingonkorvausta muun ohella sillä perusteella, että yhtiökokous ei ollut tehnyt EOYL 13:2:n edellyttämää päätöstä yhtiön asettamisesta selvitystilaan. Yhtiö oli sen sijaan jatkanut toimintaansa ja velkaantunut lisää. Korvausvaatimus käsitti tavarantoimittajan kärsimän luottotappion. Vastaajana ollut osakkeenomistaja omisti 10 prosenttia yhtiön osakekannasta. KKO:n mukaan vastuu pakkoselvitystilasäännösten noudattamisesta oli yhtiön

---

221 *Savela* 2015 s. 206–207.

222 *Mähönen – Villa* 2015 s. 419.

223 Osakkeenomistaja voi periaatteessa joutua vastuuseen myös esimerkiksi sopimuksen (KKO 1993:82), sopimuksenkaltaisen asetelman (KKO 2003:131), samastuksen (KKO 2015:17) tai YmpVahL 7 §:n perusteella. Tällöin ei ole kyse osakeyhtiölain mukaisesta perusteesta.

224 *Savela* 2015 s. 201.

225 Esim. *Mähönen – Villa* 2015 s. 413–419, joiden mukaan ratkaisusta KKO 1996:46 ja EOYL:n perusteluista voidaan päätellä, ettei pelkkä laiminlyönti perusta osakkeenomistajalle korvausvastuuta. Toisaalta heidän esimerkkitilanteessaan s. 419 lähdetään nähtävästi siitä, että määräysvaltaosakkeenomistaja voi rikkoa lojaliteettivelvollisuuttaan muita osakkeenomistajia kohtaan, jos tämä *laiminlyö* muiden osakkeenomistajien eduista huolehtimisen myyntineuvotteluissa.

hallituksella, mutta tapauksessa hallitus ei ollut saattanut kysymystä yhtiön selvitystilaan asettamisesta yhtiökokouksen päätettäväksi siten kuin laki edellytti. Näin ollen kysymystä ei käsitelty yhtiökokouksessa eikä lain edellyttämää päätöstä voitu tehdä. KKO:n enemmistön mukaan osakkeenomistajalla, joka oli ilmeisesti jossain määrin perillä yhtiön taloudellisesta tilanteesta, ei ollut velvollisuutta saattaa asiaa yhtiökokouksen ratkaistavaksi. Enemmistön mukaan osakkeenomistaja ei näin ollut myötävaikuttanut osakeyhtiölain rikkomiseen.

KKO:n enemmistö ja vähemmistö olivat samaa mieltä lopputuloksesta eli kanteen hylkäämisestä, mutta eri perustein. Vähemmistöön jäänyt oikeusneuvos Tulokas oli sitä mieltä, että yhtiön taloudellinen asema huomioon ottaen yhtiökokouksen olisi pitänyt tehdä päätös selvitystilaan asettamisesta, vaikka hallitus ei ilmeisesti ollut asiaa nimenomaisesti esittänyt. Perusteena näkemykselle oli se, että yhtiökokouksen osallistujina olivat hallituksen varsinainen jäsen ja hänen aviopuolisonsa sekä hallituksen varajäsen eli vastaajana ollut osakkeenomistaja. Tulokkaan mukaan tavarantoimittajan luottotappio oli sinänsä syy-yhteydessä selvitystilasäännösten rikkomiseen, mutta vastaajan laiminlyönnillä ei ollut merkitystä vahingon syntymisen kannalta. Näin siksi, ettei hänen 10 prosentin omistusosuudellaan olisi ollut mahdollista saada aikaan päätöstä yhtiön asettamisesta selvitystilaan. Syy-yhteysvaatimus ei siis täyttynyt juuri kyseisen vastaajan osalta. Tulokkaan perustelut viittaavat nähdäkseni siihen, myötävaikutuskriteeri ei itsessään olisi ollut este sille, että osakkeenomistaja olisi asetettu tuottamusvastuuseen osakeyhtiölain rikkomisesta. Jos osakkeenomistajan osuus yhtiön osakekannasta olisi ollut reilusti suurempi kuin 10 prosenttia, korvausvastuu olisi ilmeisesti ollut mahdollinen lopputulos. Tulokkaan perustelut voitaneen ymmärtää niin, että osakkeenomistajan omistusosuudelle tai muutoin vahvalle tosiasialliselle vaikutusvallalle voidaan antaa merkitystä harkittaessa sitä, voidaanko osakkeenomistaja asettaa korvausvastuuseen osakeyhtiölainsäädännön perusteella.

KKO:n enemmistön perusteluissa vahvistettiin ainoastaan, että osakkeenomistaja ei ollut tässä tapauksessa menettelyllään myötävaikuttanut EOYL:n tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen. Ratkaisun perusteella ei siis voi sanoa, oliko KKO:n tarkoituksena määritellä EOYL:n mukainen myötävaikuttaminen kategorisesti vain aktiiviseksi toiminnaksi. Ei siis voida varmuudella sulkea pois sellaista tulkintaa, että osakkeenomistajan korvausvastuu saattoi tulla kyseeseen passiivisuuden perusteella jonkin muiden normien kuin pakkoselvitystilasäännösten yhteydessä. KKO ei myöskään pohtinut sitä, olisiko tällaisessa arvioinnissa jotain merkitystä sillä, miten suuren omistusosuuden yhtiön osakekannasta osakkeenomistaja omistaa tai miten laajaa tosiasiallista vaikutusvaltaa hän käyttää suhteessa yhtiön hallitukseen. Johtopäätökseksi jää, ettei ratkaisu KKO 1996:46 ole sellaisenaan ehdoton este myötävaikutuskriteerin aikaisempaa liberaalimmalle tulkinnalle.

Jos merkittävän tai vähäisenkin ääniosuuden omaava osakkeenomistaja on yhtiön asioista yhtä hyvin perillä kuin hallituksen jäsenet ja hän käyttää tosiasiallista valtaa yhtiön päätöksenteossa, on kyseenalaista sulkea osakkeenomistajan vastuu kategorisesti pois vain siksi, että hänellä ei ollut muodollista asemaa yhtiön hallituksessa ja siten velvollisuutta ryhtyä toimeen, jotta hallitus täyttää velvoitteensa. Kuten jo aikaisemmin huomautettiin, tällaisen osakkeenomistajan korvausvastuuta saatetaan joka tapauksessa joutua arvioimaan tosiasiallisia johtajia tai varjojohtajia koskevien doktriinien pohjalta, joten voidaan kysyä, miksei sama lopputulos olisi saavutettavissa tulkitsemalla nimenomaiseen korvaussäännökseen (OYL 22:2) liittyvää myötävaikutuskriteeriä aikaisempaa joustavammin.

Voidaan esittää eräitä käytännön esimerkkejä siitä, milloin myötävaikutuskriteerin joustava tulkinta olisi tarkoituksenmukaista. Ajatellaan esimerkkinä kirjanpitolain (1336/1997) rikkomista. Osakeyhtiölain esitöissä[226] ja kirjallisuudessa[227] esitetyn tulkinnan mukaan kirjanpitolain rikkominen rinnastuu osakeyhtiölain rikkomiseen siinä mielessä, että kirjanpitolain rikkomisesta voi seurata OYL:n mukainen vahingonkorvausvastuu. Vastuu siitä, että yhtiön kirjanpito on lainmukainen, kuuluu ensisijaisesti toimitusjohtajalle (OYL 6:17.1) ja toissijaisesti hallitukselle (OYL 6:2.1), jos yhtiöllä ei ole toimitusjohtajaa. Kirjanpitolain rikkomiseen perustuva yhtiöoikeudellinen korvausvastuu kohdistuu siis lähtökohtaisesti toimitusjohtajaan tai hallituksen jäseniin. Joskus voi kuitenkin tulla arvioitavaksi se, tulisiko osakkeenomistaja asettaa korvausvastuuseen siksi, että hän on myötävaikuttanut kirjanpitolain rikkomiseen. Onhan sellainen tilanne mahdollinen, että yhtiön asiat hyvin tunteva osakkeenomistaja, kuten emoyhtiö, saa tietää tai ainakin sen olisi pitänyt pystyä päättelemään, että toimitusjohtaja ja hallitus ovat laiminlyöneet velvollisuutensa huolehtia yhtiön kirjanpidon järjestämisestä ja sen lainmukaisuudesta, mutta osakkeenomistaja ei puutu asiaan millään tavoin. Näissä olosuhteissa olisi keinotekoista torjua osakkeenomistajan korvausvastuun mahdollisuus *pelkästään* sillä perusteella, että osakkeenomistajan passiivisuus ei voi merkitä osakeyhtiölaissa tarkoitettua myötävaikuttamista osakeyhtiölain tai tässä kirjanpitolain rikkomiseen.

Osakkeenomistajan korvausvastuuta koskevien säännösten pragmaattinen tulkinta[228] vähentäisi tarvetta toteuttaa henkilön vastuu tosiasiallisia johtajia tai varjojohtajia koskevien melko epämääräisten doktriinien avulla. Osakkeenomistajaan ja johtoon sovellettavien vastuuperusteiden yhdenmukaistaminen helpottaa yleisesti henkilön asettamista korvausvastuuseen, jos hän ei ole muodollisesti hallituksen jäsen, mutta tekee tosiasiallisesti hallitukselle kuuluvia

---

[226] HE 109/2005 vp. s. 195.
[227] *Mähönen* 2001 s. 807 ja *Savela* 2015 s. 144.
[228] Laajasti pragmatismin merkityssisällöistä oikeustutkimuksessa *Mähönen* 2001 s. 15–32.

päätöksiä.[229] Osakeyhtiölain perustelulausumat viittaavat itse asiassa juuri siihen, että osakkeenomistajan ja johtajien vastuuperusteiden yhdenmukaistamisella oli tarkoitus välttää vaikeita rajanvetotilanteita.[230] Toisaalta eräät perustelulausumat tukevat OYL:n korvaussäännösten soveltamista tosiasiallisiin johtajiin.[231] Lain perusteluista saa joka tapauksessa tukea tulkinnalle, jonka mukaan tosiasiallisiin johtajiin ja varjojohtajiin liittyvä problematiikka tulisi pyrkiä ratkaisemaan ensisijaisesti osakkeenomistajan korvausvastuuta koskevien sääntöjen avulla.[232] Johtajien ja osakkeenomistajien vastuuperusteiden yhdenmukaistamiseen liittyvä potentiaali saadaan kuitenkin täyteen käyttöön vain, jos myötävaikutus voidaan ymmärtää sekä toimintana että laiminlyöntinä. Nähdäkseni myötävaikuttamiskäsitteen juridisessa merkityssisällössä ei ole yleisesti mitään sellaista, jonka vuoksi passiiviseksi jättäytyminen tulisi sulkea käsitteen ulkopuolelle.

Myötävaikutuskriteerin joustava tulkinta ei ratkaise kaikkia ongelmia. *Savela* on kiinnittänyt huomiota siihen, että osakkeenomistajan velvollisuus toimia aktiivisesti on varsin rajoitettu ja sen vuoksi jatkossakin joudutaan mahdollisesti pohtimaan tosiasiallisia johtajia koskevan opin soveltamista.[233] Tämä ongelma eli osakkeenomistajan rajoitettu velvollisuus toimia yhtiön, toisten osakkeenomistajien ja velkojien hyväksi lienee toisaalta ratkaistavissa juuri myötävaikutuskriteerin joustavalla tulkinnalla. Olen kuitenkin Savelan kanssa samaa mieltä siitä, että OYL 22:2:n avulla on vaikea ratkaista *kaikkia* ongelmia. OYL 22:2:n avulla ei ilmeisesti ole mahdollista puuttua sellaisiin keinotekoisiin järjestelyihin, joissa tosiasiallisen määräysvallan käyttäjä ei omista yhtiön osakkeita eli hän ei ole ylipäätään *osakkeenomistaja*. Rikosoikeudellisen ennakkopäätöksen KKO 2001:86 oikeustosiseikat valaisevat hyvin asiaa. Eräissä tapauksissa OYL 22:2 voi puolestaan tarjota tosiasiallisia johtajia koskevaa oppia johdonmukaisemman tavan ratkaista ongelmia. Lain selvä kanta on, ettei oikeushenkilö voi toimia osakeyhtiön hallituksen jäsenenä (OYL 6:10.1). Näin ollen voisi päätellä, ettei oikeushenkilö voi myöskään olla osakeyhtiön ”tosiasiallinen johtaja” eikä siihen voisi soveltaa OYL 22:1:n säännöksiä.[234] OYL 22:2:ää voidaan soveltaa aina, kun yhtiössä määräysvaltaa käyttävä taho on osakkeenomistaja, riippumatta tämän omistusosuudesta tai siitä, onko osak-

---

[229] Ks. tästä näkökohdasta HE 109/2005 vp. s. 31 sekä *Mähönen – Villa* 2015 s. 417.
[230] HE 109/2005 vp. s. 31.
[231] HE 109/2005 vp. s. 31–32, 194.
[232] Vrt. *Salo* 2015 s. 190–191, jonka mukaan johdon OYL:iin perustuvat fidusiaariset velvollisuudet voitaisiin mahdollisesti ulottaa analogiapäättelyn kautta velvoittamaan varjojohtajia. Salo ei ole arvioinut erikseen osakkeenomistajan korvausvastuuta koskevia säännöksiä ja niihin liittyviä esityölausumia.
[233] *Savela* 2015 s. 204.
[234] Kirjallisuudessa näin on tulkinnut ainakin *Airaksinen* 2013a s. 456. *Savela* 2015 s. 237 on eri kannalla.

keenomistaja luonnollinen henkilö vai oikeushenkilö. Tosiasiallisia johtajia ja varjojohtajia koskevien doktriinien soveltaminen voidaan rajoittaa koskemaan niitä tapauksia, joissa määräysvaltaa käyttävä taho ei ole yhtiön osakkeenomistaja.

Myötävaikutuskäsitettä on ilmeisesti tulkittu suppeasti yhtiöoikeudellisten ja osakkeenomistajan asemaan liittyvien erityispiirteiden vuoksi. Tulkinnalla on haluttu hyväksyä osakkeenomistajan jättäytyminen passiiviseksi yhtiön asioiden hoidossa ja siten kannustaa oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen. Voidaan kuitenkin kysyä, vaarantaisiko myötävaikutuskriteerin pragmaattinen tulkinta tosiasiassa edellä tarkoitettujen oikeuspoliittisten tavoitteiden toteutumisen. On luontevaa lähteä siitä, että korvaussäännös *sallii* passiiviseksi jättäytymisen, mutta vastuuarviointia voidaan muuttaa siinä tapauksessa, että osakkeenomistaja itse ottaa yhtiössä dominoivan roolin, jolloin hän on ryhtynyt vapaaehtoisesti yhtiön, muiden osakkeenomistajien ja velkojien agentiksi. Tällöin on perusteltua, että osakkeenomistajalle asetetaan johdon insentiiveihin rinnastuvia kannustimia agenttitehtävän asianmukaiseksi suorittamiseksi. Emoyhtiön ja muiden vaikutusvaltaisten osakkeenomistajien asemasta OYL:n perusteluissa[235] sanottu tukee kantaa, jonka mukaan myötävaikutuskriteerin perinteisen tulkinnan ei tulisi olla esteenä hallituksen jäsenen ja osakkeenomistajan vastuuperusteiden yhdenmukaistamiselle.

Edellä sanotusta seuraa, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus tulisi ymmärtää *lähtökohtaisesti* negatiivisena velvollisuutena eli se ei vahvan pääsäännön mukaan velvoita osakkeenomistajaa aktiiviseen toimintaan yhtiön hyväksi. Sijoittajan passiivisuus on valtaosassa tapauksista sallittua. Esimerkiksi pörssiyhtiön niin sanotun pienosakkeenomistajan yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu yhtiökokouskäyttäytymisen perusteella voi tulla kyseeseen vain aivan poikkeustapauksissa jos milloinkaan.[236] Osakkeenomistajan korvausvastuu edellyttää joka tapauksessa hyvää tietämystä yhtiön asioista ja aktiivista osallistumista sen hallintoon, joten merkittävälle enemmistölle pörssiyhtiöiden osakkeenomistajista korvausvastuun uhka jää käytännössä olemattomaksi siinäkin tapauksessa, että myötävaikuttamisella tarkoitetaan aktiivisen toiminnan ohella passiivista laiminlyöntiä. Näin ollen argumentti, jonka mukaan myötävaikutuskriteerin laajentava tulkinta heikentäisi sijoittajien halukkuutta tehdä passiivisia oman pääoman ehtoisia sijoituksia, ei ole lopulta erityisen vakuuttava. Kynnys sille, että osakkeenomistaja asetetaan OYL:n mukaiseen vastuuseen tuottamuksen perusteella, on joka tapauksessa hyvin korkealla. Useimmiten vastuun syntyminen edellyttää, että osakkeenomistaja yhtiön asioista hyvin informoituna sanelee tai ohjailee johdon päätöksiä.

---

[235] HE 109/2005 vp. s. 196.
[236] HE 109/2005 vp. s. 196 käytetään ilmaisua ”ei juuri koskaan”.

Johtopäätökseksi kaikesta edellä sanotusta jää, että hallituksen jäsenten ja osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien tulisi olla keskenään samanlaiset tai tarkemmin sanottuna osakeyhtiölain tulisi *mahdollistaa* osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen vastuun yhtäläinen arviointi, kun osakkeenomistaja ottaa yhtiössä riittävän dominoivan roolin.[237] On tulkinnanvaraista, mahdollistaako osakeyhtiölaki sen jo nyt vai vaatiiko tilanne lainsäädäntötoimia. Ongelmakokonaisuuden lainopillisen tarkastelun keskeisenä lähtökohtana on tyypillisesti ollut OYL 1:7. Tarkastelussa on yhtä tärkeää huomata OYL 22:2, joka joustavasti ja OYL:n perustelujen hengen mukaisesti tulkittuna tarjoaa jo nyt keinon perustaa osakkeenomistajalle hallituksen jäsenten fidusiaarisia velvollisuuksia vastaavat velvoitteet.

Osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien suojaamaa henkilöpiiriä on syytä arvioida pitkälti samalla tavalla kuin hallituksen velvollisuuksien suojaamaa henkilöpiiriä. Yleiset yhtiö- ja vahingonkorvausoikeudelliset periaatteet ohjaavat tulkintaa.

Kirjallisuudessa on esitetty, että toisin kuin johtajalle ja tilintarkastajalle, osakkeenomistajalle ei voi syntyä korvausvastuuta yhtiötä kohtaan yleisen huolellisuusvelvollisuuden (OYL 1:8) rikkomisen perusteella.[238] Edellä esitetyn perusteella asiasta voidaan esittää toisenlainenkin tulkinta. Vaikka OYL 1:8 velvoittaa sen sanamuodon mukaan vain johtoa, osakkeenomistaja ei saa myötävaikuttaa osakeyhtiölain rikkomiseen, oli rikottu säännös mikä tahansa (OYL 22:2). Vaikka OYL 1:8 velvoittaa sanamuotonsa mukaan ainoastaan johtoa toimimaan aktiivisesti ja huolellisesti yhtiön edun edistämiseksi, osakkeenomistaja tuskin välttää vastuuta, jos hän painostaa johtoa rikkomaan OYL 1:8:n mukaisia velvollisuuksia. Osakkeenomistajalla voi poikkeustapauksissa olla velvollisuus aktiiviseen toimintaan yhtiön etua loukkaavan päätöksen torjumiseksi.

Kirjallisuudessa on edelleen huomautettu, että puhtaasti korvaussäännöksen (OYL 22:2) sanamuodon mukaan OYL 1:8:n rikkominen voisi aiheuttaa osakkeenomistajalle korvausvastuun muuhun henkilöön kuin yhtiöön nähden. Näin ollen teoriassa voisi väittää, että johtajien OYL 1:8:n vastaiseen päätökseen myötävaikuttanut osakkeenomistaja voisi joutua OYL 22:2:n nojalla vastuuseen muuta henkilöä kuin yhtiötä kohtaan. Tällainen tulkinta on kuitenkin samalla asiallisesti torjuttu.[239] OYL 1:8 suojaa tutkimuksessa aikaisemmin käsiteltyjä poikkeustilanteita lukuun ottamatta yhtiötä. Sen rikkominen vahingoit-

---

[237] Kirjallisuudessa *Mähönen – Villa* 2015 s. 413–414 lähestyvät osakkeenomistajan velvollisuuksia oikeussääntöjen tehokkuuden näkökulmasta ja suhtautuvat myönteisesti siihen, että fidusiaariset velvollisuudet ulotetaan koskemaan määräysvaltaosakkeenomistajaa. Heidän mielestään ongelmakokonaisuutta ei kuitenkaan tule ratkaista yleispätevillä säännöillä vaan tapauskohtaisella harkinnalla.

[238] *Savela* 2006 s. 184 ja *Savela* 2015 s. 202. Savelan kannanotoissa korostuu se, että OYL 1:8 asettaa sanamuotonsa mukaan velvollisuuksia ainoastaan yhtiön johdolle.

[239] *Savela* 2006 s. 184 ja *Savela* 2015 s. 202 alav. 1.

taa tyypillisesti välittömästi yhtiötä eikä osakkeenomistajalla ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta (OYL 22:7.4). Samalla on tärkeää huomata, että osakkeenomistaja voi myötävaikuttaa sellaisten sääntöjen rikkomiseen, jotka ovat voimassa välittömästi kolmannen hyväksi. Tällöin osakkeenomistajan korvausvastuu kolmatta kohtaan on mahdollinen lopputulos. Kyseeseen tullee usein osakkeenomistajan ja johtajien yhteisvastuu kolmatta kohtaan.

6.3 HUOLELLISUUS- JA LOJALITEETTI-VELVOLLISUUKSIEN KESKINÄINEN SUHDE

6.3.1 Yleistä

Osakeyhtiölain 1:8 sisältää sekä huolellisuus- että lojaliteettivelvollisuuden.[240] Huolellisuusvelvollisuuden sisältö on tulkinnanvarainen. Samaa voidaan sanoa huolellisuusvelvollisuuden ja lojaliteettivelvollisuuden keskinäisestä suhteesta.[241] Osakeyhtiölain 22:1:n vahingonkorvaussäännöksessä OYL 1:8:ää kutsutaan vain yleisesti *huolellisuusvelvoitteeksi*. Vahingonkorvaussäännöksessä ei mainita eksplisiittisesti lojaliteettivelvollisuutta, mikä on herättänyt epäselvyyttä siitä, kohdellaanko velvollisuuksia jotenkin eri tavoin vahingonkorvausasioissa. Korvaussäännöksen sanamuoto on erityisesti antanut aihetta pohdinnalle siitä, aiheuttaako lojaliteettivelvollisuuden rikkominen johtajille vahingonkorvausvastuun paitsi yhtiötä myös osakkeenomistajaa ja velkojaa kohtaan. Näin siksi, että OYL 22:1:n sanamuodon mukaan OYL:n muun säännöksen kuin yleisen ”huolellisuusvelvoitteen” rikkominen aiheuttaa johdolle korvausvastuun kolmatta kohtaan.[242] Korvaussäännöksen sanamuoto mahdollistaa siten teoriassa sellaisen tulkinnan, että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen aiheuttaa johdolle korvausvastuun muutakin henkilöä kuin yhtiötä kohtaan. Tällainen tulkinta voidaan torjua useimmissa tapauksissa jo tutkimuksen aikaisemmissa luvuissa esitetyn perusteella.

Hallituksen esityksen mukaan OYL 1:8:n huolellisuusvelvollisuus sisältää lojaliteettivelvollisuuden.[243] Lojaliteettivelvollisuus ei jää sanktioimatta vahingonkorvausvelvollisuudella, vaikka OYL 22:1:ssä viitataan nimeltä vain huolellisuusvelvoitteeseen. Mikään lain perusteluissa tai tarkoituksessa ei viittaa siihen, että lojaliteettivelvollisuuden rikkomista ei olisi sanktioitu vahingonkor-

---

240 HE 109/2005 vp s. 40–41.
241 *Mähönen – Villa* 2006 s. 112, 117.
242 *Lautjärvi* 2015 s. 298.
243 HE 109/2005 vp. s. 79. Näin asia on ajateltu perustelujen pohjalta myös kirjallisuudessa. *Mähönen – Villa* 2006 s. 117.

vausvelvollisuudella.[244] Oikeuskäytännön perusteella on selvää, että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen johtaa vahingonkorvausvastuuseen.[245] Myös vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana johtajat saattoivat joutua korvausvastuuseen yhtiön etua loukkaavista päätöksistä. Olisi vaikea perustella, miksi sama ei olisi voimassa nykyisen lain aikana. Lojaliteettivelvollisuuden sisällyttäminen OYL 22:1.1:ssa tarkoitettuun yleiseen huolellisuusvelvoitteeseen saa suoraa tukea ratkaisusta KKO 2003:33, jolla lienee voimassa olevan lain aikanakin vahva prejudikaattiarvo. Ratkaisussa korkein oikeus totesi, että ”hallitus on tässä tehtävässään ja muutoinkin kaikissa toimissaan ollut velvollinen menettelemään huolellisesti ja yhtiön edun mukaisesti sekä edistämään yhtiön parasta. *Tähän yleiseen huolellisuusvelvollisuuteen* on kuulunut – –.” Lojaliteettivelvollisuuden sisällyttämistä OYL 22:1.1:ssa tarkoitettuun yleiseen huolellisuusvelvoitteeseen voidaan pitää voimassa olevana oikeutena.

Jos OYL 1:8 ymmärretään yhtenä periaatteena, jolla on kaksi elementtiä, OYL 22:1:n sanamuotokin saa järjellisen sisällön eli kumman tahansa elementin rikkominen perustaa korvausvastuun yhtiötä kohtaan.[246] Näin ollen sille, että OYL 22:1.1:ssa mainitaan nimeltä vain huolellisuusvelvollisuus, ei tule antaa johdon korvausvastuuta rajoittavaa merkitystä. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksille ei myöskään ole perusteltua määrittää erilaisia suojakohteita vain siksi, että OYL 22:1:ssä mainitaan nimeltä pelkästään huolellisuusvelvoite.[247] OYL 1:8:ään perustuvat velvollisuudet suojaavat lähtökohtaisesti vain yhtiötä.

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien suhdetta koskevat keskeiset ongelmat eivät liity varsinaisesti siihen, onko lojaliteettivelvollisuus sanktioitu vahingonkorvausvelvollisuudella ja keitä se suojaa. Vaikeammat kysymykset liittyvät siihen, onko erottelulla huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin ylipäätään jotain aineellista merkitystä johdon yhtiöön kohdistuvan vastuun yhteydessä. Toisin sanoen kyse on siitä, vaikuttaako korvausvastuun arviointiin ja syntymiseen jollain tavalla se, kumpaa OYL 1:8:n elementtiä johtajat ovat rikkoneet.[248] Jotta tiukka erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin olisi doktrinaalisesti perusteltua, sillä tulisi olla aineellista merkitystä osakeyhtiölain korvaussäännösten soveltamisessa. Jos kyse on vain tavasta systematisoida voimassa olevaa oikeutta uusien käsitteiden avulla, erottelulla saattaa toisi-

---

[244] *Mähönen – Villa* 2006 s. 135–136. Ks. myös *Salo* 2015 s. 35.
[245] Esim. *Nyström* 2014b ja siinä arvioitu hovioikeustapaus.
[246] Samaan lopputulokseen päätyvät myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 135–136.
[247] Ks. myös *Immonen* 2015 s. 587.
[248] Kirjallisuudessa *Kaisanlahti* 1999 s. 103 on taloudellisen analyysin näkökulmasta erotellut toisistaan yritysjohdon oman edun tavoittelun (epälojaalisuus) ja tehottomuuden yhtiön tuloksen kerryttämisessä tai muun tavoitteen saavuttamisessa. Kaisanlahden mukaan erottelulla on vastinpari yhdysvaltalaisessa yhtiöoikeudessa, jossa huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien välinen dikotomia on vakiintunut. On siis mahdollista, että huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksilla on tarkoitus puuttua erilaisiin väärinkäytöksiin.

naan olla jopa voimassa olevien sääntöjen sisältöä sekavoittava vaikutus. OYL 22:1:n sanamuodosta aiheutunutta epäselvyyttä voitaneen pitää yhtenä osoituksena tästä.

Vuoden 1978 osakeyhtiölain 15:1:ssä säädettiin vain johtajan velvollisuudesta korvata yhtiölle vahinko, jonka hän oli toimessaan tahallisesti tai tuottamuksesta yhtiölle aiheuttanut. Korvausnormi sisälsi yksiselitteisen tuottamussäännön, joka sisältää sekä tahallisuuden että tuottamuksen. Sekä huolellisuus- että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen voitiin lukea tällaisen tuottamussäännön alaisuuteen.

Niin huolellisuus- kuin lojaliteettivelvollisuuden vastaiset tyyppitapaukset voivat osua kotimaisen tuottamusasteikon koko skaalalle. Toisaalta lojaliteettivelvollisuuden vastaisiin toimiin ja päätöksiin liittyy ainakin yleensä helpommin sellaisia piirteitä, että ne voivat tarkoittaa törkeän tuottamuksellista tai tahallista menettelyä. Esimerkiksi johtajan oman tai hänen läheisensä edun edistäminen yhtiön edun kustannuksella pitäisi monesti voida lukea törkeän huolimattomaksi tai jopa tahalliseksi. Toisaalta ei ole mahdotonta, että huolellisuusvelvollisuuden räikeä rikkominen voisi tarkoittaa tahallista menettelyä ja rikoslain 36:5:ssä tarkoitettua luottamusaseman väärinkäyttöä.

Tutkimuksessa on kiinnitettävä huomiota sellaiseenkin vaihtoehtoon, että tiukka käsitteellinen erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin ei ole tarpeellinen. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus ovat vain yhden velvollisuuden (OYL 1:8) eri elementtejä, joita kohdellaan vahingonkorvausasioissa samalla tavalla OYL 22:1:n sanamuodosta riippumatta. Ennen tällaista johtopäätöstä on kuitenkin kiinnitettävä huomiota siihen, että erottelu voi saada merkitystä muuta kautta. Esimerkiksi Delawaren oikeuden tarkastelu osoitti, että erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuteen saa siellä keskeisen aineellisen merkityksen arvioitaessa vahingonkorvausvastuun syntymisen edellytyksiä. Erottelu voi saada merkitystä ainakin siksi, että DGCL ei salli johdon vastuun rajoittamista, jos vahinko on aiheutettu rikkomalla lojaliteettivelvollisuutta. Erottelu on edelleen merkityksellinen siksi, että johto ei saa liiketoimintapäätösperiaatteen mukaista suojaa, jos se on aiheuttanut vahingon rikkomalla lojaliteettivelvollisuutta. Kolmanneksi voidaan huomioida todistustaakkasäännöt. Kantajan ja vastaajan välisen todistustaakan jakoon vaikuttaa se, kumpaa velvollisuutta rikkomalla yhtiölle on aiheutettu vahinkoa. Jos derivatiivisen kanteen nostanut osakkeenomistaja pystyy näyttämään lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen, johtajien on entire fairness -standardin mukaisesti näytettävä, että transaktio oli yhtiön edun mukainen. Delawaressa lojaliteettivelvollisuus on yleisesti tiukemmin sanktioitu kuin huolellisuusvelvollisuus.

Seuraavassa arvioidaan, voiko erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin saada vastaavalla tavalla aineellista merkitystä Suomen oikeudessa. Oikeastaan kysymys voidaan asettaa myös siten, onko doktrinaalinen erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin meillä ylipäätään perusteltua? Kun

tiukalle käsitteelliselle erottelulle huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin ei ole osoitettu perustetta OYL 22:1:n epäselvän sanamuodon soveltamisen näkökulmasta, erottelu voisi teoriassa saada merkitystä ainakin tuottamusta koskevien todistustaakkasääntöjen (OYL 22:1.3), vastuun sovittelua ja jakaantumista (OYL 22:5) sekä vastuun rajoittamista (OYL 22:9) koskevien säännösten yhteydessä. Käsittelen seuraavaksi vain vastuun sovittelua ja jakaantumista sekä vastuun rajoittamista. Liiketoimintapäätösperiaatteeseen ja todistustaakkakysymyksiin palataan jäljempänä omissa erillisissä jaksoissaan.

6.3.2 Vastuun sovittelu ja jakaantuminen

Osakeyhtiölain 22:5:n mukaan vahingonkorvauksen sovittelusta ja korvausvastuun jakaantumisesta kahden tai useamman korvausvelvollisen kesken on voimassa, mitä vahingonkorvauslain 2 ja 6 luvuissa säädetään. Ensi näkemältä voisi ajatella, että erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin voisi saada aineellista merkitystä, koska eräissä lojaliteettivelvollisuuden vastaisissa tyyppitapauksissa, kuten itsekontrahoinnissa, sovittelukynnyksen tulisi olla erityisen korkealla. Oman tai läheisten edun tavoittelua yhtiön edun kustannuksella voitaisiin toisaalta pitää ilman lojaliteettikäsitettä myös törkeän huolimattomana tai tahallisena vahingon aiheuttamisena[249], mikä estäisi sovittelun ainakin useimmissa tapauksissa.[250] Tässä yhteydessä on toisaalta huomattava, että ennakkopäätöksen KKO 1997:110 perusteella korkein oikeus ei ilmeisesti kovin helposti tulkitse törkeän huolimattomuuden täyttyvän, vaikka asiassa olisi ollut välitöntä tai välillistä itsekontrahointia.[251] Edellä sanotusta seuraa, että sovitteluharkinnan lopputuloksen kannalta ei välttämättä ole niin suurta merkitystä sillä, operoidaanko erillisellä lojaliteettikäsitteellä vai ainoastaan tuottamuksella ja sen eri asteilla.[252]

Vastuun jakaantumiseen usean johtajan kesken sovelletaan vahingonkorvauslain 6 luvun säännöksiä. Säännösten lähtökohtana on vahingonaiheuttajien

---

[249] *Huhtamäki* 1993 s. 335 kirjoittaa, että ”omanvoitonpyyteistä toimintaa yhtiön kustannuksella voidaan pitää tahallisena vahingon aiheuttamisena yhtiölle”. Ibid. s. 336 esitetään samanlainen arvio tilanteesta, jossa pankinjohtajan sukulainen tai tämän hallitsema yhtiö saa etua pankin kustannuksella. Ks. myös *Kaisanlahti* 2016 s. 54, jonka mukaan säätiön hallituksen jäsenen oman edun tavoittelu säätiön intressin kustannuksella on aina säätiölaissa (497/2015) tarkoitettua tahallisuutta.

[250] Uusimman hovioikeuskäytännön valossa oman edun tavoittelu on selkeästi sovitteluharkinnassa huomioitava seikka. Ratkaisussa Vaasan hovioikeus 23.2.2016 S 15/165 sovittelua puolsi muun ohella se, ettei toimitusjohtaja ollut tavoitellut omaa etuaan.

[251] *Savela* 2006 s. 60 toteaa, että KKO nosti törkeän tuottamuksen rajan liian korkealle.

[252] Myös *Huhtamäki* 1993 s. 336 näyttää lähtevän siitä, että ero lojaliteettivelvollisuuden vastaisten, tahallisten ja törkeän huolimattomien päätösten välillä ei välttämättä ole kovin suuri. Asiallisesti samansuuntaisesti on ajatellut *Ström* 2002 s. 600.

yhteisvastuu vahingonkärsijää kohtaan (VahL 6:2). Kunkin korvausvelvollisen viaksi jäävä syyllisyyden määrä, vahinkotapahtumasta ehkä saatu etu ja muut seikat vaikuttavat vasta korvausvastuun jakaantumisessa vahingonaiheuttajien kesken (VahL 6:3). Jos yhtiölle on aiheutettu vahinkoa lojaliteettivelvollisuuden vastaisesti edistämällä yksittäisen johtajan etua yhtiön intressin kustannuksella, kyseinen johtaja voi hyvin olla johtajien keskinäisessä suhteessa se, joka maksaa vahingon kokonaan tai ainakin pääosan siitä.[253] Tässä on kuitenkin syytä huomata, ettei lopputulos nytkään edellytä väärinkäytöksen erittelemistä tiukasti huolellisuus- tai lojaliteettivelvollisuuden vastaiseksi. Jos johtaja on edistänyt omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella, tämä otetaan huomioon vastuun jakaantumisessa suoraan VahL 6:3:n perusteella. Korvausvastuun jakaantumisessa otetaan siis huomioon epäoikeutettua etua saaneen johtajan puolella oleva kvalifioitu tuottamus sekä hänen vahinkotapahtumasta saamansa etu.

6.3.3 Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuus ja vastuun rajoittaminen

Yleistä

Osakeyhtiölain 22:9:ssä säädetään vahingonkorvaussäännösten pakottavuudesta. Näiden säännösten pohjalta voidaan sanoa paljon myös fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuudesta. Yhtiöjärjestyksessä ei voida rajoittaa yhtiön oikeutta korvaukseen OYL 22 luvun säännösten tai tilintarkastuslain 51 §:n mukaan, jos vahinko on aiheutettu rikkomalla säännöksiä, joista ei voida poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksellä taikka muuten tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta (OYL 22:9.1). Yhtiön oikeutta vahingonkorvaukseen voidaan muuten rajoittaa vain kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella (OYL 22:9.2). Kolmannen OYL 22 luvun tai tilintarkastuslain 51 §:n mukaista oikeutta vahingonkorvaukseen tai kanteen ajamiseen ei voida rajoittaa ollenkaan yhtiöjärjestyksessä (OYL 22:9.3). Yhtiöjärjestysmääräys on tehoton, jos sillä rajoitetaan oikeutta vahingonkorvaukseen tai oikeutta kanteen ajamiseen enemmän kuin OYL 22:9:ssä sallitaan.[254]

Vuosien 1895 ja 1978 osakeyhtiölait eivät sisältäneet säännöksiä vastuun rajoittamisesta yhtiöjärjestyksessä. Vuoden 1978 lain aikaisessa kirjallisuudessa esimerkiksi *Toiviainen* suhtautui torjuvasti yhtiön ja toimitusjohtajan mahdollisuuteen rajoittaa ennakolta toimitusjohtajan vastuuta missään henkilörelaatiossa.[255] Näkemyksestä ei ilmene suoraan, mitä kaikkia korvausjärjestel-

[253] *Savela* 2015 s. 359 ja siinä mainitut lähteet.
[254] HE 109/2005 vp. s. 203.
[255] *Toiviainen* 1992 s. 536.

miä Toiviainen piti silmällä. Kun otetaan huomioon, että hän puolsi yhtiöoikeudellisten korvaussäännösten yksinomaisuutta johtajan ja yhtiön välisessä suhteessa[256], kielteinen suhtautuminen vastuun rajoittamiseen koski ilmeisesti ainakin yhtiöoikeudellista perustetta. Näin voidaan päätellä myös Toiviaisen myöhemmästä tuotannosta löytyvästä kannanotosta: ”Yhtiö ei voi etukäteen sitovalla tavalla luopua OYL 15 luvussa säännellystä oikeudestaan vaatia korvausta osakkaaltaan, yhtiöoikeudelliseen johtoon kuuluvalta henkilöltä eikä tilintarkastajalta.”[257] Näkemystä perusteltiin vielä toisessa artikkelissa erikseen ”yhteisöoikeudellisten oikeussuhteiden moninaisuudella ja kompleksisuudella sekä yhtiöoikeudellista korvausvastuuta sääntelevien normien ratiolla oikeussuojan antamisesta samanaikaisesti usealle henkilötaholle”. Johtopäätös oli edelleen se, että vastuun rajoittamista koskeva sopimus ei sitonut yhtiötä.[258] Aikaisempien lakien aikaisista kirjoittajista myös *Taxell* suhtautui kriittisesti mahdollisuuteen rajoittaa johdon yhtiöoikeudellista vastuuta samalla tavalla kuin vastuuta voidaan rajoittaa yleisessä sopimusoikeudessa. Hänen perustelunsakin olivat jossain määrin samanlaiset kuin Toiviaisella.[259] *Taxell* suhtautui siten kielteisesti mahdollisuusteen rajoittaa johtajan vastuuta, joskin hän oli myöhempien kirjoittajien tapaan sitä mieltä, että vastuusta sopiminen oli mahdollista vahingon jo aiheuduttua.[260]

Sopimusvapaus kuuluu vuoden 2006 osakeyhtiölain kantaviin periaatteisiin (OYL 1:9).[261] Sopimusvapauden kasvanut merkitys ei näy pelkästään rahoitusvälineiden sääntelyssä[262] vaan myös esimerkiksi OYL 22:9:n säännöksissä, jotka mahdollistavat johdon yhtiöön kohdistuvan vastuun rajoittamisen yhtiöjärjestyksessä. *Mähösen* ja *Villan* mukaan osakeyhtiölain säätäminen merkitsi Suomen irtautumista yhteispohjoismaisesta traditiosta.[263] Myös vastuunrajoitussääntelyn voidaan sanoa ilmentävän tätä kehitystä. Esimerkiksi Ruotsin aktiebolagslagenin (29 kap.) säännöksissä ei ole johdon vastuun rajoittamista koskevia säännöksiä. Osakeyhtiölain säätäminen merkitsi meillä siirtymistä uudenlaisten arvojen värittämään sääntely-ympäristöön ja sen jälkeen myös johdon vastuun rajoittamiseen liittyviä kysymyksiä on ollut perusteltua lähestyä uudelta pohjalta.

OYL 22:9:n säännöksillä pyritään ennen kaikkea kannustamaan ulkopuolisia asiantuntijoita ja hallitusammattilaisia ryhtymään ”riskipitoista toimintaa har-

---

256 *Toiviainen* 1992 s. 532.
257 *Toiviainen* 1994a s. 890.
258 *Toiviainen* 1994b s. 1024.
259 *Taxell* 1963 s. 257.
260 *Taxell* 1963 s. 258 ja myöhemmästä kirjallisuudesta *Toiviainen* 1994b s. 1024.
261 *Mähönen – Villa* 2006 s. 154.
262 *Mähönen – Villa* 2012.
263 *Mähönen – Villa* 2015.

joittavan yhtiön hallituksen jäseniksi".[264] Vuosien 2012 ja 2016 välillä tietooni ei ole tullut ennakkopäätöstä tai edes hovioikeusratkaisua, jossa OYL 22:9:n säännöksiä olisi jouduttu soveltamaan. Tämä selittynee paljolti sillä, että yhtiöjärjestyksiin otettavat vastuunrajoituslausekkeet ovat hyvin harvinaisia suomalaisissa osakeyhtiöissä, eikä sillä, että säännösten soveltamiseen ei liittyisi tulkintaongelmia. *Airaksinen* on pitänyt jopa pettymyksenä, että vastuunrajoitusmahdollisuutta ei ole juuri hyödynnetty vuoden 2006 osakeyhtiölain voimaantulon jälkeen.[265] OYL 22:9:ään liittyy laajoja tulkintaongelmia, jotka linkittyvät suoraan kysymyksiin fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteista ja pakottavuudesta.

Delawaren oikeuden tarkastelu osoitti, että erottelu huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin voi saada merkitystä nimenomaan DGCL:n salliman vastuunrajoituslausekkeen takia. Vastuunrajoituslausekkeen takia korvausvaatimuksen menestyminen voi jäädä riippumaan siitä, onko kyseessä *loyalty claim* vai *care claim*, koska johtoa ei voida vapauttaa velvollisuudesta korvata lojaliteettivelvollisuutta rikkomalla aiheutettu vahinko. Näkökohta joudutaan ottamaan huomioon jo vahingonkorvauskannetta ja sen perusteita valmisteltaessa. Kotimaisesta näkökulmasta voidaan esittää sama kysymys, onko erottelulla huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin jotain merkitystä OYL 22:9:n soveltamisen yhteydessä tai edellyttääkö OYL 22:9:n sääntely tiukkaa doktrinaalista erottelua huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin?

OYL 22:9:stä seuraa, että johdon vastuuta voidaan rajoittaa yhtiöjärjestyksessä vain, jos vahinko on aiheutettu tavanomaisella tai lievällä tuottamuksella. Rajoitussääntö vastaa yleistä sopimusoikeudellista periaatetta, jonka mukaan sopimuksella ei voida etukäteen rajoittaa velvollisuutta korvata törkeän huolimattomasti tai tahallisesti aiheutettu vahinko.[266] Toisaalta OYL 22:9:ssä tarkoitettu sopimusvapaus ei ole rajaton silloinkaan, kun vahinko on aiheutettu tavanomaisella tai lievällä tuottamuksella. Vahinko on voitu aiheuttaa tavanomaisella tai lievällä huolimattomuudella, mutta menettely on ollut OYL:n pakottavien säännösten vastaista. Yhtiöjärjestyksessä ei voida ylipäätään rajoittaa johdon vastuuta pakottavia säännöksiä rikkomalla aiheutetuista vahingoista. Kysymystä fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuudesta on tarkasteltava muun ohella vastuunrajoitussääntelyn asettamien raamien puitteissa.

---

[264] Vastuunrajoitusmahdollisuutta ei otettu AsOYL:iin, mikä selittynee pääasiallisesti sillä, että voitontuottamisyhtiöt ja asunto-osakeyhtiöt toimivat hyvin erilaisin tavoin ja eri tarkoituksia varten. Ks. HE 24/2009 vp. s. 287. Kirjallisuudesta *Savela* 2015 s. 467.
[265] *Airaksinen* 2013a s. 458.
[266] *Saarnilehto* 2014 s. 8.

Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuus

Vastuunrajoitussääntelyn kannalta joudutaan ensin selvittämään, mistä OYL:n säännöksistä ei voida poiketa yhtiöjärjestyksessä. Kyse on toisin termein rajanvedosta pakottavan ja tahdonvaltaisen lainsäädännön välillä. Pakottavan ja tahdonvaltaisen sääntelyn välinen rajanveto kuuluu osakeyhtiöoikeuden klassikko-ongelmiin. Aihetta on lähestytty kotimaisessa kirjallisuudessa laajasti sekä teoreettisin että käytännöllisin painotuksin.[267] Seuraavassa on otettava erityisesti kantaa siihen, ovatko fidusiaariset velvollisuudet pakottavaa vai tahdonvaltaista oikeutta eli voidaanko niistä poiketa yhtiöjärjestyksessä. Asian arvioimista hankaloittaa se, että lojaliteettivelvollisuuden voidaan periaatteessa tulkita sisältyvän useisiin eri säännöksiin kuten OYL 1:5, OYL 1:7, OYL 1:8 ja jopa velkojainsuojanormiksi miellettyyn OYL 13:1.3:iin.

Tässä yhteydessä on huomautettava, että kysymykseen yhtiön edun pakottavuudesta voidaan ottaa tarkasti kantaa vasta tutkimuksen viimeisen pääluvun jälkeen, koska siinä selvitetään yhtiön edun mahdollista velkojainsuojafunktiota. Tällainen funktio vaikuttaisi olennaisesti siihen, onko lojaliteettivelvollisuutta pidettävä pakottavana vai tahdonvaltaisena normina. Yleensähän säännöksen pakottavuus perustuu juuri siihen, että säännöksellä suojataan kolmannen eli tässä tapauksessa velkojan intressiä. Jos fidusiaarisilla velvollisuuksilla on velkojia suojaava funktio, on syytä suhtautua varauksellisesti osakkeenomistajien mahdollisuuteen sopia rajoituksitta keskenään johdon vastuusta yhtiötä kohtaan. Jo nyt on kuitenkin syytä alleviivata, että OYL 22:9:ssä on kyse mahdollisuudesta rajoittaa johdon vastuuta *yhtiötä* kohtaan. Vastuunrajoituslauseke voi siten koskea vain yhtiön itsensä suojaksi säädettyjä normeja. Kun jo OYL 22:9:n sanamuoto osoittaa, että osa yhtiön suojaksi säädetyistä normeista on vastuunrajoitusmahdollisuuden ulkopuolella niiden pakottavasta luonteesta johtuen, tämä voi olla luonnollinen indisio joidenkin yhtiötä suojaavien normien *sekä* osakkeenomistajaa *että* velkojaa suojaavasta luonteesta. Etukäteen ei voida sulkea pois sellaista mahdollisuutta, että juuri yhtiön etu on yksi näistä säännöksistä. Seuraavaksi on kuitenkin hyvä selvittää, miten OYL 1:8:n luonnetta on lähestytty kirjallisuudessa.

Kaisanlahti päätyi taloudellisen analyysin kautta puoltamaan lojaliteettivelvollisuuden pakottavuutta.[268] *Savelan* mukaan yhtiön edun määritelmää ja voitontuottamistarkoitusta voidaan modifioida yhtiöjärjestyksessä. Jos on mahdollista poistaa johdon velvollisuus maksimoida osakkeenomistajien saama voitto, OYL 22:9:n mukainen vastuunrajoitus koskee vastaavasti voitontuottamistarkoituksen vastaisia toimia. Samassa yhteydessä Savela toteaa, että yhtiön edun

---

[267] *Kaisanlahti* 1999 s. 101–110; *Vahtera* 2011a s. 90–108; *Pönkä* 2012 s. 123–135; *Mähönen – Villa* 2015 s. 125–126.
[268] *Kaisanlahti* 1999 s. 103–107, 110.

käsitettä voidaan muokata yhtiöjärjestyksessä, joten ilmeisesti johto voidaan myös vapauttaa yhtiöjärjestysmääräyksellä velvollisuudesta korvata OYL 1:8:n yleistä huolellisuusvelvollisuutta rikkomalla aiheutettu vahinko. Savela tukee kantaansa sillä, että toisenlainen tulkinta kaventaisi kohtuuttomasti vastuunrajoituslausekkeen käyttöalaa.[269]

OYL 1:5:n tahdonvaltainen luonne ilmenee jo säännöksen sanamuodosta. *Mähönen* ja *Villa* ovat todenneet, että voitontuottamistarkoituksen dispositiivisuudesta seuraa myös lojaliteettivelvollisuuden dispositiivisuus. He kirjoittavat seuraavasti: ” – – koska yhtiön etu voidaan yhtiöjärjestyksessä määritellä muuksikin kuin voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille, myös yhtiön johdon velvollisuudet voidaan tällaisissa ei-voitontuottamisyhtiöissä varsin vapaasti määritellä yhtiön tarkoituksen mukaisesti ja jopa vapauttaa johto lojaliteettivelvollisuudesta osakkeenomistajia kohtaan, jos yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa jollekin muulle taholle kuin osakkeenomistajille.”[270] Edellä sanotusta seuraa, että voitontuottamistarkoitus on dispositiivinen säännös ja johdon lojaliteettivelvollisuuden sisältöä voidaan modifioida.[271] *Mähönen* ja *Villa* ovat kuitenkin täsmentäneet näkemystään vielä niin, että OYL 1:5:n dispositiivisuudesta ei voida johtaa *lojaliteettivelvollisuuden* dispositiivisuutta. Lojaliteettivelvollisuutta ja sen suojakohteita voidaan modifioida, mutta tästä ei voi päätellä, että johto voitaisiin vapauttaa lojaliteettivelvollisuudesta itsessään. Näin ajateltuna lojaliteettivelvollisuus on pakottavaa oikeutta, eikä johtoa voida OYL 22:9:n nojalla vapauttaa velvollisuudesta korvata yhtiölle lojaliteettivelvollisuutta rikkomalla aiheutettu vahinko.[272]

Voiton tuottaminen, yhtiön kannattavuudesta huolehtiminen ja päätöksenteon liiketaloudellinen perusteltavuus muodostavat sekä OYL 1:7:n yleislausekkeessa että OYL 1:8:ssä tarkoitetun yhtiön edun peruskivet. Näiden tarkoitusperien vastainen varojen käyttö on lähtökohtaisesti lojaliteettivelvollisuuden vastaista ja korvausvastuun perustavaa menettelyä. Kirjallisuudessa on jo aikaisemmin huomautettu, että OYL 1:7 ja OYL 1:8 sisältävät ilmeisesti päällekkäisiä elementtejä.[273] Tuo päällekkäinen elementti lienee juuri vaatimus yhtiön edun edistämisestä. Koska OYL 1:7 ja OYL 1:8 sisältävät päällekkäisen elementin, OYL 1:7:n pakottavuudesta kirjallisuudessa ja lainvalmistelussa esitetyt näkökohdat voidaan huomioida myös arvioitaessa sitä, missä määrin OYL 1:8:ään sisältyvä lojaliteettivelvollisuus on pakottavaa oikeutta.

Kotimaisessa kirjallisuudessa on saavutettu ainakin jonkinasteinen yksimielisyys siitä, ettei yleislausekkeesta voida poiketa yhtiöjärjestysmääräyksellä.

---

269 *Savela* 2006 s. 410–411 ja *Savela* 2015 s. 471.
270 *Mähönen – Villa* 2006 s. 121.
271 Ks. myös *Lautjärvi* 2015 s. 71, jonka mukaan lojaliteettivelvollisuuden sisällöstä voidaan sopia.
272 *Mähönen – Villa* 2010 s. 499–500.
273 *Pönkä* 2012 s. 236.

Näkemys perustuu varsinkin uudemmassa oikeuskirjallisuudessa muun ohella oikeustaloustieteelliseen tehokkuusargumentaatioon.[274] Myös osakeyhtiölain perusteluissa OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaate mainittiin esimerkkinä säännöksestä, josta ei voida poiketa yhtiöjärjestysmääräyksellä. Näin ollen johtoa ei voida vapauttaa velvollisuudesta korvata yhtiölle OYL 1:7:ää rikkomalla aiheutettu vahinko.[275]

Hallituksen esityksessä ei eritelty, ulottuuko pakottavuus sekä OYL 1:7:n ensimmäiseen että toiseen virkkeeseen. Selvää lienee, ettei pakottavuus ulotu ainakaan kokonaisuudessaan ensimmäiseen virkkeeseen, jonka mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Jo lain sanamuoto osoittaa, että yhtiöjärjestysmääräyksellä voidaan perustaa osakeoikeuksiltaan erilaisia osakelajeja. Sopimusvapaus ei kuitenkaan ole rajoitukseton. Esimerkiksi sellainen yhtiöjärjestysmääräys, jolla tietyn osakelajin osakkeenomistajilta evätään oikeus osallistua yhtiökokoukseen, ei ole pätevä.[276]

Hallituksen esityksen lausumalla OYL 1:7:n pakottavuudesta lienee viitattu nimenomaan yleislausekkeeseen. Tutkimuksessa todettiin aikaisemmin, että OYL 1:7 sisältää sekä yhtiötä että yksittäistä osakkeenomistajaa suojaavat elementit. Koska OYL 22:9.3:n mukaan yhtiöjärjestyksessä ei voida ylipäätään rajoittaa muun henkilön kuin yhtiön oikeutta korvaukseen, yhtiöjärjestyksessä ei voida rajoittaa osakkeenomistajan oikeutta saada korvausta, jos hänelle on aiheutettu välitöntä vahinkoa suosimalla toista osakkeenomistajaa tai kolmatta. Voidaan olettaa, että lainvalmistelijoiden mielessä oli siis juuri OYL 1:7:n *yhtiötä suojaava elementti*. Näin voidaan päätellä jo siitä, että osakeyhtiöoikeudellisissa riidoissa on tyypillisemmin kyse yhtiön kuin yksittäisen osakkeenomistajan kärsimistä välittömistä vahingoista. Edelleen lain perusteluissa kirjoitettiin nimenomaisesti OYL 1:7:ää rikkomalla *yhtiölle* aiheutetusta vahingosta. Näin ollen voidaan lähteä siitä, että yleislausekkeen yhtiötä suojaava elementti on pakottavaa oikeutta. Jos yhtiön etu on OYL 1:7:ään sisältyvänä pakottavaa oikeutta, sen tulee olla johdonmukaisesti ajateltuna pakottavaa oikeutta myös OYL 1:8:ään ja mahdollisesti OYL:n muihin normeihin sisältyvänä.

Mähösen ja Villan esittämällä tavalla on eri asia modifioida lojaliteettivelvollisuuden sisältöä kuin vapauttaa johto kokonaan huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksista osakkeenomistajien keskinäisin sopimuksin. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet sitovat lähtökohtaisesti johtoa, oli yhtiön toiminnan tarkoitus tai yhtiön tuottamaan voittoon oikeutettu taho määritelty miten tahansa. Vaikka yhtiön toiminnan tarkoitukseksi olisi määritelty muu kuin voiton

---

[274] *Pönkä* 2012 s. 132, 151 ja siinä mainitut lähteet.
[275] HE 109/2005 vp. s. 203.
[276] Ks. myös *Pönkä* 2012 s. 132, 150, jonka mukaan esimerkiksi juuri yhtiökokoukseen osallistumista koskevat säännökset ovat pakottavia.

tuottaminen osakkeenomistajille tai yhtiön tuottama voitto jaettaisiin muille kuin osakkeenomistajille, tämä tuskin vapauttaa johtoa velvollisuudesta korvata yhtiölle OYL 1:8:ää rikkomalla aiheutettu vahinko.[277] Toiminnan tarkoituksen määritteleminen muuksi kuin voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille tarkoittaa ainoastaan sitä, että johdon mandaattia muutetaan. Jos yhtiöllä on olettamasäännöksestä poikkeava toiminnan tarkoitus, osakkeenomistajat eivät voi saada johtoa vastuuseen yhtiötä kohtaan, jos johtajat edistävät päätöksenteossaan modifioidun mandaattinsa mukaisesti muitakin tavoitteita kuin voiton tuottamista. Tämä on kuitenkin eri asia kuin se, että johto vapautettaisiin velvollisuudesta korvata OYL 1:8:ää rikkomalla aiheutettu vahinko. Myös OYL 1:5:n olettamasäännöksestä poikkeavissa yhtiöissä voi ilmetä itsekontrahointia, huolimatonta varojen hallinnointia tai muita fidusiaaristen velvollisuuksien vastaisia väärinkäytöksiä. Yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräystä, jolla johto vapautettaisiin ennakolta ja yleisesti korvaamasta yhtiölle esimerkiksi vahinko, joka johtuu johtajan oman tai läheisen edun edistämisestä yhtiön intressin kustannuksella.

Kirjallisuudessa OYL 1:5 ja OYL 1:8:ää pidetään monesti yhtenä ja samana asiana. OYL 1:5 on tahdonvaltainen säännös siinä mielessä, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat määrätä yhtiöjärjestyksessä poikkeavasta toiminnan tarkoituksesta tai siitä, että yhtiön toiminnan tuottama voitto jaetaan muille kuin osakkeenomistajille.[278] OYL 1:5 ja OYL 1:8:n rinnastaminen johtaa helposti ajattelemaan, että myös OYL 1:8 on kokonaan tahdonvaltainen säännös, jonka noudattamisesta osakkeenomistajat voivat sopia vapaasti keskenään. Edellä esitetyn perusteella OYL 1:8 ei kuitenkaan ole samalla tavalla tahdonvaltainen säännös kuin OYL 1:5. Lainkohdilla on keskenään erilaiset merkityssisällöt. Kun yhtiö ja osakkeenomistajat sekä niiden edut nähdään yhtenä ja samana asiana, käsitteellisen sekaannuksen vaara on selvä. Tämä näkyy ennen pitkää myös lainopillisessa argumentoinnissa erilaisina virhepäätelminä. Esimerkiksi OYL 1:5:n tahdonvaltaisuudesta ei voi johtaa OYL 1:8:n tahdonvaltaisuutta. Kirjallisuudessa olisi syytä luopua OYL 1:5:n ja OYL 1:8:n sekä yhtiön ja osakkeenomistajien etujen kategorisesta rinnastamisesta, vaikka rinnastus näyttäytyykin retoriikan tasolla monesti varsin vakuuttavalta.

Edellä esitetystä huolimatta en tekisi suoraan sellaista johtopäätöstä, että huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet ovat *kokonaisuudessaan* pakottavaa oikeutta. *Helminen* on väitöskirjassaan jaotellut osakeyhtiölain pakottavat sään-

---

[277] Tässä yhteydessä voidaan viitata myös OYL 1:5:n perusteluihin. Niiden mukaan ”johdon tulee lähtökohtaisesti pyrkiä tuottamaan mahdollisimman suuri taloudellinen ylijäämä” silloinkin, kun yhtiöjärjestyksessä on määrätty voittovarojen jakamisesta muille kuin osakkeenomistajille. HE 109/2005 vp. s. 39.

[278] HE 109/2005 vp. s. 39.

nökset täysin, ehdollisesti ja osittain pakottaviin.[279] *Pönkä* on edelleen selvittänyt säännösten kuulumista kuhunkin luokkaan.[280] Fidusiaariset velvollisuudet ovat hankalasti luokiteltavissa. Jotkin näkökohdat puoltavat niiden lukemista ehdollisesti pakottaviin säännöksiin. Tällaisista säännöksistä voidaan poiketa yksittäistapauksittain osakkeenomistajien suostumuksella, vaikka niistä ei voida poiketa yleisesti yhtiöjärjestyksessä. Kuten kirjallisuudessa on huomautettu KKO:n käytännöstä, yksimieliset osakkeenomistajat ovat voineet hyväksyä yhtiön etua loukkaavan yksittäisen päätöksen yhtiötä ja ainakin tietyissä olosuhteissa sen konkurssipesääkin sitovin vaikutuksin.[281] Tämä viittaa siihen, että vaatimusta yhtiön edun edistämisestä ei voida poistaa yleisesti vastuunrajoituslausekkeella, mutta osakkeenomistajilla on oikeus hyväksyä yhtiön etua loukkaava päätös yhtiötä ja ainakin joissain olosuhteissa sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin.

Jos fidusiaariset velvollisuudet ymmärretään kokonaisuudessaan pakottavaksi sääntelyksi tai ainakin ehdollisesti pakottavaksi sääntelyksi, OYL 22:9:ssä tarkoitettu vastuunrajoitusmahdollisuus jäänee ylipäätään melko kapeaksi. *Savelan* ajatuskulkua seuraten vastuunrajoitusmahdollisuus jää ehkä liiankin kapeaksi.[282] Yleensähän johto aiheuttaa vahinkoa yhtiölle nimenomaan rikkomalla fidusiaarisia velvollisuuksiaan. Vastuunrajoitussäännöksen säätäminen indikoi siten ehkä jo itsessään, että vastuunrajoitusmahdollisuuden tulisi ulottua ainakin joiltain osin fidusiaarisiin velvollisuuksiin. Muussa tapauksessa voi olla, ettei OYL 22:9:lle jää ylipäätään järjellistä merkitystä. Toisaalta on mahdollista, että vastuunrajoitussäännöksiä laadittaessa on ollut epäselvää, mitkä OYL:n säännökset ovat tahdonvaltaisia ja mitkä eivät. Näin ollen ei voitu ottaa huomioon sellaista mahdollisuutta, että vastuunrajoitusmahdollisuus tulee joka tapauksessa jäämään varsin vähäiseksi.

Lojaliteettivelvollisuus jää vastuunrajoitusmahdollisuuden ulkopuolelle ainakin siltä osin kuin lojaliteettivelvollisuus johdetaan OYL 1:7:n yleislausekkeesta. Vastuunrajoitusmahdollisuus koskeneekin pääasiassa OYL 1:8:n toista elementtiä eli huolellisuusvelvollisuutta rikkomalla aiheutettuja vahinkoja. Vastuunrajoitusmahdollisuus ulottuu toki vain lievällä tai tavanomaisella tuottamuksella aiheutettuihin vahinkoihin. Vastuunrajoitusmahdollisuus koskisi siten esimerkiksi eräitä huolimattomia tai lievän huolimattomia luotto- ja investointipäätöksiä, joissa johdolla ei ole omaa intressiä edistettävänään ja joilla on sinänsä pyritty edistämään lojaalisti yhtiön parasta.

Tarkasteltavana pääkysymyksenä oli se, edellyttääkö OYL 22:9:n vastuunrajoitussääntely tiukkaa doktrinaalista erottelua huolellisuus- ja lojaliteetti-

---

[279] *Helminen* 2006 s. 59–62.
[280] *Pönkä* 2012 s. 127.
[281] Ks. pääluku 7.
[282] *Savela* 2006 s. 410–411 ja *Savela* 2015 s. 471.

velvollisuuksiin. Edellä esitetyn perusteella voidaan sanoa, että meillä pärjättäisiin periaatteessa ilman erillistä lojaliteettikäsitettä. Tällöin kiinnitettäisiin huomiota vain rajanvetoon pakottavan ja tahdonvaltaisen lainsäädännön välillä sekä tuottamuksen asteisiin. Vastuunrajoitussääntelyä voisi tulkita pelkästään tällaisen käsiteapparaatin avulla. Toisaalta kotimaisessa oikeudessa voidaan hyvin operoida myös erillisillä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksilla. Tällöin lojaliteettivelvollisuus toimii OYL:n tiettyjä säännöksiä (ainakin OYL 1:7, OYL 1:8, OYL 6:4 ja OYL 13:1.3) tai niiden yksittäisiä elementtejä ilmentävänä kattoterminä. Jos operoidaan erillisellä lojaliteettikäsitteellä ja presumoidaan lojaliteettivelvollisuuden pakottavuus, vastuunrajoitusmahdollisuuden tosiasiallinen ulottuvuus ratkeaa paljolti sillä perusteella, mitä suomalaiseen lojaliteettivelvollisuuteen sisältyy.

6.3.4 Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuuteen liittyviä erityiskysymyksiä

Muun lainsäädännön kuin osakeyhtiölain rikkominen

Johto voi aiheuttaa yhtiölle vahinkoa sitä kautta, että yhtiö joutuu johdon toimien seurauksena maksamaan vahingonkorvauksia tai seuraamusmaksuja muun lainsäädännön kuin osakeyhtiölain rikkomisesta.[283] Ei ole harvinaista, että yhtiö vaatii tällöin vahingonkorvausta johdon jäseniltä. Tällainen tilanne on ollut käsillä uusimmassa hovioikeuskäytännössä.[284] Yhtiöjärjestykseen otetun vastuunrajoituslausekkeen takia voi tulla arvioitavaksi, ovatko johtajat velvollisia korvaamaan tällaisen vahingon yhtiölle regressiteitse OYL 1:8:n nojalla. *Savela* on kiinnittänyt huomiota OYL 22:9.1:n 1 kohdan sanamuotoon. Lainkohta ei salli johdon vastuun rajoittamista, jos vahinko on aiheutettu rikkomalla säännöksiä, joista ei voida poiketa yhtiöjärjestyksessä. Säännöksen sanamuodon mukaan kieltosäännös kattaa kaikki pakottavat säännökset niin OYL:ssa kuin sen ulkopuolella. Savela on kuitenkin tulkinnut, että OYL:n ulkopuolinen lainsäädäntö tulee arvioida ”huolellisuusvelvollisuuden kautta”, jolloin vastuun rajoittaminen olisi edellä tarkoitetuissa tilanteissa mahdollista.[285] Tulkinta perustunee siihen, että johdolla on OYL 1:8:n nojalla ainakin yhtiötä kohtaan velvollisuus huolehtia myös muun lainsäädännön kuin OYL:n noudattamisesta. Jos yhtiö kuitenkin joutuu maksamaan korvauksia, koska johto ei ole huolehtinut tällaisen lainsäädännön noudattamisesta yhtiön toiminnassa, johdon regressivastuuta yhtiötä kohtaan voitaisiin rajoittaa OYL 22:9:n perusteella.

---

283 *Kyläkallio* 1963 s. 162.
284 Vaasan hovioikeus 23.2.2016 S 15/165.
285 *Savela* 2015 s. 469.

Jos OYL 22:9:stä johdetaan kielto rajoittaa johdon vastuuta yhtiötä kohtaan edellä tarkoitetussa vahinkotilanteessa, tämä voisi perustua siihen, että johdon toimet tulkittaisiin lojaliteettivelvollisuuden vastaisiksi. On tärkeää kiinnittää huomiota siihen, että kotimainen lojaliteettivelvollisuus on johdettavissa vain OYL:n säännöksistä. Lojaliteettivelvollisuutta ilmentävistä säännöksistä ei löydy ainakaan yksiselitteisesti normia, jossa sanktioitaisiin muun lainsäädännön kuin osakeyhtiölain rikkominen suhteessa yhtiöön. OYL 6:2.2:ssakin kielletään hallitusta ainoastaan noudattamasta päätöstä, joka on *osakeyhtiölain* tai yhtiöjärjestyksen vastaisena pätemätön. Oikeastaan ainoaksi mahdollisuudeksi jää OYL 1:8 eli lainkohtaan sisältyvästä lojaliteettielementistä johdettaisiin kielto edistää yhtiön etua osakeyhtiölain ulkopuolista lainsäädäntöä rikkomalla. Vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa tulkittiin, että vuoden 1895 osakeyhtiölaki velvoitti hallituksen hoitamaan yhtiön asioita lain mukaan, eikä tästä saanut poiketa, vaikka se olisi yhtiölle edullista. Toisaalta yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevan periaatteen soveltamisala vietiin samassa esityksessä niin pitkälle, että yksimieliset osakkeenomistajat saattoivat *tapauskohtaisesti* vapauttaa hallituksen vastuusta yhtiötä kohtaan, jos vahinko oli aiheutettu rikkomalla lainsäädäntöä mukaan lukien kriminalisoituja säännöksiä.[286] Vertailun vuoksi voidaan palauttaa mieleen se, miten asiaa on lähestytty Delawaressa, jossa lojaliteettivelvollisuuteen kuuluu yhtiön edun edistäminen lainsäädännön asettamissa raameissa. Näin ollen Delawaren oikeudessa suhtaudutaan ilmeisesti kielteisesti mahdollisuuteen rajoittaa hallituksen vastuuta edellä tarkoitetussa skenaariossa.

Osakeyhtiön toimintaa normittavien lakien määrä voi olla mittava ja vastuunrajoitusmahdollisuudella voidaan poistaa vastuu-uhka, joka johtajakandidaateille seuraa lähtökohtaisesti OYL 1:8:stä. Kun tarkastellaan nimenomaan *yhtiölle* aiheutunutta vahinkoa, voisi olla perusteltua lähteä siitä, että yksimieliset osakkeenomistajat voisivat ottaa mahdolliset lainrikkomukset ennakolta huomioon ja vapauttaa johdon korvausvastuusta yhtiötä kohtaan. Tässä ja Savelan teoksessa suositeltua tulkintaa voidaan periaatteessa vastustaa sillä näkökohdalla, että osakeyhtiön hallinnossa toimivia tulisi kannustaa yleisesti noudattamaan lainsäädäntöä. Toisaalta voidaan huomauttaa, että OYL:n ulkopuoliset lait suojaavat tyypillisesti kolmansia. Näiden tahojen oikeuteen saada korvausta yhtiöltä, johtajilta tai molemmilta ei vaikuta mitenkään se, onko johdon vastuuta rajoitettu suhteessa yhtiöön.[287] Osakkeenomistajat ja johtajat voivat puolestaan sopia keskenään siitä, kuka kantaa lopullisen vahinkoriskin sen jälkeen, kun yhtiö on maksanut korvauksen kolmannelle. Edelleen voidaan

---

[286] *Kyläkallio* 1963 s. 61, 139.

[287] Tässä en puutu tarkemmin siihen, miten yhtiön ja johtajien vastuut kolmatta kohtaan määräytyvät. Mahdolliset vastuuperusteet ovat silloin joka tapauksessa kokonaan toiset kuin OYL 22:1.1 ja OYL 1:8.

kiinnittää huomiota siihen, että johto ei saa vastuuvapauslausekkeen antamaa suojaa suhteessa yhtiöön, jos OYL:n ulkopuolisen lainsäädännön vastainen menettely on ollut törkeän huolimatonta tai tahallista. Tämän rajoitussäännön taustalla voidaan nähdä julkinen intressi ja muun muassa ajatus siitä, että lainsäädännön rikkomisen seurauksista sopiminen ei ole kaikissa olosuhteissa sopimuksenvarainen asia edes johtajien ja osakkeenomistajien keskinäisessä suhteessa.

Lojaliteettivelvollisuuden ulottuvuudesta

Yleislauseke on pakottavaa oikeutta. Yleislausekkeen yhtiötä suojaava elementti tiivistyy vaatimukseen yhtiön edun edistämisestä. Näin ollen voidaan sanoa, että yhtiön etu (tai lojaliteettivelvollisuus) on pakottavaa oikeutta vähintään yleislausekkeen soveltamisedellytysten osoittamissa rajoissa. Yleislausekkeen soveltamisedellytykset[288] määrittävät siis pitkälti sitä, miten laaja OYL 22:9:n sallima vastuunrajoitusmahdollisuus on. Hankala kysymys on se, laajentaako OYL 1:8 johdon lojaliteettivelvollisuutta siitä, mitä yleislausekkeesta tai OYL 13:1.3:sta voi päätellä. Toisin sanoin, sisältääkö lojaliteettivelvollisuus muutakin kuin velvollisuuden pidättäytyä tekemästä päätöstä tai ryhtymästä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön kustannuksella. Vastaus kysymykseen vaikuttaa olennaisesti paitsi johdon velvollisuuksien myös OYL 22:9:n salliman sopimusvapauden laajuuteen. OYL 1:8:stä voidaan johtaa hallituksen jäsenille kansainvälisten esikuvien tapaan esimerkiksi kilpailukiellon tai salassapitovelvollisuuden kaltaisia velvoitteita, joiden rikkomista saattaa olla hankala palauttaa OYL:n muiden säännösten kuten juuri yleislausekkeen vastaiseksi menettelyksi. Vastuunrajoitussääntelyn näkökulmasta jää arvioitavaksi, onko lojaliteettivelvollisuuden yleislausekkeen ”yli menevä” ja OYL 1:8:ään ankkuroituva osuus pakottavaa vai tahdonvaltaista oikeutta.

Kotimaisessa kirjallisuudessa ei ole saavutettu täyttä yksimielisyyttä siitä, voidaanko OYL:sta johtaa johdolle kilpailukielto ja mitä se sisältäisi. Esimerkiksi *Mähönen* ja *Villa* ovat kannattaneet kilpailukieltoa.[289] *Savela* on lähtenyt siitä, että johdon kilpailukiellon laajuus määrittyy lähinnä sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annetun lain mukaan. Hänen mukaansa on vaikeaa näyttää, miten hyvän tavan ja lakien mukainen kilpaileva toiminta voisi aiheuttaa yhtiölle vahinkoa. Savela suhtautuu siten varauksellisemmin OYL:sta johdettavaan laajempaan kilpailukieltoon.[290] Vaitiolo- tai salassapitovelvolli-

---

[288] Laajasti *Pönkä* 2012 s. 247–350.
[289] *Mähönen – Villa* 2015 s. 391–392 ja siinä olevat viittaukset vanhempiin lähteisiin. Kilpailukiellon puolesta myös *Kyläkallio* 1963 s. 181–183.
[290] *Savela* 2015 s. 112–114.

suuden olemassaolosta on ilmeisesti selvempi yksimielisyys.[291] OYL 1:8:stä johdettava vaitiolovelvollisuus voi kattaa sellaisiakin tekoja tai laiminlyöntejä, jotka eivät täytä rikoslain mukaisia tunnusmerkistöjä.[292] Kilpailukiellon rikkominen voi periaatteessa kuulua joissain olosuhteissa yleislausekkeen soveltamisalaan. Salassapitovelvollisuuden rikkominen voinee sen sijaan herkemmin aiheuttaa yhtiölle sellaista vahinkoa, johon on vaikea puuttua yleislausekkeen avulla. Näin on siksi, että salassapitovelvollisuuden rikkomisesta ei välttämättä koidu osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön kustannuksella. Hallituksen jäsen saattaa huolimattomuuttaan paljastaa esimerkiksi valmisteilla olevaan yrityskauppaan liittyviä tietoja, mikä johtaa lopulta järjestelyn peruuntumiseen ja yhtiön kärsimään vahinkoon. Tällöin salassapitovelvollisuuden sanktioimiseksi on turvauduttava johdon ja yhtiön välisen epätäydellisen sopimuksen viimesijaiseen täydentäjään eli OYL 1:8:ään.

OYL 1:8:n OYL 1:7:ää täydentävän osuuden lukemista pakottavaksi normiksi voidaan sekä puoltaa että vastustaa. Pakottavuutta puoltaa ainakin se, että osakkeenomistajien oikeussuojan kannalta on yleensä yhdentekevää, ”anastavatko” johtajat yhtiön varoja esimerkiksi yleislausekkeen vastaisilla alihintaisilla kaupoilla itselleen tai lähipiirilleen vai hyödyntämällä yhtiön käytettävissä olevia liiketoimintamahdollisuuksia ja liikesalaisuuksia omien kilpailevien yhtiöidensä kautta. Tämä puoltaisi sitä, että johdon vastuuta ei voida rajoittaa ollenkaan ennakolta yhtiöjärjestyksessä, jos väärinkäytös on luokiteltavissa OYL 1:8:ään sisältyvän lojaliteettivelvollisuuden vastaiseksi. Toisaalta OYL:n esitöissä ainoastaan yleislauseke on nimenomaisesti määritelty pakottavaksi oikeudeksi. Tämän voisi yhden tulkinnan mukaan ymmärtää niin, että muilta osin vastuun rajoittaminen fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella on mahdollista, kunhan vahinkoa ei ole aiheutettu törkeän huolimattomasti tai tahallisesti.

Tässä voidaan vielä tarkastella vertailun vuoksi sitä, miten vastuunrajoitusehtojen sallittavuutta lähestytään yleisessä sopimusoikeudessa. Sopimusoikeudessa noudatetaan periaatetta, jonka mukaan vastuunrajoituslauseke ei rajoita velkojan oikeutta saada korvausta sopimusvelallisen törkeän huolimattomasti tai tahallisesti aiheuttamista vahingoista. Sopimusoikeudellisesta kirjallisuudesta ei löydy helposti tukea kannalle, jonka mukaan vastuunrajoituslauseke ei voisi *lähtökohtaisesti* koskea myös esimerkiksi kilpailukieltoa tai salassapitovelvollisuutta rikkomalla aiheutettuja vahinkoja. Yleisestä sopimusoikeudesta ei seuranne estettä esimerkiksi sille, että osakeyhtiö ja sen toimitusjohtaja so-

---

[291] *Mähönen – Villa* 2015 s. 393–396 ja *Savela* 2015 s. 114–116. Vaitiolovelvollisuuden olemassaolo vahvistettiin jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 27/1977 vp. s. 52. Vanhemmassa kirjallisuudessa *Kyläkallio* 1963 s. 178–181 puolsi selvästi salassapitovelvollisuuden olemassaoloa.

[292] *Savela* 2015 s. 115.

pivat toimitusjohtajasopimuksessa vastuunrajoitusehdosta, joka ulottuu myös sopimuksessa määriteltyä kilpailukieltoa ja salassapitovelvollisuutta rikkomalla aiheutettuihin vahinkoihin. Voidaan kysyä, miksi samanlaista vastuunrajoitusehtoa ei voitaisi ottaa kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella yhtiöjärjestykseen. Tällainen vastuunrajoitusehto ei joka tapauksessa sitoisi yhtiötä ja osakkeenomistajia, jos vahinko on aiheutettu törkeän huolimattomasti tai tahallisesti.

Osakeyhtiölain korvausjärjestelmän suhtautumista sopimusvapauteen ja siinä erityisesti lojaliteettivelvollisuuden tahdonvaltaisuuteen ei toisaalta ole pakko sovittaa yhteen yleisessä sopimusoikeudessa vallitsevien ajatustapojen kanssa. Näin on erityisesti silloin, jos ajatellaan, että yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus on ankarampi kuin sopimusoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus. Kirjallisuudessa on viime aikoina esitetty, että julkisella intressillä on vahvempi merkitys osakeyhtiöinstituutiossa kuin sopimusinstituutiossa. Tällä perusteella osakeyhtiölaki perustuisi enemmän pakottavaan sääntelyyn kuin sopimussuhteisiin yleisesti liittyvä sääntely.[293] Yksi tämän näkökohdan käytännön implikaatio voi olla juuri se, että yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus on ankarampi kuin sopimusoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus. Vastuunrajoitussääntelyssä tämä näkyy niin, että yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus on pakottavaa oikeutta eikä yhtiöjärjestyksessä voida rajoittaa johdon jäsenten velvollisuutta korvata yhtiölle vahinko, joka on aiheutettu lojaliteettivelvollisuutta rikkomalla.

Oikeustila on kokonaan epäselvä, eikä kysymyksessä ole helppo argumentoida yksiselitteisesti sopimusvapautta vastaan tai sen puolesta. On hankala sanoa, tuleeko kysymys fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuudesta ratkaista sillä kriteerillä, osuuko tarkasteltava väärinkäytös esimerkiksi yhdysvaltalaistyyppisessä terminologiassa lojaliteettivelvollisuuden vai huolellisuusvelvollisuuden vastaisten toimien kategoriaan. Väärinkäytösten tällainen luokitteleminen on usein helposti hiusten halkomista: onko esimerkiksi kilpailukieltoa tai vaitiolovelvollisuuttaan rikkonut johtaja menetellyt yhtiön edun vastaisesti vai huolimattomasti? Kysymyksen arvioimista hankaloittaa se, ettei velvoittavista oikeuslähteistä löydy ylipäätään tukea tiukalle erottelulle huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin. Tukea ei löydy myöskään sille, että väärinkäytösten jaottelu tällaisiin fidusiaaristen velvollisuuksien eri kategorioihin ratkaisisi meillä kysymyksen siitä, milloin yhtiöjärjestykseen otettu vastuunrajoituslauseke on tehokas.

Esimerkiksi Delawaressa suhtaudutaan selvästi ankarammin lojaliteettivelvollisuuden kuin huolellisuusvelvollisuuden rikkomiseen. Kotimaista oikeutta ei ole tarpeen pakkosovittaa yhteen ulkomaisen oikeuden kanssa, mutta koti-

[293] *Mähönen – Villa* 2015 s. 115.

maisen oikeuden tulkinnassa voidaan ottaa huomioon ne syyt, joiden vuoksi ulkomailla on suhtauduttu niin tiukasti lojaliteettivelvollisuuden rikkomiseen. Lojaliteettivelvollisuuden rikkomista ilmentävät tyyppitapaukset ovat eräänlaisia osakeyhtiöoikeuden ”majesteettiväärinkäytöksiä”, joissa on yleensä kyse johtajan tai lähipiiriläisen edun edistämisestä yhtiön intressin kustannuksella. On eri asia käyttää yhtiön liikesalaisuuksia omaksi edukseen kuin tehdä liiketoiminnallinen virhearviointi esimerkiksi siinä, tulisiko yhtiön investoida tehtaaseen valtiossa A vai B. Lojaliteettivelvollisuuden rikkominen on yleensä sekä taloudellisesti tehotonta että kunniallisuuden vaatimuksen vastaista. Johtopäätökseksi jää, että vastuunrajoitussääntelyn näkökulmasta yleislausekkeen ja OYL 1:8:stä johdettavan lojaliteettivelvollisuuden erilaisille kohteluille ei näytä olevan perusteita.

Tarkasteltava rajanveto-ongelma on monissa tapauksissa ratkaistavissa niin, että vastuunrajoituslauseketta päädytään pitämään tehottomana riippumatta siitä, luokitellaanko väärinkäytös huolellisuus- vai lojaliteettivelvollisuuden vastaiseksi. Hallituksen jäsenet eivät missään olosuhteissa vapaudu velvollisuudesta korvata törkeän huolimattomasti tai tahallisesti yhtiölle aiheutettu vahinko, oli rikottu OYL:n säännös mikä tahansa. Vaikka yhtiöjärjestyksessä olisi rajoitettu laajasti johdon vastuuta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella, esimerkiksi salassapitovelvollisuuden rikkominen johtajan tai hänen lähipiirinsä omaksi eduksi tulisi lukea helposti vähintään törkeän huolimattomaksi ja siten vahingonkorvausvastuun aiheuttavaksi menettelyksi. Näin lopputulos on yleensä sama kuin jos vastuunrajoitusehdon vaikutus sivuutettaisiin sillä perusteella, että salassapitovelvollisuuden rikkominen konstituoi lojaliteettivelvollisuuden ja siten pakottavan lainsäädännön vastaisen menettelyn. Valittiinpa meillä sitten huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien tiukkaan dikotomiaan perustuva tai perinteisempi huolellisuusvelvollisuuteen ja siinä tuottamuksen eri asteisiin nojaava suhtautumistapa, keskeiseksi arviointikriteeriksi näyttää nousevan joka tapauksessa johdon mahdollinen oma tai jonkun lähipiiriläisen intressi vahinkotapahtumassa.

6.3.5 Tulkintasuositus: yksi yleinen huolellisuusvelvoite

Yhdysvalloissa fidusiaaristen velvollisuuksien ja liiketoimintapäätösperiaatteen käsitteellinen yhteensovittaminen on osoittautunut poikkeuksellisen vaikeaksi. Tulkintavaikeuksia on lisännyt se, että Delawaressa operoitiin aikanaan kolmella eri velvollisuudella eli huolellisuusvelvollisuudella (*duty of care*), lojaliteettivelvollisuudella (*duty of loyalty*) ja hyvän uskon velvollisuudella (*duty of good faith*). Oikeuskirjallisuudessa tuli hankalaksi osoittaa, miltä osin velvollisuudet menevät päällekkäin ja onko niillä selvästi toisistaan itsenäisiä merkityssisältöjä. Aihetta koskeva kirjallisuus on mittavaa. Delaware Supreme

Court päätyi vuoden 2005 *Disney*-ratkaisussaan nähtävästi sille kannalle, että hyvän uskon velvollisuuden vastainen käytös tarkoittaa kvalifioitua tuottamusta (*gross negligence*) vakavampia väärinkäytöksiä. Hyvän uskon velvollisuuden vastainen käytös sisältää siis jonkinlaista tarkoituksellista tai tietoista velvollisuuksien rikkomista. Kyse on subjektiivisesta standardista eli merkityksellistä on se, onko johtaja mieltänyt toimineensa yhtiön parasta ajatellen vai ei. Huolellisuusvelvollisuutta ja hyvän uskon velvollisuutta ei voi ainakaan suoraan rinnastaa keskenään.[294] Delaware Supreme Court täsmensi edelleen ratkaisussa *Stone v. Ritter*[295], että hyvän uskon velvollisuus ei ole itsenäinen fidusiaarinen velvollisuus vaan osa lojaliteettivelvollisuutta. Joidenkin tutkijoiden mukaan tällainen pyrkimys fidusiaarisia velvollisuuksia koskevan oikeuden yksinkertaistamiseksi on virhe. Kriitikoiden mukaan kysymys fidusiaaristen velvollisuuksien lukumäärästä ei ole ylipäätään relevantti, mutta jos jokin lukumäärä halutaan antaa, paras vastaus on viisi.[296] Yhdysvaltalaisesta kirjallisuudesta ja käytännöstä ilmenee, että velvollisuudet voivat olla osittain päällekkäisiäkin.[297] Delaware Supreme Courtin sanoin huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet saattavat vain ilmaista kaksi erilaista tapaa analysoida samaa kysymystä.[298] Tämä viimeinen huomio on erityisen tärkeä arvioitaessa huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien keskinäistä suhdetta kotimaisessa oikeudessa.

Yhdysvaltalaiset ongelmat indikoivat, että OYL:n mukaisten fidusiaaristen velvollisuuksien merkitystä olisi hyvä täsmentää aluksi kotimaisen vahingonkorvausoikeudellisen käsitteistön pohjalta. Vaikuttaa myös siltä, että toistaiseksi olisi hyvä tuoda vierasperäisiä termejä varoen kotimaiseen yhtiöoikeuteen. OYL 1:8:n mukainen velvollisuus edistää huolellisesti toimien yhtiön etua tulisi ymmärtää yhtenä yhtiöön kohdistuvana velvollisuutena, jonka eri elementtien erillisyyttä ei tulisi liiaksi korostaa varsinkaan OYL 22:1.1:n ja OYL 22:1.2:n sanamuotojen tulkinnassa. Aikaisempien lakien aikana vakiintuneen ja korkeimman oikeudenkin (KKO 2003:33) käyttämän terminologian mukaisesti voidaan lähteä siitä, että lojaliteettivelvollisuus kuuluu OYL 22:1:ssä tarkoitettuun huolellisuusvelvoitteeseen. OYL 1:8:n toista elementtiä voidaan kutsua lojaliteettivelvollisuudeksi, ja lojaliteettikäsitteen avulla voidaan systematisoida OYL:n eräitä muitakin säännöksiä, mutta OYL:n korvausjärjestelmän sääntöjen johdonmukainen tulkinta ei edellytä tiukkaa doktrinaalista erottelua huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin. Se suoja, jonka osakkeenomistajat saisivat delawarelaista lojaliteettivelvollisuutta vastaavan velvollisuuden avulla, voidaan toteuttaa pitkälti tulkitsemalla huolellisuusvelvollisuutta ja siihen kuulu-

---

294 Ks. *Gold* 2007, erityisesti s. 421–432.
295 *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).
296 Ks. tarkemmin *Velasco* 2010 s. 1232–1235.
297 *Velasco* 2015 s. 652 ja siinä mainitut lähteet.
298 *In re Walt Disney Co. Deriv. Litig*. 907 A.2d 963 (Del. Ch. 2005).

via tuottamuksen eri asteita riittävän tiukasti. Erityisesti vastuunrajoitussääntelyn yhteydessä tämä edellyttää sitä, että tuomioistuimet lukevat johdon omaa tai lähipiirin intressiä tavalla tai toisella edistävät vahinkoteot törkeän huolimattomiksi tai tahallisiksi helpommin kuin tähänastisessa käytännössä (KKO 1997:110) on toisinaan tehty.

6.4 LIIKETOIMINTAPÄÄTÖSPERIAATTEEN SUHDE JOHDON FIDUSIAARISIIN VELVOLLISUUKSIIN

6.4.1 Liiketoimintapäätösperiaatteen eri versiot

Yleistä

Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien tulkintaa hankaloittaa vielä erityinen seikka, jonka arvioiminen tuli ajankohtaiseksi viimeistään vuoden 2006 osakeyhtiölain säätämisen jälkeen. Osakeyhtiölain esitöissä viitattiin liiketoimintapäätösperiaatteeseen, jota käsiteltiin jo tämän tutkimuksen maavertailuosioissa. Jo aikaisemmasta kotimaisesta kirjallisuudesta käy ilmi liiketoimintapäätösperiaatteen kiinteä yhteys huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin.[299] Periaatteen merkitystä ja soveltamisalaa ei ole vielä tutkittu kovin paljon oikeuskirjallisuudessa.[300] Sen suhde johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiin on jäänyt epäselväksi. Erityisen epäselväksi on jäänyt periaatteen kotimaiseen oikeuteen tuoma lisäarvo.

Vaikka Euroopasta puuttuu yhdysvaltalaisen liiketoimintapäätösperiaatteen täydellinen vastine, monissa valtioissa on viime vuosina omaksuttu periaatetta muistuttavia instrumentteja sääntelemään johdon vahingonkorvausvastuuta.[301] Liiketoimintapäätösperiaate näyttäytyy houkuttelevana sääntelyratkaisuna eurooppalaisten lainsäätäjien näkökulmasta, koska periaatteen tarkoitusta voidaan pitää yleisesti hyväksyttävänä.[302] Euroopassa ja Suomessa tulee olennaiseksi selvittää se, mitä liiketoimintapäätösperiaatteen versiota sovelletaan. Kuten maavertailuosiossa todettiin, edes Yhdysvalloissa ei ole yhtä ainoaa tulkintaa liiketoimintapäätösperiaatteesta. Kirjallisuudessa[303] korostetaan toisinaan liiketoimintapäätösperiaatteen universaalia luonnetta, mutta tällöin sivuutetaan helposti kansalliset ja osavaltiotasoiset erot sekä periaatteen sisällössä että todistustaakkasäännöissä. On epäselvää, minkäsisältöisenä the business judgement rule soveltuu civil law -maissa, joissa on viime vuosina kodifioitu ainakin joi-

[299] *Mähönen* 2001 s. 189.
[300] *Salo* 2015 on selvittänyt asiaa väitöskirjassaan.
[301] *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013 s. 22.
[302] *Told* 2015 s. 730.
[303] *Salo* 2015 s. 253.

tain liiketoimintapäätösperiaatteen elementtejä.[304] Kansainvälisessä tutkimuksessa on esimerkiksi huomautettu, että yhdysvaltalainen ja saksalainen business judgement rule eroavat aineellisesti toisistaan.[305] Näin ollen ei voida lähteä suoraviivaisesti siitä, että kotimainen oikeus selittyisi esimerkiksi Delawaren osavaltion prejudikatuurin tai yleismaailmallisen liiketoimintapäätösperiaatteen avulla. Ennemmin on syytä kiinnittää huomiota siihen, että yhdysvaltalaiseen liiketoimintapäätösperiaatteeseen liittyvät todistustaakkasäännöt voivat poiketa omistamme ja liiketoimintapäätösperiaatteen vaikutus tuottamusarviointiin voi olla erilainen kuin meillä.

Hallituksen esityksessä tehtiin lyhyesti selkoa osakeyhtiölain 22 luvun säännösten tarkemmasta sisällöstä. Perustelut sisältävät lausuman, jonka mukaan säännökset rakentuvat vanhan lain korvaussäännösten perustalle, eikä uudella lailla ”yleisesti ottaen tavoitella korvausvastuun tiukentamista tai rajoittamista nykyisestä”. Tarkoituksena oli lähinnä tehdä täsmennyksiä yksittäisissä kysymyksissä ja kodifioida eräitä vakiintuneita käsityksiä.[306] Osakeyhtiölain perusteluista voi siis päätellä, että merkittäviä aineellisia muutoksia ei ollut tarkoitus tehdä. Tämä yleinen lähtökohta on syytä pitää mielessä myös arvioitaessa sitä, mitä suomalainen liiketoimintapäätösperiaate tarkoittaa. Jos lain tarkoituksena on pitää kiinni vanhasta oikeustilasta, siihen on hankala tuoda yhtaikaa ulkomaisia elementtejä, jotka tarkoittaisivat tosiasiassa selviä aineellisia muutoksia kotimaiseen sääntelyyn.

Oikeuskäytännössä liiketoimintapäätösperiaatteeseen on viitattu vasta OYL:n voimaantulon jälkeen. Korkein oikeus ei ole viitannut siihen vielä kertaakaan. Vanhassa kotimaisessa ”business judgement” -tapauksessa KKO 1997:110 pankin pääjohtajalla oli intressiristiriita käsiteltävän asian suhteen, eli yhdysvaltalaisilla kriteereillä liiketoimintapäätösperiaatteen ei olisi pitänyt soveltua ainakaan häneen. Delawarelaisista kriteereistä olisi tässä seurannut, että pääjohtajan olisi tullut näyttää transaktion olevan yhtiön edun mukainen (”entire fairness -testi”). Ratkaisusta KKO 1997:110 ei löydy selkeästi tällaista argumentaatiota eikä todistustaakkaa nähtävästi käännetty johtajalle entire fairness -testiä vastaavalla tavalla.

Huolellisuus- vai pidättäytymisdoktriini?

Kotimaisesta liiketoimintapäätösperiaatteesta voidaan ensin esittää sama kysymys kuin Yhdysvalloissa on tehty, eli onko kyse huolellisuusstandardista vai ”pidättäytymisdoktriinista”[307], joka estää tuomioistuinta ottamasta ylipää-

---

304 Ks. *Told* 2015 s. 726–728 ja siinä mainitut lähteet.
305 *Kaal – Painter* 2010 s. 1461.
306 HE 109/2005 vp. s. 194.
307 *Bainbridge* 2004.

tään kantaa johdon päätöksen materiaaliseen sisältöön. Pidättäytymisdoktriinissa huolellisuusarviointi tehdään ainoastaan siinä vaiheessa, kun kantaja on onnistunut näyttämään seikat, jotka poistavat johdolta liiketoimintapäätösperiaatteen antaman suojan. Kuten kansainvälisessä kirjallisuudessa[308] on todettu, valinta liiketoimintapäätösperiaatteen eri versioiden välillä määrää helposti oikeudenkäynnin lopputuloksen. Selvää on, että edellä esitetyistä versioista jälkimmäinen eli pidättäytymisdoktriini tarjoaa johdolle vahvemman aseman kuin ensimmäinen, jossa siirrytään suoraan huolellisuusarviointiin. Jos omaksutaan lähtökohta, jonka mukaan tuomioistuin ei voi ottaa kantaa päätöksen materiaaliseen sisältöön, esimerkiksi hallituksen mahdollisuudet edistää yhtiön yhteiskuntavastuuta voimistunevat.

Kotimaisessa oikeudessa liiketoimintapäätösperiaatteen ymmärtäminen huolellisuussäännöksi tarkoittaisi joka tapauksessa samaa kuin tuottamusvastuu. Tuottamus voidaan määritellä usein eri tavoin. Yleensä on kirjoitettu vaadittavan huolellisuuden laiminlyönnistä tai moitittavasta riskinotosta.[309] *Salon* mukaan huolellisuutta on arvioitu kotimaisessa traditiossa ”objektiivisen, ns. *bonus pater familias* -mittapuun” perusteella. Hän on todennut, että johdon velvollisuuksien määrittelyssä tarvitaan kuitenkin yleisiä, objektiivisia mittapuita täsmällisempiä kriteerejä.[310] Luonnehdinnoissa on rinnastettu ongelmallisesti objektiivinen huolellisuusarviointi ja bonus pater familias -kriteeri. Huolellisuusarviointi on lähtökohtaisesti objektiivista, vaikka siinä käytettäisiin ”hyvän perheenisän” mallia yksityiskohtaisempia normeja. Moderni vahingonkorvausoikeus on kehittynyt nimenomaan niin, että yksityiskohtaisemmat alakohtaiset normit ovat syrjäyttäneet bonus pater familias -kriteerin.[311] Tämä kehitys ei kuitenkaan tee huolellisuusarvioinnista vähemmän objektiivista. Objektiivisella tuottamusarvioinnilla ei viitata tuottamusharkinnassa käytettyjen normien luonteeseen, vaan siihen, että epäillyn vahingonaiheuttajan toimintaa verrataan objektiivisesti arvioiden huolellisen henkilön toimintaan. Osakeyhtiölain mukainen tuottamusarviointi on lähtökohtaisesti nimenomaan objektiivista.[312] Osakeyhtiölaissa subjektiivinen tuottamusarviointi voinee tarkoittaa käytännössä vain sitä, että hallituksen jäsenen subjektiiviset edellytykset, kuten erityisasiantuntemus tai laaja kokemus, voivat nostaa vaadittavan huolellisuuden

[308] Ibid. s. 87.
[309] Ks. erilaisista määritelmistä *Hahto* 2008 s. 1–3 ja *Ståhlberg – Karhu* 2013 s. 84–86.
[310] *Salo* 2015 s. 262.
[311] Ks. tuottamusarvioinnin kehityksestä *Viljanen* 2005.
[312] HE 109/2005 vp. s. 40. Vanhemmasta kirjallisuudesta *Kyläkallio* 1963 s. 146 ja siinä mainitut lähteet sekä uudemmasta kirjallisuudesta *Kaisanlahti* 2016 s. 62. Toisin *Salo* 2015 s. 82, jonka mukaan ”tuottamuksen arvioinnissa näkökulma on ensisijassa subjektiivinen”. Toisaalla Salo argumentoi kuitenkin vahvasti sen mukaisesti kuin OYL:n mukainen tuottamusarviointi olisi objektiivista. Ibid. s. 44–45.

tasoa normaalista objektiivisesta tuottamusstandardista.[313] Hallituksen jäsenten subjektiivisista oloista ei puolestaan voine seurata, että hänen tuottamustaan arvioitaisiin lievemmin perustein kuin ”tavanomaisen” hallituksen jäsenen tuottamusta. Eräänlaisesta ”maallikkostandardista” puhuminen on siten kyseenalaista.[314]

Oikeuskirjallisuudessa *Mähönen* ja *Villa* ovat pitäneet liiketoimintapäätösperiaatetta huolellisuusstandardina. Mähösen ja Villan mukaan liiketoimintapäätösperiaatteesta erillistä tuottamusarviointia ei tarvita. Tuottamus on olemassa, jos kantaja onnistuu näyttämään seikat, jotka kumoavat liiketoimintapäätösperiaatteen johdolle antaman suojan. Johdon osakeyhtiölain mukainen huolellisuusvelvollisuus määrittyy siten liiketoimintapäätösperiaatteen kautta.[315] *Savela* on ilmeisesti samalla kannalla kuin Mähönen ja Villa.[316]

Salo lähtee hyvän liiketoimintapäätöksen ja tuottamuksen välisen suhteen arvioinnissa yhtäältä siitä, että hyvä liiketoimintapäätös on jotain selvästi *enemmän* kuin vaadittavan huolellisuuden tason juuri ja juuri ylittävä päätös. Samassa yhteydessä hän kuitenkin toteaa, että ”tutkimuksessa muodostettavat liiketoimintapäätöksen kriteerit määrittävät minimirajaa, jolla vastuuta ei synny”.[317] Päätöksen on täytettävä liiketoimintapäätösperiaatteen asettamat reunaehdot, jotta päätös saisi suojaa vahingonkorvausvaatimuksia vastaan.[318] Edelleen Salo toteaa, että ”BJR:n suojan saaminen merkitsee riittävän huolellista toimintaa” ja ”hyvä liiketoimintapäätös ei johda vahingonkorvausvastuuseen”.[319] Luonnehdintoja ei ole sovitettu yksiselitteisesti yhteen siitä näkökulmasta, onko hyvä liiketoimintapäätös juuri oikeudellisessa merkityksessä jotain enemmän kuin vaadittavan huolellisuuden tason ylittävä päätös vai määrääkö liiketoimintapäätösperiaate ainoastaan vaadittavan huolellisuuden tason.

Jokinen on suosittanut, että ainakin maksukykyisyystestin (OYL 13:2) yhteydessä tuomioistuin tutkisi ainoastaan hallituksen päätöksentekomenettelyn, ellei sillä ole ”yksittäistapauksessa perusteltua syytä ottaa kantaa päätöksen sisältöön”.[320] Suomalaisista kirjoittajista Jokisen näkemys vaikuttaa olevan lähimpänä sitä, mitä esimerkiksi *Bainbridge* on Yhdysvalloissa tarkoittanut pidättäytymisdoktriinilla. Tähän viittaa myös se, että Jokisen lähteenä on yhdysvaltalaiskirjoittajista juuri Bainbridge.

---

313 *Nyström* 2014a s. 17. Toisin *Kaisanlahti* 2016 s. 54–55 ja alaviitteessä 14 mainitut lähteet. Kaisanlahden mukaan asiantuntemukselle tulisi antaa merkitystä vasta vastuun jakaantumista ja sovittelua arvioitaessa.
314 Tältä osin ilmeisesti samoin *Kaisanlahti* 2016 s. 62.
315 *Mähönen – Villa* 2006 s. 134–135.
316 *Savela* 2015 s. 96–101.
317 *Salo* 2015 s. 81–82.
318 *Salo* 2015 s. 33.
319 Ibid. s. 81–82, 255.
320 *Jokinen* 2008 s. 253. Ilmeisesti toisin maksukykyisyystestin osalta *Ruohonen* 2012 s. 225–226.

Hallituksen esityksen mukaan ”tapa, jolla johdon *tuottamusta* vakiintuneesti arvioidaan, johtaa käytännössä paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin esimerkiksi angloamerikkalaisessa oikeudessa noudatettava niin sanottu business judgement -sääntö”. Jos ollaan tarkkoja, osakeyhtiölaissa ei näin ollen ole suoranaisesti *omaksuttu* liiketoimintapäätösperiaatetta. Osakeyhtiölain perusteluissa kirjoitetaan ainoastaan ”tuottamusarvioinnista” ja sen ”vakiintuneesta arviointitavasta”, joka kuitenkin *johtaa usein samoihin lopputuloksiin* kuin angloamerikkalainen liiketoimintapäätösperiaate. Perustelulausumat osoittavat, että tiettyyn lopputulokseen eli johdon suojelemiseen korvausvastuulta voidaan päästä useilla eri sääntelykeinoilla. Yhdysvalloissa tuo keino on liiketoimintapäätösperiaate, Suomessa se on ollut perinteinen tuottamusarviointi. Toisaalta voidaan suhtautua varovaisesti arvioon, jonka mukaan kotimainen tuottamusarviointi johtaa yleensä samaan lopputulokseen kuin liiketoimintapäätösperiaate. Esimerkiksi delawarelaisen liiketoimintapäätösperiaatteen mukaan vastuun pitäisi ainakin periaatteessa syntyä erilaisin edellytyksin kuin Suomessa. Yleisellä tasolla on vaikea ottaa kantaa siihen, johtaako kotimainen tuottamusstandardi usein samaan lopputulokseen kuin yhdysvaltalainen business judgement rule tai sen tietty versio. Esimerkiksi korvausvastuun synnyttävän tuottamuksen aste on voitu määritellä eri tavoin eri oikeusjärjestyksissä. Jos lainsäätäjän tarkoituksena oli omaksua angloamerikkalaisen oikeuden mukainen liiketoimintapäätösperiaate Suomeen, tämä olisi edellyttänyt kannanottoa siihen, minkä maan tai osavaltion mukaista liiketoimintapäätösperiaatetta tai mitä liiketoimintapäätösperiaatteen versiota tarkoitettiin.

Hallituksen esityksen mukaan ”korvausvastuun perustavasta tuottamuksellisesta menettelystä ei kuitenkaan ole kysymys esimerkiksi tilanteissa, joissa yhtiön johdon tekemät olosuhteisiin nähden asianmukaiseen harkintaan ja selvitykseen perustuvat liiketoimintapäätökset jälkikäteen osoittautuvat yhtiön kannalta liiketaloudellisesti epäonnistuneiksi”. Lausuma jättää ainakin ensi näkemältä epäselväksi, voiko vastuu perustua ainoastaan tuottamukselliseen päätöksentekomenettelyyn vai salliiko tuottamusarviointi myös hallituksen päätöksen sisällöllisen arvostelun? Perusteluissa viitataan ”asianmukaiseen harkintaan perustuviin liiketoimintapäätöksiin”, millä voidaan tulkinnasta riippuen tarkoittaa joko ainoastaan päätöksentekomenettelyn tai vaihtoehtoisesti *sekä* päätöksentekomenettelyn *että* päätöksen sisällön arviointia. Vaikuttaa siltä, että päätöksentekomenettelyn ja itse päätöksen asianmukaisuuden arvioinnin erillään pitäminen on monissa tilanteissa vaikeaa.

Koska hallituksen esityksessä korostettiin vanhan oikeustilan säilyttämistä, osakeyhtiölain tuottamuskäsitteen tulkinnassa voidaan hyödyntää vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaista oikeuskäytäntöä. Ratkaisuissa KKO 1997:110, KKO 1997:111 ja KKO 2000:69 oli kysymys pankin johtokunnan jäsenten velvollisuudesta korvata pankille aiheuttamansa vahinko. Näissä tapauksissa ei viitattu nimeltä liiketoimintapäätösperiaatteeseen, koska termi mainittiin velvoittavissa

oikeuslähteissä ensimmäisen kerran vuoden 2006 osakeyhtiölain esitöissä. Ratkaisut antavat tukea tulkinnalle, jonka mukaan liiketoimintapäätösperiaate tarkoittaa Suomessa huolellisuusstandardia. Ratkaisuissa tuottamusarviointeihin kuului myös johdon päätösten sisällöllistä arviointia. Tämä on johdonmukaista juuri silloin, jos liiketoimintapäätösperiaatetta pidetään huolellisuusstandardina. Päätöksenteon huolellisuuden arviointiin kuuluu paitsi se, onko päätöksentekomenettely ollut huolellista, myös se, onko päätös itsessään ollut sellainen, johon huolellinen henkilö olisi objektiivisesti arvioiden päätynyt.[321]

Kansalliset liiketoimintapäätösperiaatteet eivät määrity ainoastaan vahingonkorvausoikeudellisia ratkaisuja arvioimalla. Useissa muissakin osakeyhtiöoikeudellisissa riidoissa on otettu kantaa yleisperiaatteiden sisältöön ja täsmennetty samalla johdon päätöksenteon oikeudellisia reunaehtoja. Hyvinä esimerkkeinä toimivat konserniavustuksen yhtiöoikeudellista hyväksyttävyyttä koskevat ratkaisut, jotka nekin ovat omanlaisiaan business judgement -tapauksia.

Osakeyhtiölaissa ei määritellä konserniavustusta, joka on ennen kaikkea vero-oikeudellinen instrumentti. Konserniavustus voi kuitenkin aiheuttaa myös yhtiöoikeudellisia ongelmia.[322] Osakeyhtiölain näkökulmasta konserniavustus on varallisuudensiirtotoimi, jota voidaan joutua arvioimaan osakeyhtiölain yleisperiaatteiden ja OYL 13 luvun velkojainsuojasäännösten nojalla. Tähän asti ratkaistut hovioikeustapaukset[323] ja ennakkopäätökset[324] ovat koskeneet periaatteessa samoja oikeuskysymyksiä. Kyse on ollut enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisistä kiistoista eikä velkojainsuoja-aspekti ole ollut esillä. Arvioitavana on ollut se, vähentääkö emoyhtiön tytäryhtiölleen antama konserniavustus emoyhtiön tilikauden voittoa, josta lasketaan OYL 12:7:n mukainen vähemmistöosinko. Ennen ratkaisujen antamista vaihtoehtoja oli periaatteessa kolme: (1) konserniavustus otetaan huomioon tilikauden voittoa ja siten vähemmistöosinkoa vähentävänä eränä, (2) konserniavustusta ei oteta huomioon tilikauden voittoa ja siten vähemmistöosinkoa vähentävänä eränä tai (3) konserniavustus otetaan huomioon tilikauden voittoa ja siten vähemmistöosinkoa vähentävänä eränä määrätyin edellytyksin.

---

[321] *Bainbridge* 2004 s. 102:”Asking whether a decision was made with reasonable care implicates not only the process by which the decision was reached but also whether the decision itself was the one the hypothetical reasonable person would have made.” Huomaa, että *Bainbridge* itse suosittaa liiketoimintapäätösperiaatteen tulkitsemista ”pidättäytymisdoktriiniksi”.

[322] *Immonen* 2011 s. 137–138. *Immosen* mukaan konserniavustusjärjestelmään liittyy paitsi vero-oikeudellisia, myös yhtiöoikeudellisia, insolvenssioikeudellisia, eurooppavero-oikeudellisia ja kirjanpidollisia ongelmia. Ks. myös *Villa* 2012 s. 93–115.

[323] Itä-Suomen hovioikeus 28.8.2003 S 02/1352, Helsingin hovioikeus 29.11.2011 S 10/1082 ja Vaasan hovioikeus 2.7.2012 S 12/29. Ks. yhteenveto hovioikeusratkaisuista kirjoituksesta *Nyström* 2013b.

[324] Ks. KKO 2015:104 ja KKO 2015:105, joista ensin mainitussa kanne hylättiin jo sillä perusteella, että vähemmistöosakkeenomistaja ei ollut moittinut vähemmistöosinkoa koskevan päätöksen ohella erikseen tilinpäätöksen vahvistamista koskevaa yhtiökokouksen päätöstä.

Kaikissa kolmessa hovioikeustapauksessa päädyttiin edellä mainituista vaihtoehdoista viimeiseen ja ratkaisussa KKO 2015:105 korkein oikeus vahvisti tämän olevan voimassa olevan oikeuden mukainen kanta. Hyväksyttävin liiketaloudellisin perustein annettu konserniavustus on voitontuottamistarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen, jolloin se myös otetaan huomioon emoyhtiön tilikauden voittoa ja vähemmistöosinkoa vähentävänä eränä.

Tässä yhteydessä ei ole tarkoituksenmukaista arvioida laajemmin sitä, oliko hovioikeuksien ja KKO:n omaksuma tulkintalinja ylipäätään paras kolmesta mahdollisesta. Sen sijaan on syytä kiinnittää huomiota siihen, miten KKO ja hovioikeudet arvioivat konserniavustusten antamista koskeneiden päätösten yhdenmukaisuutta osakeyhtiölain yleisperiaatteiden kanssa.

Ratkaisuissa tuomioistuimet arvioivat selvästi hallituksen päätöksentekoa sisällölliseltä kannalta. Toisin sanoen hallituksen päätöksenteon oikeudellinen arviointi ei rajoittunut ainoastaan päätöksentekomenettelyn tutkimiseen. Tuomioperustelut sisältävät arvioita siitä, olivatko hallitusten päätökset konserniavustusten antamisesta liiketaloudellisesti perusteltuja vai eivät. Konserniavustusriidat ovat vahingonkorvausratkaisujen ohella yksi indisio siitä, että Suomessa tuomioistuimet voivat arvioida sekä hallituksen päätöksentekomenettelyn että itse päätöksen sisällön. Samanlaisia esimerkkejä löytyy muutenkin viimeaikaisesta hovioikeuskäytännöstä. Eräässä ratkaisussa osakeyhtiön konkurssipesä vaati osingonjaon peräyttämistä TakSL:n nojalla ja varoja palautettaviksi OYL:n 13:2:n ja OYL 13:4:n perusteella.[325] Sekä insolvenssioikeudelliseen että yhtiöoikeudelliseen perusteeseen nojanneet vaatimukset hylättiin hovioikeudessa. Hovioikeuden käsitys oli, että yhtiön hallitus oli ”osingonjakopäätöstä tehdessään ja varoja jakaessaan selvittänyt yhtiön taloudellisen tilan riittävällä huolellisuudella ja *arvioinut yhtiön maksukykyä asianmukaisesti*”. Perustelut viittaavat maksukykyarvioinnin ja osingonjakopäätöksen sisällölliseen arviointiin. Oikeuskirjallisuudessa usein esitettävä huoli siitä, että sisällöllinen arviointi antaa liikaa valtaa jälkiviisasteluun taipuvaisille ja vähemmän asiantunteville tuomareille, on ainakin tämän ratkaisun perusteella tarpeeton. Ratkaisun perusteluissa annettiin keskeinen merkitys nimenomaan sille, että päätöksentekohetken näkökulmasta ennakoimattomat tulevaisuuden tapahtumat eivät ole johdon vastuulla. Voidaan jopa sanoa, että tuomioistuimen johdon päätöksiin kohdistama sisällöllinen jälkikäteiskontrolli on välttämätöntä sijoittajien suojaamiseksi.

[325] Kouvolan hovioikeus 19.12.2013 S 12/926 (lainvoimainen).

6.4.2 Liiketoimintapäätösperiaatteen soveltamisala

Mähönen huomautti väitöskirjassaan, että liiketoimintapäätösperiaatteen soveltamisalat ovat Yhdysvalloissa epäselvät ja ne perustuvat lähinnä Delawaren kasuistiseen oikeuskäytäntöön.[326] Uusimman ali- ja hovioikeuskäytännön perusteella voidaan sanoa, että liiketoimintapäätösperiaatteen funktio ja soveltamisala ovat vielä epäselviä meilläkin. Sekä asianosaiset että tuomioistuimet viittaavat periaatteeseen nimeltä, mutta maininnat jäävät helposti irrallisiksi eikä niissä ole analysoitu, miten liiketoimintapäätösperiaate, tuottamuskäsite ja huolellisuusvelvollisuus käyttäytyvät keskenään. Toisaalta eräissä tapauksissa liiketoimintapäätösperiaatteeseen viitataan silloinkin, kun ollaan sen pääasiallisen soveltamisalan ulkopuolella. Periaatteen soveltamisala on johdon ja yhtiön välisessä suhteessa, koska fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön. Sen soveltamiseen on sen sijaan syytä suhtautua varauksellisesti, jos johtaja on aiheuttanut vahinkoa kolmannelle rikkomalla osakeyhtiölain yksityiskohtaisia säännöksiä.

Liiketoimintapäätösperiaate oli kursorisesti esillä esimerkiksi ratkaisussa Helsingin hovioikeus 19.6.2013, S 11/1969, S 11/1971, S 11/1972 (lainvoimainen), jossa ratkaistiin yhdellä tuomiolla kolme asiaa. Tapauksessa hallituksen jäsenet olivat laiminlyöneet osakeyhtiölain 20:23.1:ssa tarkoitetun velvollisuutensa ilmoittaa rekisteröitäväksi tieto yhtiön oman pääoman menettämisestä. Hallituksen jäsenet velvoitettiin korvaamaan yhtiön velkojille luottotappiot, joita hovioikeuden mukaan ei olisi syntynyt, jos tieto oman pääoman menettämisestä olisi rekisteröity osakeyhtiölain edellyttämällä tavalla ja velkojat olisivat saaneet tiedon asiasta ennen luotonantoa.[327] Niin kantaja, vastaaja, käräjäoikeus kuin hovioikeus vetosivat asiassa liiketoimintapäätösperiaatteeseen tai sitä ilmentäviin OYL:n perustelulausumiin. Hallituksen korvausvastuu kolmatta kohtaan lienee edellä todetuin tavoin ainakin *pääasiallisesti* liiketoimintapäätösperiaatteen soveltamisalan ulkopuolella.[328] Periaatteen tarkoituksena on turvata hallituksen jäsenille laaja itsenäinen harkintavalta ja mahdollisuus riskinottoon. Näillä oikeuspoliittisilla tavoitteilla on rajoitetumpi kantovoima, kun hallituksen pitäisi huomioida kolmannen suojaksi säädetyt nimenomaiset velkojainsuojasäännökset, jotka tässä tapauksessa tarkoittivat OYL 20:23.1:n ja kirjanpitolain säännöksiä. Niiden tulkinnassa riskinoton sallittavuutta on arvioitava erilaisista lähtökohdista kuin yleisen huolellisuusvelvollisuuden tulkinnassa.

---

[326] *Mähönen* 2001 s. 189.

[327] Ks. oikeustapauskommentti *Nyström* 2014a s. 14–17.

[328] Tässä en ota kantaa siihen, miten liiketoimintapäätösperiaate soveltuu eräissä OYL:n esitöissä tarkoitetuissa erityistilanteissa. Ks. HE 109/2005 vp. s. 41.

6.4.3 Liiketoimintapäätösperiaate ja tuottamuksen aste

Liiketoimintapäätösperiaate voidaan määritellä Suomessa huolellisuusstandardiksi, jonka avulla tuomioistuimet arvioivat hallituksen päätöksentekomenettelyn ja itse päätöksen. Erikseen on tarkasteltava sitä, millaisesta huolellisuusstandardista on kyse.

Yhdysvalloissa liiketoimintapäätösperiaatteen merkitystä on yritetty selittää korostamalla sen yhteyttä johdon huolellisuusvelvollisuuteen. Joidenkin kirjoittajien mukaan liiketoimintapäätösperiaate tarjoaa erityisen tuottamusstandardin, jota vasten voidaan arvioida, onko hallitus rikkonut huolellisuusvelvollisuuttaan. Näkemykset poikkeavat paljon toisistaan sen suhteen, mikä tuo standardi on. Varsin monessa esityksessä on kuitenkin hyväksytty yhteinen lähtökohta, jonka mukaan liiketoimintapäätösperiaatteen ansiosta vastuun syntyminen edellyttää *tavanomaista tuottamusta korkea-asteisempaa moitittavuutta*.[329] Esimerkiksi Delaware Supreme Court on julistanut 1980-luvulta alkaen, että liiketoimintapäätösperiaate tosiasiassa asettaa vastuun synnyttävän kynnyksen törkeään tuottamukseen tai sitä vastaavaan kvalifioituun moitittavuuteen, jota Yhdysvalloissa kuvataan termillä *gross negligence*. Kanta on vahvistettu kahdessa 1980-luvun merkkipaaluratkaisussa, joista ensimmäinen oli *Aronson v. Lewis* ja toinen *Smith v. Van Gorkom*. Delawaren ohella tällaista standardia on noudatettu myös eräissä muissa osavaltioissa.[330]

Yhdysvalloissa liiketoimintapäätösperiaate antaa johdolle vahvan suojan. Jotta kantaja saisi kumottua olettaman, jonka mukaan hallitus on toiminut riittävien selvitysten pohjalta (”the director acted on an informed basis”), hänen tulee näyttää hallituksen jäsenten menetelleen törkeän huolimattomasti (”gross negligence”).[331] Liiketoimintapäätösperiaate tarkoittaisi aineellista lisää kotimaiseen oikeuteen, jos sillä puututtaisiin korvausvastuun synnyttävän tuottamuksen asteeseen. Kotimaisessa oikeudessa tuottamuksen asteet on yleensä jaettu lievään, tavanomaiseen ja törkeään tuottamukseen sekä tahallisuuteen. Tätä jaottelua noudatetaan esimerkiksi VahL:ssa.[332] Tuottamuksen asteet määritellään samalla tavalla sopimusoikeudellisessa korvausvastuussa. Myös yhtiöoikeudellisessa korvausvastuussa on lähdettävä siitä, että johtajalle voi syntyä vahingonkorvausvastuu jo lievän tuottamuksen nojalla. Kun Delawaressa *standard of conduct* ja *standard of review* tarkoittavat eri asioita, Suomen yhtiöoikeudellisessa korvausvastuussa ei tunneta erottelua. Johtajille ex ante asetettu huolellisuusstandardi ei poikkea siitä, jonka perusteella tuomioistuimet suorit-

---

[329] *Gevurtz* 1994 s. 295: ”The viewpoints’ common bond is that each holds that director liability under the business judgement rule requires greater fault than ordinary negligence.”
[330] *Gevurtz* 1994 s. 298.
[331] Delawaren oikeuskäytännön pohjalta näin *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013 s. 21 alav. 40.
[332] *Ståhlberg – Karhu* 2013 s. 103–107.

tavat huolellisuusarvioinnin ex post. Vastuukynnyksen sitominen törkeään tuottamukseen tarkoittaisi ainakin periaatteellisella tasolla melko suurta muutosta kotimaisessa vahingonkorvausoikeudellisessa ajattelussa.[333]

Korkeimman oikeuden 1990-luvulla ratkaisemissa pankkioikeudenkäynneissä (KKO 1997:110 ja KKO 1997:111) johtokunnan jäsenille syntyi korvausvastuu, vaikka heidän syykseen *ei voitu lukea törkeää tuottamusta*. Tämä käy ilmi korkeimman oikeuden lausumista, joiden mukaan korvausvastuun sovittelulle ei ollut esteitä, koska vahinkoja ei ollut aiheutettu törkeällä tuottamuksella. Korvausvastuu oli siis mahdollinen, vaikka vahinkoja ei aiheutettu törkeällä huolimattomuudella, mutta vastuuta soviteltiin. Jo vuoden 1978 osakeyhtiölain perusteluissa mainittiin puolestaan nimenomaisesti, että hallituksen jäsenen korvausvastuu syntyy myös lievän ja tavallisen tuottamuksen perusteella.[334] Koska korvaussäännökset säilytettiin pitkälti muuttumattomina vuoden 2006 osakeyhtiölaissa, tuottamuskynnyksenkin voidaan sanoa pysyneen samana.

Oikeuskirjallisuudessa on kiinnitetty huomiota siihen, että ratkaisuissa KKO 1997:110 ja KKO 1997:111 korkein oikeus kirjoitti liikepankin johtokunnan jäsenten ”korostetusta huolellisuusvelvollisuudesta”. Samassa kirjoituksessa on todettu, ettei voimassa oleva luottolaitoslaki ilman muuta sisällä korostettua huolellisuusvaatimusta, vaan luottolaitoslain alaisuudessa toimivien johtajien huolellisuutta arvioitaisiin ainakin lähtökohtaisesti saman tuottamusstandardin mukaan kuin muiden yritysten johtajien tuottamusta. Vaadittavan huolellisuuden tason määrittelyssä tulisi kuitenkin ottaa huomioon pankkitoiminnan erityispiirteet.[335] KKO:n maininta korostuneesta huolellisuusvelvollisuudesta viittaisi joka tapauksessa huolellisuusvelvollisuuden kiristymiseen normaalista, eikä tuottamusstandardin keventämiseen yhdysvaltalaisen liiketoimintapäätösperiaatteen edellyttämällä tavalla.

Osakkeenomistajan korvausvelvollisuuden syntyminen edellytti aikaisemmin törkeää tuottamusta, mutta nykyisin riittää tavallinen tai lievä tuottamus. Vastaava kehitys on tapahtunut asunto-osakeyhtiölainsäädännössä. Hallituksen esityksessä selvitettiin laajasti ongelmia, joita aiheutuu, jos osakkeenomistajaan sovellettava vastuuperuste sidotaan törkeään tuottamukseen. Ongelmien vuoksi säädettiin, että osakkeenomistajan asunto-osakeyhtiölakiin perustuva korvausvastuu syntyy jo tavanomaisen tuottamuksen perusteella.[336] Myös osakeyhtiölain sääntelemissä yhtiöissä olisi epäjohdonmukaista, jos osakkeen-

---

[333] *Velasco* 2015 s. 676 huomauttaa asianmukaisesti, että Yhdysvalloissakin yhtiöoikeudellisen huolellisuusvelvollisuuden ”korvaaminen” yleisen vahingonkorvausoikeuden periaatteilla johtaisi johtajien kannalta aikaisempaa ankarampaan huolellisuusstandardiin. Velasco suhtautuu itse kielteisesti siihen, että johdon vastuu yhtiötä kohtaan toteutettaisiin fidusiaaristen velvollisuuksien sijaan yleisen vahingonkorvausoikeuden välineistöllä.

[334] HE 27/1977 vp. s. 109.

[335] *Wuolijoki* 2011 s. 1445.

[336] HE 24/2009 vp. s. 35–36.

omistajan vahingonkorvausvastuu syntyisi jo lievän tai tavanomaisen tuottamuksen perusteella, mutta johtajan vastuu edellyttäisi törkeää tuottamusta. Tätä korostaa se, että pääasiallinen vastuu yhtiön asioiden hoidosta on johtajilla eikä osakkeenomistajilla.

Edellä esitettyjen perusteiden lisäksi on huomioitava OYL 22:9:n säännökset, joiden mukaan yhtiön oikeutta vahingonkorvaukseen voidaan rajoittaa kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella. OYL 22:9.1:n 2 kohdan mukaan yhtiön osakeyhtiölain mukaista oikeutta vahingonkorvaukseen ei voida rajoittaa, jos vahinko on aiheutettu tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta. Jos johdolle voisi syntyä liiketoiminnallisten päätösten perusteella korvausvastuu yhtiötä kohtaan vain, jos vahinko on aiheutettu törkeästä huolimattomuudesta tai tahallisesti, vastuunrajoituksen mahdollistava säännös menettäisi merkityksensä. Jos vastuu voi jo lähtökohtaisesti syntyä vain törkeän huolimattomuuden tai tahallisuuden perusteella, ei olisi mieltä mahdollistaa vastuun rajoittamista tavanomaisella tai lievällä tuottamuksella aiheutetuista vahingoista. Rajoitussäännöllä on nimenomaan haluttu antaa yhtiöille mahdollisuus rajoittaa johtajien korvausvastuuta vahingoista, jotka on aiheutettu tavanomaisella tai lievällä huolimattomuudella.

Kansainvälisessä tutkimuksessa on todettu, että monet eurooppalaiset versiot liiketoimintapäätösperiaatteesta eivät anna johdolle yhtä vahvaa suojaa kuin the business judgement rule Yhdysvalloissa.[337] *Savela* on tehnyt saman johtopäätöksen Suomen oikeudesta.[338] Yhdysvalloilla tarkoitetaan maavertailuissa yleensä Delawaren osavaltiota. Myös Savela on huomauttanut, että Suomessa johtajan vastuu syntyy ainakin periaatteessa jo lievän tuottamuksen perusteella.[339] Edellä esitetyn perusteella johtopäätös vaikuttaa oikealta. Tuottamuskynnyksen asettaminen törkeään tuottamukseen tarkoittaisi asiallisesti merkittävää muutosta aikaisempaan oikeustilaan. Liiketoimintapäätösperiaatteen kotimaiseen oikeuteen tuoma lisäarvo ei siis voine ilmetä niin, että tuottamuskynnys olisi muutettu lievästä tuottamuksesta törkeään tuottamukseen. Periaatteen aineellisen lisäarvon pitäisi ilmetä jotenkin muuten.

6.4.4 Liiketoimintapäätösperiaate, tuottamus ja riskinoton relevanssi

Liiketoimintapäätösperiaatteen merkitystä voidaan tarkastella myös siitä näkökulmasta, tarjoaako se vakiintunutta käsitejärjestelmää paremman tavan arvioida johdon korvausvastuuta taustaoletuksineen. Toisin sanoen on arvioitava,

---

337 *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013 s. 22.
338 *Savela* 2006 s. 95 ja *Savela* 2015 s. 100.
339 *Savela* 2006 s. 91 ja *Savela* 2015 s. 96.

onko osakeyhtiöympäristössä ja osakeyhtiöoikeudellisessa sääntelyssä jotain sellaista, jota ei voida ottaa haltuun pelkästään vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden sekä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien avulla.

Aluksi voidaan tarkastella sitä, onko liiketoimintapäätösperiaate välttämätön instrumentti riittävän riskinoton mahdollistamiseksi johdon päätöksenteossa. Kirjallisuudessa riskinottoa korostetaan usein liiketoimintaan ja osakeyhtiöympäristöön kuuluvana erityispiirteenä.[340] Kirjallisuudessa on edelleen esitetty, että ”liiketoiminnallista riskinottoa ei voida täysin rinnastaa rikos- ja vahingonkorvausoikeudelliseen sallitun riskin määritelmään, jossa riskin ottamista pidetään tyypillisesti negatiivisena ilmiönä”. Edelleen ”rikos- ja vahingonkorvausoikeudellisesta näkökulmasta poiketen velvollisuutena ei ole vain välttää vahinkoja – velvollisuutena on tehdä päätöksiä”.[341] Näkemyksissä korostetaan liiketoiminnallisten ja vahingonkorvausoikeudellisten riskikäsitteiden eroja. *Salon* mukaan riskillä on liiketoiminnallisessa päätöksenteossa toinen merkitys kuin ”muilla oikeudenaloilla”.[342] Sallittu riskinotto voi tarkoittaa eri asioita sääntely-ympäristöstä toiseen, mutta yleisen vahingonkorvausoikeuden suhtautuminen riskiin ei ole yksioikoinen. Vahingonkorvausoikeuden lähtökohtana ei ole yksiselitteisesti vahinkojen välttäminen tai minimoiminen vaan vahinkojen optimoiminen. Vahingonkorvausoikeudellisessa kirjallisuudessa kirjoitetaan usein *tarkoituksenmukaisesta* riskinjaosta.[343] Myös Salo toteaa jäljempänä, että rikos- ja vahingonkorvausoikeudessa on ennemmin kyse *hyväksyttävän* riskinoton tasosta kuin siitä, saako riskiä ylipäätään ottaa.[344] Yhtiöoikeudelliset korvaussäännökset ovat yleisen vahingonkorvausoikeuden sovellutuksia, joten yhtiöoikeuden ja vahingonkorvausoikeuden riskikäsitteiden eroja ei ole syytä korostaa tarpeettomasti. Vaikka OYL ei sisältäisi omia korvaussäännöksiään ja johdon korvausvastuu määrittyisi yhtiötä kohtaan sopimusoikeudellisen tuottamusperiaatteen ja kolmatta kohtaan VahL 2:1:n yleisen tuottamussäännön nojalla, huolellisuusstandardi eli sallitun riskinoton raja muotoiltaisiin todennäköisesti joka tapauksessa osakeyhtiöympäristön erityispiirteet huomioon ottaen.

Hallituksen esityksessä riskinoton relevanssia kuvattiin seuraavasti:

> ”Vaadittavan huolellisuuden arvioinnissa kiinnitetään huomiota siihen, että liiketoiminnassa päätöksiä on usein tehtävä epävarmuuden vallitessa. Lisäksi kiinnitetään huomiota siihen, että riskin ottaminen kuuluu yritystoimintaan. – – Riittävänä huolellisuutena voidaan yleensä pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, sen perusteella

[340] *Savela* 2006 s. 13.
[341] *Salo* 2015 s. 38–39.
[342] *Salo* 2015 s. 170.
[343] *Hemmo* 1996 s. 307–310 ja *Hahto* 2004 s. 89–90 sekä näissä teoksissa mainitut lähteet.
[344] Ibid s. 39, 149–151.

> on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat."[345]

Epävarmuudessa ja riskinotossa ei ole välttämättä mitään osakeyhtiöympäristölle erityislaatuista, vaikka sallitun riskinoton rajaa todennäköisesti arvioidaan sinänsä eri tavalla esimerkiksi riskisijoitusyhtiön johtajien ja junankuljettajien ammattiryhmissä. *Gevurtz*[346] on arvostellut liiketoimintapäätösperiaatetta juuri tämänkaltaisesta näkökulmasta. Niin lääkäri, asianajaja, laivan kapteeni kuin investointipankkiiri tekevät päätöksiä epävarmuuden vallitessa ja tietoisena siitä, että päätöksentekoon liittyy riskejä. Suurin osa ihmisistä tekee päätöksiä epävarmuuden vallitessa tietoisina riskien olemassaolosta. Useimpiin ammattiryhmiin sovelletaan silti tavallista tuottamussääntöä, jonka sisältö in casu luonnollisesti vaihtelee ammattiryhmästä toiseen olosuhteiden mukaan.[347] Perinteinen tuottamuskäsite on siten toimiva väline sallitun riskinoton rajojen arvioimiseen siinä missä liiketoimintapäätösperiaatekin.

Yhdysvaltalaisessa kirjallisuudessa on toisinaan jopa esitetty, että liiketoimintapäätösperiaatteesta tulisi luopua. Keskeisenä perusteluna on se, että periaatteen määritelmät jäävät helposti tyhjiksi tautologioiksi. Niistä seuraa lähinnä vain se, että välttääkseen vastuun hallituksen tulee noudattaa huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiaan. *Gevurtz* on kohdistanut varsin kovaa kritiikkiä erityisesti määritelmään, jonka Delaware Supreme Court muotoili *Aronson*-ratkaisussaan. Ratkaisun mukaan liiketoimintapäätösperiaate sisältää presumtion, jonka mukaan hallitus on liiketoimintapäätöksen tehdessään toiminut riittävien tietojen pohjalta ja hyvässä uskossa sekä luottaen vilpittömästi siihen, että päätös oli yhtiön edun mukainen. Oikeudenkäynnissä kantajalla on todistustaakka olettaman kumoavista seikoista. Tuomioistuimen muotoilema presumtio on *Gevurtzin* mukaan vain toinen tapa sanoa se arkipäiväinen tosiasia, että todistustaakka huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien rikkomisesta on kantajalla.[348] Delaware Supreme Courtin perustelut ratkaisussa *Cede v. Technocolor*[349] antavat oikeastaan suoraan ymmärtää, että huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet ovat vain liiketoimintapäätösperiaatteen ilmentymiä. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet ilmaisevat fundamentaalista ja yksittäistä fidusiaarisen velvollisuuden käsitettä eli liiketoimintapäätösperiaatetta.[350] Kirjallisuudessa ratkaisua on myös arvosteltu fidusiaaristen velvollisuuksien virheellisestä "niputtamisesta" yhteen liiketoimintapäätösperiaatteeseen.[351]

---

345 HE 109/2005 vp. s. 40–41.
346 *Gevurtz* 1994.
347 Ks. viimeksi mainitusta näkökohdasta *Ståhlberg – Karhu* 2013 s. 96–103.
348 *Gevurtz* 1994 s. 291–292.
349 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.,* 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).
350 Kirjallisuudesta *Bruner* 2013 s. 1040.
351 *Velasco* 2015 s. 681–682.

Gevurtz jatkaa kritiikkiään toteamalla, ettei liiketoimintapäätösperiaate kerro mitään olennaista siitä, milloin huolellisuus- tai lojaliteettivelvollisuuden rikkominen on käsillä. Hänen viittaamissaan tuomioistuinratkaisuissa on käytetty tavanomaista tuottamuskäsitettä identifioimaan huolellisuusvelvollisuuden vastainen menettely.[352] Yhden tuomioistuimen perustelut ovat tässä suhteessa kuvaavat: *The question is frequently asked, how does the operation of the so-called "business judgement rule" tie in with the concept of negligence? There is no conflict between the two. When courts say that they will not interfere in matters of business judgement, it is presupposed that judgement – reasonable diligence – has in fact been exercised.*[353]

Liiketoimintapäätösperiaatteen tärkeänä vaikutuksena saatetaan pitää sitä, että tuottamus ei ole automaattisesti käsillä vain siksi, että päätöksentekijä on tehnyt virheen tai virhearvion, toisin sanoen päätöksen seuraukset eivät olleet sellaiset kuin päätöksentekijä tarkoitti. Tällaisessa arvioinnissa ei kuitenkaan ole mitään hallituksen jäsenten vastuulle ominaista, vaan samoja ajatuskulkuja voidaan seurata arvioitaessa esimerkiksi lääkäreiden, lakimiesten tai autokuskien vastuuta. Vaikka hallituksen jäsenten korvausvastuussa sovellettaisiin yleistä tuottamuskäsitettä, hallituksen jäsen ei joutuisi vastuuseen pelkästään liiketaloudellisen virhearvioinnin perusteella, aivan kuten lääkäri ei joudu vastuuseen huolimattomuuden perusteella *pelkästään* siksi, että hoitotulos ei ole toivotun kaltainen.[354]

Riskinoton optimaaliset rajat ja tappion mahdollisuus tunnustetaan yleisen vahingonkorvausoikeuden tuottamusarvioinnissa. Pelkästään se, että päätös on riskialtis tai johtaa tappioon, ei tee päätöksestä tuottamuksellista. Hallituksen jäseniin sovellettuna puhdas tuottamussääntö ei estä hyödyllisten riskien ottamista eikä se rankaise huonosta lopputuloksesta sellaisenaan.[355] Kotimaisena esimerkkinä voidaan mainita ratkaisu KKO 2000:69, jossa pankille oli aiheutunut luotonannon yhteydessä tappiota johtokunnan jäsenten riskinotosta.

Liiketoimintapäätösperiaatetta koskevassa kirjallisuudessa korostetaan usein, että vastuu päätöksentekomenettelystä on eri asia kuin vastuu päätöksen lopputuloksesta. Esimerkiksi Yhdysvalloissa *the duty of care* velvoittaa hallituksen olemaan huolellinen päätöksentekoprosessissa, eikä se velvoita tiettyyn lopputulokseen.[356] Tuottamusarvioinnin yhteydessä on tarpeen korostaa, että vastuu päätöksen *aineellisesta sisällöstä* ei tarkoita samaa kuin vastuu lopputuloksesta tai vastuu päätöksen toivottujen vaikutusten toteutumisesta.[357]

---

[352] *Gevurtz* 1994 s. 292–293.
[353] *Casey v. Woodruff*, 49 N.Y.S.2d 625 (Sup. Ct. 1944).
[354] *Gevurtz* 1994 s. 293–294.
[355] *Gevurtz* 1994 s. 305–306.
[356] Esim. *Velasco* 2015 s. 664.
[357] Näin ilmeisesti myös *Kaisanlahti* 2016 s. 61, jonka mukaan esimerkiksi säätiön hallituksen päätös apurahan tai avustuksen antamisesta ei itsessään johda siihen, että hallituksen jäsenten

Tuomioistuin voi hyvin tulla siihen johtopäätökseen, että hallituksen päätös oli aineellisesti sellainen, johon objektiivisesti arvioiden huolellinen henkilö olisi päätöksentekohetkellä päätynyt, mutta se ei silti johtanut toivottuun lopputulokseen. Liiketoimintapäätösperiaatetta koskevasta kirjallisuudesta voisi helposti päätellä, että ilman periaatetta hallituksen jäsenet joutuisivat helposti vastuuseen päätöstensä epäonnistuneista lopputuloksista. Tavanomaisesta tuottamusarvioinnistakaan ei seuraa, että hallituksen jäsen joutuisi korvausvastuuseen vain siksi, että lopputulos ei ollut toivottu.

Sopimusoikeudellista korvausvastuuta käsittelevässä kirjallisuudessa on eroteltu toisistaan sopimukseen perustuvat tulosvelvoitteet ja sopimukseen perustuvat muunlaiset ”toimintavelvoitteet, jotka perustavat velalliselle ainoastaan velvollisuuden asianmukaiseen menettelyyn ilman konkreettista tulosvaatimusta”. Tällaisten toimintavelvoitteiden yhteydessä tuottamusarviointi tapahtuu sopimuksenulkoiselle korvausvastuulle ominaisten normi- ja riskiperusteisten arviointitapojen mukaan. Jos tarkentavaa normia kuten esimerkiksi osakeyhtiömuotoisen pankin sisäistä luotonanto-ohjetta ei ole, noudatetaan riskiperusteista arviointitapaa.[358]

Osakeyhtiölain 1:8:n huolellisuusvelvollisuus ei ole tulosvelvoite vaan edellä tarkoitettu toimintavelvoite. Lainkohta ei velvoita tiettyyn tulokseen, vaan ainoastaan menettelemään huolellisesti päämiehen eli yhtiön parhaaksi. Osakeyhtiölaki ei itsessään edellytä tiettyä tulosta.[359] Tulosvelvoite voidaan luonnollisesti asettaa yhtiön ja johtajan välisessä sopimuksessa. Jos tällainen velvoite asetetaan, sen täyttymättä jäämisen seurauksia on arvioitava sopimusoikeudellisten sääntöjen puitteissa, mutta tulostavoitteen saavuttamatta jääminen ei sellaisenaan tarkoita korvausvastuun syntymistä yhtiöoikeudellisella perusteella. Hallituksen jäsenen sitoutuminen tiettyyn tulokseen voi aiheuttaa konfliktin yhtiöoikeudellisten sääntöjen kanssa, jos sopimuksessa asetetun tulostavoitteen toteutumiseen pyritään sillä tavoin aggressiivisesti, että osakeyhtiölain sallimat riskinoton rajat ylitetään. Jos tästä aiheutuu yhtiölle tappiota, hallituksen jäsen

---

tulisi olla varmoja ”kohteena olevan hankkeen ja sen vaikutusten *toteutumisesta*”. Ks. myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015a s. 62, joiden mukaan ”yhtiölle tappiolliseksi osoittautunut menettely ei sellaisenaan ole vielä osoitus siitä, että yhtiön johto olisi menetellyt OYL 1:8:ssä säädettyjen velvollisuuksiensa vastaisesti”.

[358] *Hemmo* 2011 s. 243–247 mainitsee esimerkkinä toimintavelvoitteesta asianajajan velvollisuuden hoitaa huolellisesti päämiehensä asiaa. Ks. myös *Peltonen* 2001 s. 5, jonka mukaan ”asianajajan vastuu on kuvattavissa toimintavastuuksi”. Keskeistä on tällöin se, miten tehtävä on suoritettu, ei lopputulos. Samasta problematiikasta yleisesti eri asiantuntijoiden kannalta *Norros* 2008 s. 639.

[359] Ks. myös *Kyläkallio* 1963 s. 159: ”Hallitukselta vaadittava huolellisuus ei edellytä, että hallitus olisi vastuussa tietyn taloudellisen tuloksen saavuttamisesta – – .” Ruotsin lain kannalta nähtävästi samoin *Dotevall* 2015 s. 201–202:”Av bestämmelsen i 3 kap. 3 § ABL kan man inte utläsa att bolagsledningen ska uppnå ett visst resultat eller genomföra utdelning av en viss storlek.”

tai toimitusjohtaja voi ainakin teoriassa joutua yhtiöoikeudelliseen korvausvastuuseen yhtiötä kohtaan.

Asiantuntijapalvelun tarjoaminen tai edustajana toimiminen ovat esimerkkejä oikeussuhteista, joissa joudutaan monesti arvioimaan huolellisuusvaatimuksen täyttymistä sopimussuhteessa. *Hemmo* on todennut, että edustajat eivät välttämättä ole tiukan muodollisesti sopimussuhteessa edustettavaan, vaan suhde voi olla esimerkiksi yhtiöoikeudellinen erityissuhde kuten hallituksen jäsenen ja yhtiön välinen suhde. Vaikka muodollista sopimussuhdetta ei olisi, asiantuntijoiden, valtuutettujen ja yhteisöjen toimielimiin kuuluvien tuottamusarvioinnissa on hänen mukaansa paljon yhteisiä piirteitä. Näissä tapauksissa usea eri tekijä voi konstituoida tuottamuksen. Hemmo mainitsee esimerkkeinä muiden ohella tarpeellisten taustaselvitysten laiminlyönnin, toimeksiantoon liittyvien tarkoitusten huomioimatta jättämisen, tehtävän perustaksi annettujen tietojen tarkistamatta jättämisen ja toimivallan ylittämisen.[360] Kun näitä edellytyksiä verrataan liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisiin kriteereihin, huomataan ilmeisiä yhtymäkohtia. Liiketoimintapäätösperiaatteella paljolti toisinnetaan tuottamusarvioinnin yhteydessä huomioon otettavia seikkoja.[361]

Kotimaisessa kirjallisuudessa on todettu, että liiketoimintapäätösperiaate koostuu kolmesta elementistä eli informaatio-, rationaalisuus- ja lojaliteettielementeistä. Nämä elementit muodostavat johdon päätöksenteon oikeudelliset kriteerit. Liiketoimintapäätösperiaatteen sisällölliset primääriehdot ovat laillisuus, toimivalta ja toimiala, intressiristiriidattomuus sekä pyrkimys yhtiön edun edistämiseen. Sekundaariehtoja ovat hyväksyttävä riskinotto ja liiketaloudellinen rationaalisuus.[362] Näin määriteltynä liiketoimintapäätösperiaate on vain toinen tapa sanoa se, että hallituksen tulee edistää huolellisesti, laillisesti, intressiristiriidattomasti, liiketaloudellisesti perustellusti ja toimivaltansa puitteissa yhtiön etua. Toisin sanoen liiketoimintapäätösperiaate tarkoittaa velvollisuutta noudattaa osakeyhtiölakia. Liiketoimintapäätösperiaatetta voidaan toki käyttää kattoterminä kuvaamaan johdon päätöksenteon osakeyhtiölakiin perustuvia reunaehtoja. Toisaalta jos liiketoimintapäätösperiaate määrittyy johdon velvollisuuksien mukaan ja samaan aikaan liiketoimintapäätösperiaate täsmentää johdon velvollisuuksia, lopputulos on kehäpäätelmä. Toistaiseksi on jäänyt selvittämättä, millä tavoin liiketoimintapäätösperiaate on muuttanut aineellisesti kotimaista sääntelyä. Suomalaisessa liiketoimintapäätösperiaatteessa onkin kysymys lähinnä vain tuottamusarvioinnista ja siihen liittyvistä todistustaakkasäännöistä. Tämän lähtökohdan omaksuminen helpottaa todennäköisesti tuomioistuimen työtä, kun sen ei tarvitse selvittää erikseen, mikä on liiketoi-

---

[360] *Hemmo* 2011 s. 246–247 ja alaviite 69.

[361] Ks. *Mähönen – Villa* 2015 s. 373, jossa on selvitetty, milloin johto saa liiketoimintapäätösperiaatteen takaaman suojan ja milloin ei.

[362] *Salo* 2015 s. 71.

mintapäätösperiaate ja miten se suhtautuu tuottamusarviointiin ja kotimaisiin todistustaakkasääntöihin.

6.5 TODISTUSTAAKKASÄÄNNÖT

Kansainvälisessä kirjallisuudessa on huomautettu, että yhdysvaltalaisen liiketoimintapäätösperiaatteen omaksuminen eurooppalaisiin järjestelmiin ei lähtökohtaisesti tarkoita kansallisten todistustaakkasääntöjen syrjäyttämistä.[363] Huomio on perusteltu. Liiketoimintapäätösperiaatteella operoiminen saattaa itse asiassa sekavoittaa kotimaisten todistustaakkasääntöjen soveltamista.

Osakeyhtiölain mukaiseen korvausvastuuseen ja liiketoimintapäätösperiaatteeseen liittyvät todistustaakkakysymykset ovat herättäneet keskustelua kirjallisuudessa ja erityisesti maksukykyisyystestin (OYL 13:2) yhteydessä.[364] Osakeyhtiölain 22:1.3:ssa säädetään tuottamusolettamasta. Säännöksen sanamuoto kuuluu seuraavasti:

> Jos vahinko on aiheutettu rikkomalla tätä lakia muulla tavalla kuin pelkästään rikkomalla 1 luvussa tarkoitettuja periaatteita tai jos vahinko on aiheutettu rikkomalla yhtiöjärjestyksen määräystä, vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei menettelystä vastuussa oleva osoita menetelleensä huolellisesti. Sama koskee vahinkoa, joka on aiheutettu 8 luvun 6 §:n 2 momentissa tarkoitettuun yhtiön lähipiiriin kuuluvan eduksi tehdyllä toimella.

Todistustaakka on käännetty ainoastaan tuottamuksen osalta. Kantajan on näytettävä osakeyhtiölain rikkominen, vahinko ja syy-yhteys. Tuottamusolettama koskee vain tavallista tuottamusta.[365] Näin ollen jos kantaja vetoaa vastaajan törkeään huolimattomuuteen tai tahallisuuteen, häneltä vaaditaan muutakin näyttöä kuin näyttö osakeyhtiölain rikkomisesta. Tuottamuksen aste voi vaikuttaa ainakin sovitteluun ja joissakin tapauksissa siihen, onko yhtiö oikeutettu korvaukseen yhtiöjärjestykseen otetusta vastuunrajoituslausekkeesta huolimatta.[366] Edellä sanottuun on joka tapauksessa huomautettava, että tuomioistuin soveltaa tosiasiassa joustavia todistustaakkasääntöjä. Vahingonkorvausta vaativalla kantajalla on lähtökohtaisesti todistustaakka korvausvastuun edellytysten olemassaolosta, mutta toisinaan voi olla, että todistustaakka käännetään vastaajalle. On siis mahdollista, että hallituksen jäsenen on jossain tapauksessa näytettävä syy-yhteyden tai vahingon puuttuminen välttääkseen vahingonkor-

---

363 *Told* 2015 s. 730–731.
364 Ks. *Ruohonen* 2012 s. 226 ja siinä mainitut lähteet.
365 HE 109/2005 vp. s. 196.
366 *Savela* 2006 s. 315.

vausvastuun.[367] Yhtiöoikeudellisessa kontekstissa asianosaisten näyttömahdollisuuksille on annettava keskeinen merkitys todistustaakan jaossa. Hallituksen jäsenillä ja määräysvaltaosakkeenomistajilla lienee yleensä kantajaa paremmat mahdollisuudet esittää näyttöä yhtiön sisäisistä asioista, jotka vaikuttavat korvausvastuun edellytysten arvioinnissa.

Kirjallisuudessa on tulkittu, että fidusiaariset velvollisuudet olisi jätetty tuottamusolettaman soveltamisalan ulkopuolelle. Samalla on todettu, että tuottamusolettaman ulottaminen fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomiseen ei sopisi yhteen liiketoimintapäätösperiaatteen kanssa. Perusteena on pidetty liiketoimintapäätösperiaatteen luonnetta olettamana, jonka mukaan johdolle ei synny korvausvastuuta, jos päätös on tehty asianmukaisesti.[368] Kotimaiset todistustaakkasäännöt eivät vastaa edellä esitettyä, koska fidusiaarisia velvollisuuksia ei ole jätetty kategorisesti tuottamusolettaman ulkopuolelle. Tuottamusolettama soveltuu suoraan lain nojalla (OYL 22:1.3), jos johtajat rikkovat fidusiaarisia velvollisuuksiaan lähipiirin eduksi. Kyse on silloin yleensä lojaliteettivelvollisuuden vastaisista tyyppitapauksista, joissa johtaja, hänen läheisensä tai osakkeenomistaja saa epäoikeutettua etua yhtiön intressin kustannuksella.

Mähönen ja *Villa* ovat jo aikaisemmin arvostelleet OYL 22:1.3:n sanamuotoa, josta voisi päätellä, että lojaliteettivelvollisuuden vastaisiin päätöksiin ei sovelleta tuottamusolettamaa. He eivät sanamuodon ongelmallisuudesta huolimatta kuitenkaan toistaiseksi tulkitsisi lakia contra legem ja ulottaisi tuottamusolettamaa lojaliteettivelvollisuuden rikkomiseen. Mähösen ja Villan mukaan ongelmaa lieventää jonkin verran se, että lakiin sisältyy lojaliteettivelvollisuutta ilmentäviä yksittäisiä säännöksiä, joiden rikkominen laukaisee tuottamusolettaman. Esimerkkinä he nostavat esiin esteellisyyssäännöksen (OYL 6:4) ja muistuttavat myös, että tuottamusolettamaa sovelletaan jo OYL 22:1.3:n sanamuodon mukaan lainvastaisiin lähipiiritransaktioihin. Lähipiiritransaktioita koskevan täsmennyksen seurauksena tuottamusolettaman soveltamisala laajenee selvästi lojaliteettivelvollisuutta korostavaan suuntaan.[369] Lähipiiriläisen suosiminen yhtiön edun kustannuksella tarkoittaa useimmiten OYL 1 luvun yleisperiaatteiden rikkomista. Näin ollen esimerkiksi OYL 1:7 ja OYL 1:8 tulevat lähipiiritransaktioiden yhteydessä tuottamusolettaman soveltamisalan piiriin. Kantajan näkökulmasta riittää, että hän näyttää ensin johdon rikkoneen osakeyhtiölakia.

---

[367] Todistustaakan jakautumiseen vaikuttavat materiaalisen oikeuden tarpeet, kokemusperäinen todennäköisyys, asianosaisten näyttömahdollisuudet ja esitetty muu näyttö. Ks. *Saarnilehto* 2010 s. 102.

[368] *Salo* 2015 s. 37.

[369] *Mähönen – Villa* 2006 s. 136–137. Samoin uudistetussa painoksessa *Mähönen – Villa* 2015 s. 402–403.

Mähösen ja Villan esittämä kritiikki on perusteltua. Nähdäkseni tuottamusolettama olisi voitu ulottaa koskemaan yleisesti OYL 1 luvun yleisperiaatteiden rikkomista eli muutenkin kuin lähipiiritransaktioiden osalta. Hallituksen esityksessä tuottamusolettaman soveltamisalan rajaamista perusteltiin sillä, että tuottamusolettaman ulottaminen lain 1 luvun yleisperiaatteiden rikkomiseen johtaisi johdon kannalta liian tiukkaan vastuuseen.[370] Keskeisenä perusteena vaikuttaa olleen säännösten luonne yleisperiaatteina. Jos säännöksen yleisluonteisuutta pidetään perusteena sille, ettei tuottamusolettama sovellu kyseisen säännöksen yhteydessä, tuottamusolettamaa ei myöskään pitäisi johdonmukaisesti soveltaa esimerkiksi OYL 6:2.1 ja OYL 6:17.1:n kaltaisten yleisluonteisten normien yhteydessä. OYL 22:1.3:n sanamuodon mukaan tuottamusolettama kuitenkin soveltuu, jos johtajat aiheuttavat vahinkoa rikkomalla yleisiä tehtäviään määrittäviä OYL 6 luvun säännöksiä.

Kuten *Savela* on huomauttanut, tuottamusolettaman käytännön vaikutus jäänee lopulta melko vähäiseksi. Tuottamus ei yleensäkään edellytä paljoa enempää näyttöä kuin sen, että johtaja on lainvastaisesti menettelemällä tai tekemällä lähipiiritransaktioita aiheuttanut vahinkoa.[371] Kantajalle on jo itsessään vaikea tehtävä näyttää, että johtajat ovat rikkoneet OYL 1 luvun yleisperiaatteita mukaan lukien OYL 1:8:n yleistä huolellisuusvelvollisuutta. Jos kantaja onnistuu tässä, on epäselvää, mitä muuta näyttöä tuottamuksesta häneltä vaaditaan. Yleisperiaatteiden erityiskohtelu OYL 22:1.3:ssä voidaankin kyseenalaistaa ja tulkita lakia niin, että OYL:a rikkoneen johtajan on näytettävä tuottamuksensa puute. Monesti tämä on vaikeaa, koska johtajien edellytetään ainakin lähtökohtaisesti tuntevan osakeyhtiölain säännökset.

Ainakin eräiden viimeaikaisten ratkaisujen perusteella tuottamusolettamaa sovelletaan tällä hetkellä asianmukaisesti.[372] Tulevissa ratkaisuissa pitäisi myös olla mahdollista soveltaa tuottamusolettamaa vastoin OYL 22:1.3:n sanamuotoa yleisesti niihin tilanteisiin, joissa kantaja onnistuu näyttämään johtajan rikkoneen OYL 1 luvun yleisperiaatteita.

---

[370] HE 109/2005 vp. s. 195.
[371] *Savela* 2006 s. 314–315.
[372] Esim. Helsingin hovioikeus 19.6.2013 S 11/1969, S 11/1971, S 11/1972 (lainvoimainen), Helsingin hovioikeus 29.1.2013 S 11/2868 (lainvoimainen) ja Kouvolan hovioikeus 21.1.2014 S 13/374 (lainvoimainen).

7 Hallituksen fidusiaariset velvollisuudet ja velkojainsuoja

7.1 KYSYMYKSENASETTELU

Edellisessä pääluvussa arvioitiin hallituksen fidusiaaristen velvollisuuksien merkityssisältöä yleisellä tasolla. Siinä keskityttiin pääasiallisesti osakkeenomistajien oikeussuojaan ja sen toteuttamiseen. Tarkastelusta voitiin tehdä se johtopäätös, että yhtiön etu antaa hallitukselle varsin laajan harkintavallan sen suhteen, miten yhtiön eri intressitahojen etuja tasapainotetaan keskenään. Samalla identifioitiin tilanneryhmiä, joissa yhtiön etua tyypillisesti loukataan. Tässä pääluvussa tarkastelu kohdennetaan erityiskysymykseen fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavasta funktiosta.[1] Tarkoituksena on vastata siihen, suojaavatko fidusiaariset velvollisuudet velkojia ja jos suojaavat, suojaavatko ne velkojia kollektiivina vai yksittäisinä intressitahoina. Tähän liittyy keskeisesti myös kysymys siitä, keillä tahoilla on oikeus toteuttaa johdon vastuu vahingonkorvauskanteella. Vahingonkorvausvastuu on yleisesti eräs tärkeimmistä keinoista reagoida osakeyhtiössä ilmeneviin agenttiongelmiin. Korvausvastuulla on sekä ennaltaehkäisevä että kompensatorinen funktio.[2] Osakeyhtiölain takaamista oikeussuojakeinoista vahingonkorvausvastuu korostuu velkojien kannalta siksi, että velkojilla ei ole oikeutta moittia yhtiön päätöksiä OYL 21 luvun säännösten nojalla.[3]

Tutkimuksen maavertailuosio osoitti, että ainakin Yhdysvalloissa voidaan puhua johdon fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan, joskin velvollisuus toteutuu yhtiön intressin välityksellä. Myös ajankohtaisessa eurooppalaisessa tutkimuksessa keskustellaan paljon siitä, miten hallituksen velvollisuus edistää yhtiön etua muuttuu maksukyvyttömyysskenaariossa vai muuttuuko ollenkaan. Joissain maissa yhtiön etu tarkoittaa maksukyvyttömyysskenaariossa nimenomaan velkojien etua. Muutos fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteissa voi vaikuttaa siihen, miten tuomioistuimet määrittelevät sallitun riskinoton rajan ja miten paljon varovaisuutta tai huolellisuutta johdolta voidaan edellyttää maksukyvyttömyyden lähestyessä.[4]

---

[1] Myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 123–125 käsittelevät yhtiön edun velkojia suojaavaa funktiota aihepiiriin liittyvänä erityiskysymyksenä. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2012 s. 364.
[2] *Cohen* 2001 s. 351–352.
[3] Ks. myös *Lautjärvi* 2015 s. 299–300.
[4] *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013 s. 48.

Esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa on käyty Yhdysvaltojen tapaan laajasti keskustelua johdon fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan. Briteissä velkojia suojaava keskeinen insolvenssioikeudellinen säännös on Insolvency Act 214 §, joka tunnetaan yleisesti *wrongful trading* -normina. Brittiläiseen sääntelyyn kuuluu kuitenkin myös se, että common law asettaa hallitukselle wrongful trading -säännökseen nähden rinnakkaisen fidusiaarisen velvollisuuden velkojia kohtaan. Common law -pohjaisen velvollisuuden luonne ja sisältö on epämääräinen, koska sen soveltamisala on ilmeisesti päällekkäinen Insolvency Act 214 §:n ja saman säädöksen eräiden muiden normien kanssa.[5] Edellä esitettyyn nähden Yhdistyneessä kuningaskunnassa on kuitenkin voitu puhua johdonmukaisesti hallituksen fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan. Velvollisuuden normiperusta on sekä insolvenssioikeudessa että common law -perusteisessa yhtiöoikeudessa.

Brittiläisessä ja esimerkiksi australialaisessa oikeuskäytännössä yhtiön maksukyky on ollut seikka, joka vaikuttaa yhtiön edun suojaaman henkilöpiirin laajuuteen. Toisinaan oikeuskäytännössä on toki lausuttu, että johdon fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön eivätkä velkojiin. Tämä ratkaisu on kuitenkin distinktion avulla erotettu yleisestä tulkintalinjasta, koska kyseisessä ratkaisussa yhtiö oli ollut vahvasti maksukykyinen. Brittiläisessä oikeuskäytännössä johdon velvollisuus edistää velkojien etua on tunnustettu selkeästi.[6] On tulkittu, että yhtiön edun transformoituminen velkojien eduksi tapahtuu silloin, kun yhtiö on maksukyvytön tai tietty toimenpide todennäköisesti johtaa maksukyvyttömyyteen.[7] Oikeuskäytännön perusteella näyttää siltä, että maksukyvyttömyys ja useiden ratkaisujen perusteella myös lähestyvä maksukyvyttömyys aiheuttavat muutoksia fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteessa. Ongelmana on luonnollisesti se, millaisissa olosuhteissa kriittinen ajankohta on käsillä ja miten maksukyvyttömyys määritellään. Oikeuskäytännössä asiaan ei ole saatu tarkennusta ja maksukykyisyyskriteeriä onkin arvosteltu epämääräiseksi.[8] Briteissä johdon fidusiaariset velvollisuudet velkojia kohtaan (yhtiön välityksellä) linkittyvät siis vahvasti maksukyvyttömyyden käsitteeseen.[9]

Briteissä velkojainsuojamekanismeja sisältyy edellä esitetyin tavoin sekä yhtiöoikeuteen että insolvenssioikeuteen. Nämä mekanismit voivat olla keskenään päällekkäisiä (”– – it is with [insolvency law] provisions that an overlap is most likely to occur where the directors of a financially distressed company are in breach of their duty to take account of creditors’ interests”).[10] Kuten *Keay*

[5] *Davies* 2014 s. 762–763.
[6] Ks. *McKenzie-Skene* 2007 s. 500–501, jossa käydään läpi oikeuskäytännön kehitystä.
[7] *McKenzie-Skene* 2007 s. 500–505.
[8] Ks. *McKenzie-Skene* 2007 s. 509 ja siinä mainitut lähteet.
[9] *McKenzie-Skene* 2007 s. 510.
[10] *McKenzie-Skene* 2007 s. 522 ja siinä mainitut lähteet.

kirjoittaa, wrongful trading -kanne voidaan joissain tapauksissa hylätä, mutta yhtiöoikeudelliseen vastuuseen perustuva kanne hyväksyä, kun kanteet perustuvat samaan tapahtumakulkuun.[11] Kanadaa koskevan maavertailuosion perusteella näyttää siltä, että insolvenssioikeudellisten ja yhtiöoikeudellisten oikeussuojamekanismien rinnakkainen soveltuvuus on maailmalla yleistä. Ruotsissa asiasta on käyty keskustelua myös aivan viimeaikaisessa kirjallisuudessa ja päädytty siihen, että aktiebolagslagen ei sulje pois Ruotsin takaisinsaantisäännösten soveltamista osakeyhtiön voitonjakoon.[12]

Kysymystä fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavasta funktiosta on syytä tarkastella nyansoidusti myös kotimaisessa oikeudessa. Ajatus siitä, että yhtiön edun suojakohde vaihtuu maksukyvyttömyysskenaariossa, ei ole saanut yksiselitteistä kannatusta viimeaikaisessa kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa. Kriittistä kantaa on perusteltu sillä, ettei ajatukselle löydy tukea kirjallisuudesta ja oikeuskäytännöstä.[13] *Mähösen* ja *Villan* mukaan johdon velvollisuus ottaa velkojien edut huomioon konkretisoitui vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana samalla tavalla kuin voimassa olevan lain aikana eli ennen kaikkea osakeyhtiölain nimenomaisissa velkojainsuojasäännöksissä.[14] Toisaalta Mähönen ja Villa ovat pitäneet OYL 1:5:ää velkojainsuojasäännöksenä[15] ja he rinnastivat sen ainakin aikaisemmin pitkälti yhtiön etuun[16], joten argumentaatiosta seuraisi johdonmukaisesti, että OYL 1:8 suojasi kirjoittajien mukaan ainakin jossain määrin myös velkojia. Tutkimuksensa uusimmassa painoksessa Mähönen ja Villa ovat selvästi sillä kannalla, että yhtiön etu edellyttää paitsi osakkeenomistajien myös velkojien etujen turvaamista. Heidän mielestään yhtiön etua ei tulisi tulkita puhtaasti OYL 1:5:n näkökulmasta.[17]

Timosen mukaan osakeyhtiölain velkojainsuojajärjestelmä rakentuu pääasiallisesti ”yhtiön intressin tai yleisen velkojatahon intressin” varaan.[18] Konkurssissa yhtiön kanneoikeus siirtyy konkurssipesälle. Savelan mukaan konkurssipesä voi vaatia johtajilta korvausta yleisen huolellisuusvelvollisuuden (OYL 1:8) rikkomisen perusteella.[19] Konkurssipesä edistää velkojien yhteistä etua. Jos konkurssipesällä on oikeus saada korvausta huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien rikkomisen perusteella, tulkinta sisältää jo itsessään kannanoton siitä, että fidusiaariset velvollisuudet suojaavat ainakin jossain määrin velkojia. Toinen asia on se, miten laajasti, missä olosuhteissa ja millä reunaehdoilla.

---

[11] *Keay* 2002 s. 393–394.
[12] *Karlsson* 2015 s. 68–87, erityisesti s. 68–74.
[13] Ks. *Rasinaho* 2013 s. 555 alav. 17.
[14] *Mähönen – Villa* 2006 s. 125. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2012 s. 364.
[15] *Mähönen – Villa* 2006 s. 94.
[16] Ibid. s. 121.
[17] *Mähönen – Villa* 2015 s. 6, 173–174.
[18] *Timonen* 2012 s. 512.
[19] *Savela* 2006 s. 139 ja *Savela* 2015 s. 149.

Lautjärvi on selvittänyt tuoreessa tutkimuksessaan nimenomaisesti johdon lojaliteettivelvollisuuden velkojia suojaavaa funktiota.[20] *Lautjärven* mukaan OYL 22 luvun vahingonkorvaussäännösten suhde OYL 1 luvun yleisperiaatteisiin on jäänyt epäselväksi. Hän on suosittanut korvaussäännösten soveltuvuuden, suojan kohteiden sekä keskinäisten yhteyksien täsmentämistä erityisesti niissä tilanteissa, joissa johtajat ovat rikkoneet lojaliteettivelvollisuuttaan. Lautjärvi väittää, ettei OYL 22 luvussa tai sen perusteluissa ole säädetty nimenomaisesti lojaliteettivelvollisuuden rikkomiseen liittyvistä seurauksista. Hän on kiinnittänyt erityistä huomiota siihen, ettei velkojille välttämättä jää osakeyhtiöoikeudellisia oikeussuojakeinoja lojaliteettivelvollisuuden vastaisen käytöksen sanktioimiseksi. Lautjärvi esittääkin OYL 22:1:n selkiyttämistä de lege ferenda.[21] Lautjärven mukaan oikeuskäytäntö ei ole selkiyttänyt korvaussäännöksen tulkintaan liittyviä ongelmia. Velkojilla ei siten olisi tällä hetkellä käytännössä oikeussuojaa niissä tilanteissa, joissa johtajat rikkovat huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksiaan.[22] Lautjärven johtopäätös on, että OYL 1:8:n yleinen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus tulisi ainakin tietyissä tilanteissa ulottaa suojaamaan yhtiön sopimusvelkojia.[23]

Jo edeltävä lyhyt kirjallisuuskatsaus osoittaa, ettei Suomessa kriittisistä puheenvuoroista huolimatta ole perusteltua hylätä ajatusta, jonka mukaan fidusiaariset velvollisuudet suojaavat velkojia. Erikseen joudutaan kuitenkin arvioimaan, mihin osakeyhtiölain säännöksiin tällaiset velvollisuudet ankkuroituvat ja kuka on oikeutettu saamaan korvausta niiden rikkomisen perusteella. Koska oikeustila on niin epäselvä kuin se tällä hetkellä on, oikeuskäytännön perinpohjainen avaaminen on perusteltua. Pääluvun päätteeksi kotimainen oikeuskäytäntö selitetään yhtiöoikeudellisten teorioiden kontekstissa.

Kysymys yhtiön edun velkojia suojaavasta funktiosta on epäilemättä tutkimisen arvoinen. Tutkimuskysymyksen selvittämisessä on kiinnitettävä erityistä huomiota terminologiaan. Tuomioistuimet eivät välttämättä totea ratkaisuissaan eksplisiittisesti, että ”yhtiön etu”, ”voitontuottamistarkoitus” tai ”lojaliteettivelvollisuus” suojaa velkojia. Myös esimerkiksi ”fidusiaariset velvollisuudet” ja ”yhtiön edun velkojia suojaava funktio” ovat pääasiallisesti kirjallisuudessa käytettyjä termejä. Oikeuskäytännön aineellinen sisältö voi kuitenkin olla sellaista, että voidaan johdonmukaisesti puhua johdon fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan. Joka tapauksessa johdon *osakeyhtiöoikeudelliset* fidusiaariset velvollisuudet velkojia kohtaan voivat perustua vain OYL:n säännöksiin. Tässä yhteydessä en pohdi yksityiskohtaisesti sitä, missä määrin muista laeista kuin OYL:sta voidaan johtaa johdolle fidusiaarisia velvollisuuksia

[20] *Lautjärvi* 2015 s. 282–328.
[21] Ibid. s. 300–301, 323–324.
[22] Ibid. s. 335.
[23] Ibid. s. 337.

velkojia kohtaan. Olen jo toisessa yhteydessä suhtautunut kriittisesti ainakin siihen, että johtajille asetettaisiin laajoja osakeyhtiölaista irtoavia fidusiaarisia velvollisuuksia *yksittäisiä* velkojia tai osakkeenomistajia kohtaan.[24]

7.2 OSAKEYHTIÖLAIN YLEISPERIAATTEIDEN JA LAITTOMAN VAROJENJAON SUHDE

Johdon lojaliteettivelvollisuus voidaan periaatteessa ankkuroida osakeyhtiölain useisiin eri säännöksiin (OYL 1:5, OYL 1:7, OYL 1:8, OYL 13:1.3, OYL 22:1). Toisin sanoen yhtiön etu ilmenee useista eri säännöksistä. Säännösten kirjoitusasut voivat kuitenkin viitata vain tiettyihin henkilöihin (OYL 1:5), mikä herättää kysymyksen, onko säännös voimassa vain siinä nimenomaisesti mainittujen henkilöiden vai myös muiden tahojen hyväksi. Kokonaan oma kysymyksensä on se, keitä säännös suojaa, jos sen sanamuoto viittaa vain ”yhtiöön” (OYL 1:8). Edelleen säännös voi asettaa abstrakteja aineellisia reunaehtoja yhtiön varojen käytölle ilman, että säännöksessä täsmennettäisiin, keiden kaikkien intressissä reunaehdot on asetettu (OYL 13:1.3).

Osakeyhtiölain mukaan sallitut varojenjakotavat on lueteltu OYL 13:1.1:ssa. Osakeyhtiölain 13:1.3:n mukaan muu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjakoa. Yhtiön varojen jakaminen ja varojen käyttö eivät tarkoita aina samaa asiaa.[25] Varojen vastikkeeton jakaminen on yksi tapa käyttää yhtiön varoja, mutta varojen käyttö voi tarkoittaa muutakin.[26] Esimerkiksi konserniavustuksen[27] tai lähipiirilainan[28] antaminen ei ole varojenjakoa, vaan ne tarkoittavat yhtiön *varojen käyttöä* hallituksen yleistoimivallan puitteissa. Varojen käytön on täytettävä OYL 13:1.3:ssa tarkoitettu liiketaloudellisen perusteen vaatimus. Jos varojen käyttö ei ole liiketaloudellisesti perusteltua, se rinnastuu laittomaan varojenjakoon. Näin ollen esimerkiksi konserniavustuksen antaminen voi tapauskohtaisesti tulla arvioiduksi laittomana varojenjakona.[29]

Jotkin väärinkäytökset rikkovat yhtäaikaisesti useita osakeyhtiölain säännöksiä. Esimerkkinä on pidetty sitä, että yhtiö maksaa enemmistöosakkeenomistajista koostuvalle johdolle ”ylisuuria palkkioita”. Päätös voi olla sekä yleislausekkeen (OYL 1:7) että liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen (OYL 13:1.3) vastainen. Tällainen päätös rikkoisi sekä vähemmistöosakkeenomista-

[24] *Nyström* 2015d s. 650.
[25] *Villa* 2013 s. 474; *Immonen – Villa* 2015 s. 18–20.
[26] Ks. myös *Immonen – Villa* 2015 s. 18–20.
[27] *Villa* 2012 s. 93–115.
[28] *Mähönen – Villa* 2015 s. 160, 421.
[29] *Immonen – Villa* 2015 s. 18–20.

jien että velkojien oikeuksia.[30] Ylisuuret palkkiot voidaan tulkita voitontuottamistarkoituksen vastaisiksi.[31] Selvää on, että tällaiset palkkiot voitaisiin riitauttaa vaihtoehtoisesti OYL 1:8:n nojalla. Yhtiön edun mukaista ei ole se, että johdolle maksetaan ylisuuria palkkioita, miten rajanveto oikeasuhtaisen ja ylisuuren palkkion välillä in casu tehdäänkin.

Kirjallisuudessa on pohdittu, merkitseekö OYL 1:7:n vastainen menettely aina myös OYL 13:1.3:ssa tarkoitettua laitonta varojenjakoa. Kirjoittajien mukaan ”vastaus on kieltävä niiltä osin kuin konkreettista vahinkoa ei ole aiheutunut”, koska OYL 1:7:n soveltaminen ei edellytä vahingon aiheutumista. Jos taas OYL 1:7:n vastaisella menettelyllä on tosiasiassa tuotettu osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua nimenomaan yhtiön kustannuksella, kyse voi hyvin olla laittomasta varojenjaosta.[32] On myös pohdittu, jääkö laitonta varojenjakoa koskevan säännöksen funktio ainakin osittain vain informatiiviseksi.[33] Vaikka OYL 1:7:n ja OYL 13:1.3:n soveltamisedellytykset poikkeavat toisistaan, ne sisältävät nähtävästi saman vaatimuksen yhtiön edun edistämisestä.

Jo edeltävästä käy hyvin ilmi, että yhtiön etua loukkaava päätös voi vahingoittaa osakkeenomistajien ohella velkojia. Jos yleisperiaatteiden ja laitonta varojenjakoa koskevan säännöksen soveltamisalat ovat joka tapauksessa ehkä tärkeimmiltä osiltaan päällekkäiset, osakkeenomistajien ja velkojien näkökulmasta ei ole merkitystä sillä, perustetaanko heidän oikeussuojansa OYL 1:5:ään, OYL 1:7:n yleislausekkeeseen, OYL 1:8:ään vai OYL 13:1.3:iin. Jos OYL 1:5, OYL 1:7, OYL 1:8 ja OYL 13:1.3:n ymmärretään sisältävän saman vaatimuksen yhtiön edun edistämisestä, vaikuttaisi epäjohdonmukaiselta jättää velkojan korvauskanteen menestyminen riippumaan pelkästään siitä, onko hän luonnehtinut kanteen perusteena olevaa päätöstä ”liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen vastaiseksi”, ”voitontuottamistarkoituksen vastaiseksi”, ”epäoikeutetun edun antamisen kiellon vastaiseksi” vai ”yhtiön edun vastaiseksi”. Keskeistä on se, että normien sisältämän yhteisen elementin rikkominen *voi aiheuttaa velkojille vahinkoa*.

Voitontuottamistarkoitukselle (OYL 1:5), yleislausekkeelle (OYL 1:7), yhtiön edulle (OYL 1:8) ja liiketaloudellisen perusteen vaatimukselle (OYL 13:1.3) on yleisesti ollut vaikea löytää selkeästi toisistaan erillisiä merkityssisältöjä. Esimerkiksi yleislausekkeen ja yhtiön edun keskinäinen suhde on määritelty niin, että OYL 1:8 asettaa johdolle lojaliteettivelvollisuuden, jota OYL 1:7 täsmentää.[34] Myös OYL 1:5 ja OYL 1:7:n keskinäisestä suhteesta voidaan sanoa, että niiden soveltamisalat menevät paljolti päällekkäin. Liiketoiminnallisissa pää-

[30] *Pönkä* 2012 s. 136.
[31] *Pönkä* 2012. s. 286.
[32] *Airaksinen ym.* 2010b s. 31.
[33] *Airaksinen ym.* 2010b s. 31–32.
[34] *Pönkä* 2012 s. 236. Ruotsissakin yhtiön edun vastaisuus on ymmärretty yleislausekkeen vastaisuudeksi. Ks. *Dotevall* 1989 s. 200.

töksissä ne lähes ”sulautuvat samaksi periaatteeksi”.[35] Edelleen on huomionarvoista, että moni tutkija rinnastaa melko suoraviivaisesti myös OYL 1:5 ja OYL 1:8:n keskenään. Tuoreessa oikeuskirjallisuudessa korostetaan yleisesti OYL 1:5, OYL 1:7 ja OYL 1:8:n kiinteää keskinäistä yhteyttä.[36] Samoin korostetaan OYL 13:1.3:n liityntää lain 1 luvun yleisperiaatteisiin.[37] Vielä eksplisiittisemmin on tulkittu, että yhtiön liiketoimet ovat yhtiön edun mukaisia, jos niiden tekemiseen on liiketaloudellinen peruste.[38] Säännökset ovat ilmeisesti ainakin osittain päällekkäisiä.[39]

Yleisperiaatteiden ja laitonta varojenjakoa koskevan säännöksen soveltamisalojen päällekkäisyys käy ilmi myös osakeyhtiölain perusteluista. Kuten kirjallisuudessa, lain esitöissä normit määriteltiin paljolti keskinäisin ristiinviittauksin. Liiketaloudellisen perusteen vaatimus määriteltiin viittaamalla voitontuottamistarkoitukseen. Liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen vastaiset toimet ovat yleensä samat, jotka rikkovat voitontuottamistarkoitusta.[40] Edelleen perusteluissa korostettiin yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen kiinteää yhteyttä.[41]

Yleisperiaatteet määritellään tyypillisesti kehäpäätelmänomaisesti keskinäisin ristiinviittauksin ja asettamalla yhtiön edulle joka tapauksessa lähtökohtaisesti samat aineelliset kriteerit. Tällöin voidaan hyvin ryhtyä kirjoittamaan suoraan vain yhdestä normista tai yhtiön edusta. Edellä käsitellyt normit ilmentävät pääasialliselta sisällöltään yhtä ja samaa normia eli lojaliteettivelvollisuutta, joka suojaa välittömästi yhtiötä ja välillisesti osakkeenomistajia sekä velkojia. Normit ovat osittain päällekkäiset, mutta ne eivät ole *identtiset*. Erityisesti OYL 1:8:llä on muita normeja täydentävä funktio. Näiltäkin osin OYL 1:8:n välitön suojakohde on yhtiö.

Kaiken kaikkiaan näyttää siltä, että osakeyhtiölaissa säännellään vain yhdestä yhtiön edusta, joka on kuitenkin kirjattu säädösteknisesti useampaan eri lainkohtaan. Tällöin on odotettavaa, että sääntelystä seuraa tulkintaongelmia sen suhteen, keitä yhtiön etu suojaa. Tulkintavaikeuksia lisää entisestään OYL 22:1:n kirjoitusasu. Korvaussäännöksen sanamuodon perusteella voisi tulkita, että muulla henkilöllä kuin yhtiöllä olisi oikeus saada korvausta suoraan itselleen sillä perusteella, että johto on rikkonut OYL 1:5:ää, OYL 1:7:n yleislau-

---

35 *Vahtera* 2011a s. 166.
36 *Mähönen* 2013a s. 569. Ks. myös *Salo* 2015 s. 50 ja *Immonen – Villa* 2015 s. 26–27, 32.
37 *Lautjärvi* 2015 s. 148–149.
38 *Immonen – Villa* 2015 s. 33–34.
39 *Airaksinen* 2013a s. 452.
40 HE 109/2005 vp. s. 124: ” – – hankinta on liiketaloudellisesti perusteltu ja siten yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen – – ”. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 95, joiden mukaan ”yhteiskuntavastuun toteuttamisella täytyy [kuitenkin] olla yhteys voiton tuottamisen tarkoitukseen, muuten kyse olisi yhtiön resurssien käyttämisestä yhtiön tarkoituksen vastaisiin tarkoituksiin *ja näin ollen* OYL 13:1.3:ssä tarkoitetusta laittomasta varojenjaosta”.
41 HE 109/2005 vp. s. 40.

seketta tai OYL 13:1.3:a. Sanamuodon mukaista tulkintaa ei kuitenkaan ole syytä noudattaa, koska yhtiön etu on normaalioloissa yhtiötä suojaava normi riippumatta siitä, mihin OYL:n säännöksiin se ankkuroidaan. Siltä osin kuin yhtiön etua ilmentävien säännösten soveltamisalat ovat päällekkäiset, niiden vahingonkorvausoikeudellisen kohtelun tulee olla samanlaista. Säännösten sanamuodoissa mainittuja henkilötahoja, otsikointeja ja systemaattisia sijainteja tärkeämpiä seikkoja ovat niiden aineelliset sisällöt ja suojakohteet. Jos OYL:n säännöksen kuten lojaliteettivelvollisuuden rikkominen voi ylipäätään aiheuttaa vahinkoa tietylle sidosryhmälle, olisi perusteetonta torjua säännöksen vahingonkärsijää suojaava funktio vain sillä perusteella, mitä säännösten sanamuodoista, otsikoinneista tai systemaattisista sijainneista voisi päätellä.

Jo vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa kirjallisuudessa puollettiin kantaa, jonka mukaan johdon yleinen huolellisuusvelvollisuus ei aiheuttaisi korvausvastuuta muuta henkilöä kuin yhtiötä kohtaan, vaikka velvollisuus kirjattaisiin lakitekstiin. Kantaa perusteltiin sillä, ettei yleisen huolellisuusvelvollisuuden tarkoituksena ollut sivullisen suojaaminen. Suojatarkoitusopista lähtevä tulkinta vietiin niin pitkälle, että yleinen huolellisuusvelvollisuus ei olisi aiheuttanut korvausvastuuta muita kuin yhtiötä kohtaan, *vaikka velvollisuus olisi kirjattu yhtiöjärjestykseen*.[42] Tulkinnat ovat edelleen puollettavissa. Johdolla ei voimassa olevan lain aikanakaan ole yleistä velvollisuutta edistää huolellisesti toimien yksittäisten osakkeenomistajien tai velkojien etuja. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet kohdistuvat yhtiöön.[43] Näiden velvollisuuksien rikkominen vahingoittaa tyypillisesti vain yhtiötä, joten on vaikea perustella, miksi ainoastaan velvollisuuksien kirjaaminen yhtiöjärjestykseen oikeuttaisi arvioimaan asiaa toisin. Toisenlaista tulkintaa tukee ainoastaan OYL 22:1.2:n ongelmallinen sanamuoto.

Jos yleisperiaatteet ja liiketaloudellisen perusteen vaatimus ymmärretään keskeisiltä osiltaan saman yhtiön edun ja lojaliteettivelvollisuuden ilmentyminä, osakeyhtiölain tulkinta helpottuu olennaisesti. Kyse on lähtökohtaisesti vain yhtiöentiteettiä suojaavista normeista. Tapauskohtaiset olosuhteet vaikuttavat kuitenkin siihen, millaisia reunaehtoja yhtiön etu asettaa johdolle kussakin tilanteessa ja mitkä tahot ovat oikeutettuja toteuttamaan johdon vastuun yhtiötä kohtaan.

Edellä esitetty pätee vain siltä osin kuin säännösten soveltamisalat ovat päällekkäiset. On perusteltua kirjoittaa ainoastaan säännösten kiinteästä liitynnästä tai osittaisesta päällekkäisyydestä, koska niillä on myös itsenäisiä merkityssisältöjä toisiinsa nähden. Tämä pätee erityisesti OYL 1:7 ja OYL 1:8:ään. Kumpikin sisältää osakkeenomistajaa välittömästi suojaavan elementin, tosin

---

[42] *Halila* 2000 s. 986–988 tukee näkemyksiään viittauksin mm. teokseen *Taxell* 1988. Toisin *Savela* 2015 s. 146.
[43] *Nyström* 2015d s. 640–641.

OYL 1:8:ään sisältyvä elementti aktivoituu vain tietyissä erityisolosuhteissa. OYL 1:8 turvaa myös hallituksen laajan itsenäisen harkintavallan siinä, miten se katsoo parhaaksi tasapainottaa yhtiön sidosryhmien intressejä toisiaan vasten in casu. Lisäksi OYL 1:8 mahdollistaa puuttumisen sellaisiin väärinkäytöksiin, joita ei välttämättä pystyisi sanktioimaan muiden säännösten avulla. Esimerkiksi erilaisten investointipäätösten ja luottopäätösten yhteydessä voidaan joutua arvioimaan lain salliman riskinoton rajoja, vaikka päätökseen ei liittyisi yhtiön varojen käyttöä niille vieraisiin tarkoituksiin. Päätökset voivat periaatteessa olla motiiveiltaan ja tarkoituksiltaan moitteettomia, mutta yhtiö on asetettu alttiiksi liian suurelle riskille. Edelleen OYL 1:8:stä voidaan johtaa kilpailukiellon ja salassapitovelvollisuuden kaltaisia velvoitteita, joita ei välttämättä ole mahdollista perustaa muihin yleisperiaatteisiin ja laitonta varojenjakoa koskevaan säännökseen.

Kysymys siitä, missä määrin yleisperiaatteet ja laitonta varojenjakoa koskeva säännös ovat keskenään päällekkäisiä, on velkojien oikeussuojan näkökulmasta erityisen tärkeä. Kirjallisuudessa on usein rinnastettu OYL 1:5 ja OYL 1:8, mikä oikeuttaisi päättelemään, että OYL 1:8:ssä on kyse ainoastaan osakkeenomistajien suojaamisesta. Laitonta varojenjakoa koskevan säännöksen sijainti OYL 13 luvussa on puolestaan jo itsessään osoitus siitä, että säännöksen yhtenä tarkoituksena on suojata yhtiön velkojia. Jos osakeyhtiölakia tulkitaan niin, että OYL 1:8 suojaa ainoastaan osakkeenomistajia ja OYL 13:1.3 velkojia, velkojien oikeussuojan laajuus jää riippumaan keskeisesti siitä, eroavatko OYL 1:8 ja OYL 13:1.3 jotenkin toisistaan.

OYL 1:8 ja OYL 13:1.3 ovat epäilemättä ainakin osittain päällekkäisiä. Säännöksissä on kuitenkin myös eroja. Ainoastaan OYL 1:8 velvoittaa sanamuotonsa mukaan johtoa aktiiviseen toimintaan. Toisin sanoen passiiviseksi jättäytyminen voi eräissä olosuhteissa tarkoittaa OYL 1:8:n vastaista menettelyä, joka johtaa OYL 22:1:n mukaiseen korvausvastuuseen yhtiötä kohtaan. OYL 1:8:ssä on selvästi kielletty yhtiön varojen käyttäminen yhtiöintressille vieraisiin tarkoituksiin, mutta myös *huolimaton* asiainhoito. OYL 13.1.3:n terminologia on tulkinnanvaraista. Säännöksen mukaan *liiketapahtuma*, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjakoa. Säännöksen sanamuodoissa on useita seikkoja, joiden perusteella voisi ajatella, että OYL 13:1.3:n soveltamisala on selvästi suppeampi kuin OYL 1:8:n ja velkojien oikeussuoja näin osakkeenomistajien oikeussuojaa kapeampi. Tällaiseen tulkintaan on kuitenkin syytä suhtautua kriittisesti.

OYL 13:1.3:ssa käytettyä liiketapahtuman käsitettä on pidetty epäonnistuneena.[44] *Mähösen* ja *Villan* mukaan varojenjaon yhdenmukaisuus osakeyhtiölain vaatimusten kanssa voidaan ratkaista vain osakeyhtiölain perusteella eikä

[44] *Mähönen – Villa* 2015 s. 433–434 ja *Savela* 2015 s. 431–432. Ks. myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015b s. 384.

sillä, mitä liiketapahtumalla tarkoitetaan kirjanpidossa.[45] Jos OYL 13:1.3:n tulkinnassa ei anneta tarpeettomasti painoarvoa liiketapahtuman käsitteen kirjanpidolliselle merkityssisällölle, säännöksen käyttöala kasvaa selvästi. Toisaalta voidaan kysyä, miksei velkojien oikeussuojaa toteutettaisi suoraan OYL 1:8:n eikä OYL 13:1.3:n avulla.

OYL 13:1.3:n sanamuodoissa on muitakin ongelmia kuin liiketapahtuman käsite. *Savela* on esimerkiksi pohtinut, mitä tarkoitetaan yhtiön varojen vähenemisellä tai sen velkojen lisäämisellä. Näiden soveltamisedellytysten suppea tulkinta näyttää johtavan epätarkoituksenmukaisiin lopputuloksiin. Savela päätyy samalla suosittamaan, että passiivisuus tulkitaan eräissä tapauksissa laittomaksi varojenjaoksi, vaikka OYL 13:1.3:n sanamuodosta ei voi näin suoraan päätellä.[46] Myös yleislausekkeen sanamuoto viittaa siihen, että lainkohdassa kielletään vain tietynlainen aktiivinen toiminta (”ei saa *tehdä päätöstä* tai *ryhtyä muuhun toimenpiteeseen*…”). Savelan mukaan passiivisuus voi kuitenkin olla OYL 1:7:n vastaista.[47]

Fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen menettely voi koitua osakkeenomistajien ohella tai sijaan velkojien vahingoksi. OYL 13.1.3:n rationa on suojata velkojia yhtiön edun vastaiselta varojen käytöltä. Tällöin velkojien oikeussuojaa ei ole perusteltua evätä ainoastaan vetoamalla OYL 13:1.3:n sanamuotoihin, joita on kirjallisuuden valossa pidetty yleisesti ongelmallisina. Delawaren oikeuden tarkastelu osoitti, että velkojat voivat saada maksukyvyttömyysskenaarioissa oikeussuojaa samoilta fidusiaaristen velvollisuuksien vastaisilta toimilta ja laiminlyönneiltä kuin osakkeenomistajat normaalioloissa. Saman pitäisi olla mahdollista Suomessa ja velkojien oikeussuoja on tällöin perustettava OYL 1:8:ään. OYL 13:1.3:ssa tarkoitettu yhtiön varojen vähentäminen tai sen velkojen lisääminen ilman liiketaloudellista perustetta on vain yksi tapa rikkoa OYL 1:8:ää velkojien vahingoksi.

Rasinaho on pohtinut tuoreessa artikkelissaan sitä, voiko passiivisuus merkitä laitonta varojenjakoa.[48] Sama kysymys voidaan esittää kääntäen niin, onko hallitus velvollinen edistämään *aktiivisesti* yhtiön etua velkojien hyväksi. Kysymys liittyy läheisesti kansainvälisessä kirjallisuudessa käsiteltyyn *corporate opportunity* -problematiikkaan.[49] Rasinaho esittää esimerkkitilanteena sen, että tytäryhtiö jättää käyttämättä ansaintamahdollisuuden kuten yhtiölle tehdyn tilauksen ja pyytää tilauksen tekijää osoittamaan tilauksensa emoyhtiölle. Erityisesti jos tytäryhtiön vapaa oma pääoma on negatiivinen, ansaintamahdollisuuden ”siirtäminen” emoyhtiölle voitaisiin periaatteessa tulkita laittomaksi

[45] *Mähönen – Villa* 2015 s. 434.
[46] *Savela* 2015 s. 431–432. Ks. problematiikasta myös *Rasinaho* 2016 s. 232–236.
[47] *Savela* 2010 s. 13.
[48] *Rasinaho* 2016 s. 232–236.
[49] Ks. doktriinista eurooppalainen vertailu *Gerner-Beuerle – Schuster* 2013 s. 28–34.

varojenjaoksi.[50] Tämä on hyvä esimerkki skenaariosta, jossa tytäryhtiön johdon suhtautumisella voi olla merkittävä vaikutus velkojien asemaan. Samalla se on kuitenkin skenaario, johon voi olla vaikea puuttua, jos tulkinnassa pitäydytään tiukasti OYL 13:1.3:n sanamuodoissa. Näin on siksi, että hallituksen päätöstä ohjata tilaaja tekemään tilauksensa emoyhtiölle ei välttämättä pidetä kirjanpidollisena ”liiketapahtumana”, ”yhtiön varojen vähentämisenä” tai ”sen velkojen lisäämisenä”. Edellä esitetyssä esimerkissä on vielä se kiinnostava piirre, että tytäryhtiön hallituksen päätöstä *ohjata* tilaaja tekemään tilauksensa emoyhtiölle on vaikea luokitella johdonmukaisesti joko passiiviseksi laiminlyönniksi tai aktiiviseksi toiminnaksi. Moni seikka puhuu sen puolesta, että koko kysymyksen arvioinnissa ei tule antaa ratkaisevaa merkitystä OYL 13:1.3:n sanamuodoille tai tiukoille luokitteluille passiiviseen ja aktiiviseen toimintaan. Keskeistä on se, mitä yhtiön etu edellyttää hallitukselta, keiden intresseihin hallituksen toimet vaikuttavat taloudellisesti ja ketkä ansaitsevat oikeussuojaa.

Rasinaho on tarkastellut kansainvälisistä lähteistä erityisesti *Enriquesin ynnä muiden* sekä *Anderssonin* näkemyksiä.[51] Näiden pohjalta voidaan esittää kokoavasti perusteita, joilla on mahdollista vastustaa corporate opportunity -tilanteiden hahmottamista velkojainsuojaongelmaksi tai Rasinahon termein varojenjakokysymykseksi: ansaintamahdollisuuden havainnut yhtiö ei ole aina paras taho toteuttamaan hanketta (i), harvalla yhtiöllä on tarpeeksi resursseja toteuttaakseen kaikki potentiaalisesti kannattavat hankkeet (ii), ”tuottoisan liiketoimen” määritteleminen on hankalaa (iii), johdolla on oltava lähtökohtainen vapaus päättää yhtiön liiketoiminnan harjoittamisesta (iv) ja usein on hankalaa todeta, miten tuottoisa jokin hypoteettinen liiketoimi olisi ollut (v).[52] Erityisesti viimeisenä mainittu näkökohta on yhtä lailla yhtiöoikeudellinen kuin vahingonkorvausoikeudellinen ongelma, jonka ratkaisemisessa tuomioistuin joutuu todennäköisesti monesti turvautumaan oikeudenkäymiskaaren (4/1734) 17:2.3:n säännökseen. Sen mukaan tuomioistuin arvioi yksityisoikeudellisen saatavan määrän, jos siitä ei ole saatavissa uskottavaa näyttöä tai se olisi saatavissa vain vaikeuksin tai asian laatuun nähden kohtuuttomilla kustannuksilla tai kohtuuttomalla vaivalla.[53]

Taloudellisesti tehokas ja oikeudellisesti toimiva lainsäädäntö- tai tulkintaratkaisu corporate opportunity -ongelmaan voi olla erilainen eri päämies-agenttirelaatioissa. *Rasinaho* suhtautuu epäillen kansainvälisessä kirjallisuudessa esitettyihin näkemyksiin, koska corporate opportunity -problematiikka ei ole

---

[50] *Rasinaho* 2016 s. 232.
[51] *Enriques ym.* 2009 s. 153–154 ja 165–166 sekä *Andersson* 2010 s. 96–98.
[52] *Rasinaho* 2016 s. 232–233.
[53] Säännös vastaa osittain sen edeltäjää eli oikeudenkäymiskaaren 17:6:ää. Ks. HE 46/2014 vp. s. 46–48. Vanhasta säännöksestä kirjallisuudessa *Viljanen* 2009 s. 565–578.

relevantti ainoastaan johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen kannalta.[54] Tämä on johdonmukaista. Kun tarkastellaan mahdollisia perusteluja (i–v) sille, miksi corporate opportunity -tilannetta tulisi arvioida eri tavoin velkojainsuojan ja osakkeenomistajien oikeussuojan näkökulmista, niistä löytyy yhteinen heikkous. Perusteluissa ei vaikuta olevan mitään juuri velkojainsuoja-aspektille ominaista. Toisin sanoen perusteiden avulla voitaisiin yhtä hyvin puoltaa sellaista tulkintaa, että osakkeenomistajat eivät ansaitse oikeussuojaa corporate opportunity -tilanteiden varalta.

Ei ole helppo perustella, miksi corporate opportunity -tilanteet ja muut lojaliteettivelvollisuuden vastaiset tyyppiväärinkäytökset olisivat vähemmän relevantteja hallituksen ja velkojien välillä kuin hallituksen ja osakkeenomistajien tai enemmistöosakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välisissä relaatioissa. Sääntelyn johdonmukaisuus ja tarkoituksenmukaisuus puoltavat sellaista tulkintaa, että kaikissa relaatioissa ratkaiseva kriteeri on yhtiön oma etu. Jos corporate opportunity -tilanteille tai johdolle sallitulle passiivisuudelle luodaan nykyistä yksityiskohtaisemmat reunaehdot, niitä voidaan hyödyntää kaikkien kolmen agenttisuhteen tarkastelussa.

Kirjallisuudessa on pohdittu, onko huolimattomuudella aiheutettu vahinko kaikissa olosuhteissa samalla ”liiketaloudellisesti perusteetonta yhtiön varojen vähentämistä”.[55] Samalla on nostettu esiin kysymys, voiko konkurssipesä olla oikeutettu vahingonkorvaukseen sillä perusteella, että yhtiön johto pelkällä huolimattomuudella aiheuttaa vahinkoa yhtiölle.[56] Laitonta varojenjakoa koskevalla sääntelyllä ei ilmeisesti ole tarkoitettu kattaa kaikkia mahdollisia vahinkotilanteita. Laittoman varojenjaon ja muun vahingon aiheuttamisen välinen ero ei toki ole aina selvä. Tällaiset rajanveto-ongelmat eivät ilmeisesti ole kuitenkaan käytännössä kovin yleisiä. Jos osakkeenomistaja tai muu henkilö ei saa etua vahingosta, kyseessä ei ole laiton varojenjako.[57] Edellä esitetty voidaan ilmaista myös niin, että yhtiölle voidaan aiheuttaa vahinkoa sekä yhtiön edun vastaisilla päätöksillä että muilla päätöksillä. Yhtiölle voi aiheuttaa vahinkoa sellainenkin päätös tai toimenpide, jonka taustalla ei ole johdon, osakkeenomistajien tai muun henkilön edun tavoittelua yhtiön edun kustannuksella taikka yleisesti yhtiön tarkoituksen vastaista kyseenalaista motiivia. Puhtaasti huolimattomuutta osoittavat päätökset sijoittuvat luontevasti OYL 1:8:n alaisuuteen.

Laittoman varojenjaon ja muun vahingon aiheuttamisen välinen helposti tulkinnanvarainen ero ei ole ollut käytännössä kovin yleinen ongelma.[58] Rajavedolla saattaakin olla yleensä enemmän akateemista kuin käytännöllistä re-

[54] *Rasinaho* 2016 s. 232–235.
[55] *Rasinaho* 2013 s. 562.
[56] *Rasinaho* 2013 s. 562 ja siinä mainitut lähteet.
[57] *Airaksinen ym.* 2010b s. 31.
[58] *Airaksinen ym.* 2010b s. 31.

levanssia. Johdon korvausvelvollisuus yhtiötä kohtaan ei välttämättä aina jää riippumaan siitä, onko vahinkoa aiheuttanut menettely luonnehdittavissa yhtiön edun vastaiseksi vai ainoastaan huolimattomaksi. Merkitykselliseksi ei usein nouse se, onko kyseessä yhdysvaltalaisittain *loyalty claim* vai *care claim*. Riittää, kun kantaja esittää vahinkoon johtaneen oikeustosiseikaston ja vaatii sen perusteella vahingonkorvausta. Tämän jälkeen päätös joko todetaan yhtiön edun vastaiseksi tai huolimattomaksi taikka sitten ei. Vaikka huolimattomuudella aiheutettua vahinkoa ei luettaisi OYL 13:1.3:ssa tarkoitetuksi laittomaksi varojenjaoksi, tällä ei olisi lähtökohtaisesti osakkeenomistajien ja velkojien oikeussuojaa heikentävää vaikutusta. Näin on OYL 1:8:n muita yleisperiaatteita ja OYL 13:1.3:a täydentävän funktion ansiosta.

7.3 YHTIÖN ETU JA VELKOJIEN INTRESSI

Velkojien intressissä on, ettei yhtiön varoja käytetä toiminnan tarkoituksen vastaisesti niin, että yhtiö joutuu maksukyvyttömäksi tai sen maksukyvyttömyys syvenee. Velkojien intressit liittyvät siis ennen kaikkea yhtiön maksukykyisenä pysymiseen ja toiminnan jatkuvuuteen. Tämä tarkoittaa käytännössä esimerkiksi sitä, että ”mahdollisimman suuri osa yhtiön varoista ja voitosta pysyy yhtiössä ja sijoitetaan yhtiölle tuloa tuottavalla tavalla”.[59] Luonnehdinta tiivistää sen, mitä lojaliteettivelvollisuus edellyttää johdolta velkojien näkökulmasta tarkasteltuna. Toiseksi velkojien intressissä on, että johto toimii huolellisesti. Yksittäinenkin yltiöpäisen riskialtis päätös voi johtaa yhtiön maksukyvyttömyyteen ja konkurssiin, jolloin aktualisoituu vaikea kysymys velkojien oikeussuojasta johdon huolimattomuuden varalta. Toisaalta on huomattava, ettei tämän kysymyksen arvioiminen ole välttämättä olennaisesti erilaista kuin osakkeenomistajien oikeussuojaa pohdittaessa. Keskeistä on huomata se, että velkojien kärsimä vahinko konkretisoituu johdon *yhtiöentiteettiin* kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen seurauksena.

Sopimusvelkojilla on ainakin teoriassa mahdollisuus suojautua liialliselta riskinotolta ja huolimattomalta asiainhoidolta sopimusteitse ja vakuuksia vaatimalla. Toisaalta voidaan ajatella, että osakeyhtiölainsäädännön tulisi antaa velkojille johdon riskinoton varalta ainakin *joitain* lisäoikeuksia, joista ne eivät ole sopineet etukäteen, koska velkojilla ei välttämättä ole mahdollisuutta varautua kaikkiin mahdollisiin riskeihin. Informaatioylivoima on yleensä johdon eikä velkojan puolella.[60] Useimmat sopimuksenulkoiset vahingonkorvausvel-

---

[59] *Mähönen – Villa* 2015 s. 191.

[60] Oman ja vieraan pääoman ehtoisten sijoittajien yhtiöstä saama informaatio ei yleensä ole tasapuolista. Tämä informaatioepäsymmetria vaikuttaa samalla sijoittajien riskipositioon. *Lautjärvi* 2015 s. 94.

kojat eivät voi ylipäätään varautua maksukyvyttömyysriskiin ennakolta, koska he ovat yhtiön velkojina vastoin tahtoaan. Tällaisten vahingonkorvausvelkojien suoja jää osakeyhtiö- ja muun lainsäädännön sekä vakuutusjärjestelmien varaan. Velkojien erilaisista lähtöasetelmista huolimatta voitaneen lähteä siitä, että fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaava funktio olisi voimassa niin sopimusvelkojien kuin sopimuksenulkoisten velkojien suojaksi. Yhdessä nämä velkojat muodostavat velkojakollektiivin.

Osakeyhtiölain esityöt sisältävät seuraavan tulkinnanvaraisen ilmaisun: ”Yhtiön toiminnassa on kaikissa tilanteissa tavoiteltava laissa ja yhtiöjärjestyksessä määritellyn tarkoituksen toteuttamista sekä pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen, mikä puolestaan turvaa myös velkojien oikeuksia.”[61] Yhtiön edun velkojia suojaava funktio on linkitetty juuri tähän lausumaan.[62] Kirjallisuudessa lausumaa on toisaalta myös arvosteltu. On pidetty epäselvänä, liittyykö velkojien oikeuksien turvaaminen toiminnan tarkoituksen noudattamiseen vai toiminnan jatkuvuuden edistämiseen. Kritiikin mukaan viittaus toiminnan jatkuvuuteen on epämääräinen, koska konkurssiriski on yritystoiminnan elimellinen osa.[63] Asia voidaan hahmottaa tämän pääluvun ensimmäisessä kappaleessa sanottua vasten. Velkojien oikeuksien turvaaminen voi liittyä sekä toiminnan tarkoituksen kunnioittamiseen että toiminnan jatkuvuudesta huolehtimiseen. Velkojien intressissä on, että johdon päätökset ovat liiketaloudellisesti perusteltuja (lojaliteettivelvollisuus). Toisaalta velkojien intressissä on, ettei yhtiön toiminnan jatkuvuutta vaaranneta huolimattomalla päätöksenteolla, mikä ilmenee eräissä tapauksissa yltiöpäisenä riskinottona (huolellisuusvelvollisuus).

Toiminnan jatkuvuudesta huolehtiminen ei siis välttämättä tarkoita kieltoa asettaa yhtiö alttiiksi konkurssiriskille tai kieltoa ottaa toisinaan suurikin riski. Toiminnan jatkuvuudesta huolehtimisella tarkoitetaan todennäköisesti ennemmin vain sitä, että *sallitulla riskinotolla on rajansa*. Vahingonkorvausoikeudessahan on yleisesti kysymys moitittavan riskinoton rajojen määrittämisestä eikä siitä, että riskinottoon suhtauduttaisiin yleisesti torjuvasti. Toiminnan jatkuvuudesta huolehtiminen edellyttää yhtiön varojen käyttöä yhtiön edun mukaisesti sekä velvollisuutta olla altistamatta yhtiötä liian suurelle riskille. Sallitun riskinoton rajan määrittäminen on hankala lainopillinen ja vahingonkorvausoikeudellinen ongelma. Selvää lienee vain se, että rajat ovat olemassa (esim. KKO 2000:69).

Yhtiöoikeudellista korvausvastuuta koskevassa pohjoismaisessa kirjallisuudessa sallitun riskinoton rajoja on luonnehdittu monin tavoin. On esitetty, että yhtiön toimiala voi vaikuttaa sallitun riskinoton rajoihin. *Dotevallin* mukaan riskinoton sallittavuuteen vaikuttaa myös odotettava tuotto. Samoin on kiinni-

---

[61] HE 109/2005 vp. s. 39.
[62] *Mähönen – Villa* 2015 s. 6.
[63] *Rasinaho* 2013 s. 561 alav. 41.

tettävä huomiota yhtiön taloudelliseen asemaan.[64] Viimeksi mainittu näkökohta voi tarkoittaa esimerkiksi sitä, että yhtiön huono taloudellinen asema kiristää sallitun riskinoton rajoja. Yhtiön hyvä likviditeetti ja vahva oma pääoma tekevät mahdolliseksi suuremman riskinoton kuin heikko taloudellinen asema.[65] Samalla on esitetty, että johto rikkoo velvollisuuksiaan yhtiötä kohtaan, jos se ei ota riskiä ja siten edistä voitontuottamistarkoituksen toteutumista. Tämän näkemyksen mukaan saamatta jäänyt voittokin voi olla vahinkoa.[66] Yhtiön johto saa ottaa suuria riskejä, mutta se ei saa ”pelata yhden kortin varassa”.[67] *Savela* on todennut, että johdon velvollisuus edistää velkojien etua konkretisoituu OYL:n velkojainsuojasäännöksissä. Hän toteaa ulkomaisiin lähteisiin viitaten, että *muutoin* hallituksella on ainoastaan ”velvollisuus olla ryhtymättä aivan epärealistisen riskipitoisiin toimenpiteisiin”.[68] Konsernien yhteydessä Savela kirjoittaa, että tytäryhtiön johto on velvollinen edistämään tytäryhtiön omaa etua, joskin tytäryhtiön intressissä voi olla myös konsernin menestys. Näin ei kuitenkaan ole, jos ”on olemassa riski yhtiöiden olemassaolon lakkaamisesta”.[69] Emoyhtiön tai konsernin intressi ei voi olla määräävä, jos se edellyttää toimenpiteitä, jotka riskeeraavat tytäryhtiön toiminnan jatkumisen. *Vahteran* mukaan liiketoiminnallisen riskin ottaminen on kielletty, jos päätös todennäköisesti johtaa yhtiön maksukyvyttömyyteen tai konkurssiin, vaikka päätöksestä voitaisiin odottaa huomattavaa hyötyä. Tällaisen päätöksen tekeminen ilmentää usein osakkeenomistajien opportunismia, ja se voi vaarantaa yhtiön toiminnan going concern, mikä on vastoin velkojien ja osakkeenomistajien odotuksia.[70] Jos johdolle asetetaan velvollisuus olla ryhtymättä tässä tarkoitettuihin liian riskialttiisiin hankkeisiin, velvollisuus tulee ankkuroida osakeyhtiölain säännöksiin. OYL 1:8 tarjoaa tällöin luontevan normipohjan. Kirjallisuudessa sanotun perusteella on selvää, että velvollisuuden rikkominen voi koitua osakkeenomistajien ohella velkojien vahingoksi.

Jo edeltävästä huomataan, että sallitun riskinoton rajoja voidaan todennäköisesti lähestyä lainopissa vain hyvin abstraktilla tasolla. Kannanotot jäävät väistämättä varsin yleisluonteisiksi ja sallitun riskinoton rajojen määrittäminen jää ratkaistavaksi in casu.[71] Tapauskohtaisessa arvioinnissa lähtökohta on sama kuin yhtiön varojen käyttöä koskevissa päätöksissä muutenkin eli yhtiökohtaiset olosuhteet vaikuttavat sallitun riskinoton rajoihin. Se mikä on sallittua yh-

---

[64] *Dotevall* 1989 s. 196.
[65] *Dotevall* 1989 s. 198 tukee ajatuksiaan ennen kaikkea saksalaisilla lähteillä.
[66] *Dotevall* 1989 s. 196 alav. 4.
[67] *Dotevall* 1989 s. 196–197.
[68] *Savela* 2006 s. 72.
[69] *Savela* 2006 s. 332.
[70] *Vahtera* 2011a s. 190.
[71] *Kyläkallio* 1963 s. 160. Ks. myös *Salo* 2015 s. 38, jonka mukaan osakeyhtiölainsäädännössä ei määritellä tarkasti hyväksyttävän riskinoton tasoa.

den yhtiön hallitukselle, voi olla kiellettyä toisen yhtiön hallitukselle.[72] Myös luottolaitostoiminnasta annetun lain (121/2007) näkökulmasta on esitetty, että sallitun riskinoton tason määritteleminen ei ole yleisellä tasolla mahdollista.[73] Johtajat saavat todennäköisesti ottaa lain mukaan melko paljon riskejä. Toisinaan selvätkin liiketaloudelliset virhearvioinnit läpäisevät lain seulan.

Hallitus on tiettyyn rajaan asti oikeutettu, muttei velvollinen edistämään yhtiön etua tietyn osakkeenomistajan tai velkojan toivomalla tavalla. OYL 1:8 saattaa kuitenkin edellyttää, että tytäryhtiön hallitus itsenäisen harkinnan tuloksena kieltäytyy panemasta toimeen osakkeenomistajan kuten emoyhtiön preferoimaa korkean riskin strategiaa. OYL 1:8:n syrjäyttäminen osakkeenomistajan tosiasiallisten preferenssien tieltä voi johtaa viime kädessä tytäryhtiön hallituksen jäsenten henkilökohtaiseen vahingonkorvausvastuuseen tytäryhtiötä kohtaan.

OYL 22:1:n mukaan sekä huolellisuus- että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen aiheuttaa johdolle korvausvastuun yhtiötä kohtaan. Kummankin velvollisuuden rikkominen voi koitua velkojien vahingoksi, mutta velkojilla ei ole oikeutta ajaa derivatiivista kannetta (OYL 22:7.1). Konkurssissa yhtiön oikeus vaatia korvausta siirtyy yleistä velkojatahoa edustavalle konkurssipesälle. On syytä lähteä siitä, että yhtiöön kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaava funktio toteutuu pääasiassa konkurssipesän kanteen kautta. Yksittäisen velkojan kanneoikeuteen otetaan kantaa pääluvun lopussa.

7.4 KONKURSSIPESÄN OIKEUS SAADA KORVAUSTA FIDUSIAARISTEN VELVOLLISUUKSIEN RIKKOMISESTA

7.4.1 Korkein oikeus ja yksimieliset osakkeenomistajat

Osakeyhtiölain 1 luvun yleisperiaatteiden soveltamisalat ovat osittain päällekkäiset OYL 13:1.3:n kanssa. Jos ja kun OYL 13:1.3 on velkojainsuojasäännös, voidaan myös johdonmukaisesti sanoa, että *yhtiön etu on velkojainsuojasäännös*. Johdon velvollisuus edistää yhtiön etua ankkuroituu OYL 1:8 ja OYL 22:1:ään. Osakkeenomistaja on puolestaan OYL 22:2:n nojalla velvollinen olemaan myötävaikuttamatta yhtiön edun vastaisten päätösten syntymiseen. Näin ollen voidaan sanoa, että niin johdolla kuin osakkeenomistajilla on velvollisuus olla loukkaamatta yhtiön etua velkojien vahingoksi. Selvää on, että laiton varojenjako vahingoittaa välittömästi yhtiötä. Tämä käy hyvin ilmi myös siitä, miten laittoman varojenjaon seuraamuksia on käsitelty vanhemmassa oikeus-

[72] Näin yleisesti yhtiön varojen käytön kannalta *Immonen – Villa* 2015 s. 11.
[73] *Wuolijoki* 2011 s. 1441.

kirjallisuudessa johdon *yhtiöön* kohdistuvan korvausvastuun yhteydessä.[74] Johdon korvausvelvollisuutta velkojia kohtaan voidaan arvioida myös OYL 1:8:n toisen elementin eli huolellisuusvelvollisuuden perusteella. Esimerkiksi yltiöpäisen riskialttiin strategian toimeenpano, jolla yhtiön olemassaolo riskeerataan, voi tulla arvioitavaksi yleisen huolellisuusvelvollisuuden vastaisena päätöksenä.

Tähän asti esitetyn perusteella voitaisiin lähteä siitä, että velkojilla on ainakin joissain olosuhteissa oikeus saada korvausta samoista OYL 1:8:ää loukkaavista toimenpiteistä kuin osakkeenomistajilla. Vielä on selvitettävä, milloin tällaiset olosuhteet ovat käsillä ja miten vastuu toteutetaan.

OYL 22:6.2:n mukaan yhtiökokouksen päätös vastuuvapauden myöntämisestä hallitukselle ja toimitusjohtajalle ei sido yhtiön konkurssipesää tai yrityksen saneerauksesta annetussa laissa tarkoitettua selvittäjää, jos yhtiö asetetaan konkurssiin tai saneerausmenettely aloitetaan hakemuksesta, joka tehdään kahden vuoden kuluessa päätöksestä. Säännös osoittaa, että osakeyhtiölaissa on rajoitettu osakkeenomistajien mahdollisuutta päättää yhtiön asioista velkojia sitovalla tavalla. Vastuuvapauspäätös ei välttämättä poista konkurssipesän kanneoikeutta ja oikeutta saada korvausta.[75] Tässä yhteydessä on syytä korostaa erikseen, että konkurssipesän *kanneoikeus* ja *oikeus saada korvausta* ovat eri asioita.[76] OYL 22:6.2:ssa on selvästi annettu konkurssipesälle kanneoikeus määrätyin edellytyksin. Kokonaan oma kysymyksensä on se, onko konkurssipesällä oikeus saada vahingonkorvausta.

Konkurssipesä edustaa velkojakollektiivia. Konkurssipesät esittävät käytännössä usein korvausvaatimuksia velallisyhtiön johtajia kohtaan (KKO 2012:65) tai vaativat, että yhtiön edun vastainen päätös tulisi julistaa yhtiötä sitomattomaksi (KKO 2006:90). Oikeuskäytännön perusteella voidaan identifioida joitakin perusteita, joilla konkurssipesien kanteita on hylätty. Esimerkiksi ratkaisussa KKO 2012:65 konkurssipesällä ei ollut oikeutta saada vahingonkorvausta, koska KKO:n mukaan hallituksen rikkomat säännökset olivat voimassa yksittäisten velkojien, mutta eivät velkojakollektiivin suojaksi. Ratkaisun perusteluista ilmenee samalla yksi keskeisimmistä perusteista, joilla konkurssipesän oikeus saada korvausta on yleensä sulkeutunut pois aikaisemmassa käytännössä. Kyse on yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevasta periaatteesta.

Yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevalla periaatteella on perusteltu tulkintaa, jonka mukaan yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajien

---

[74] *Taxell* 1963 s. 61.

[75] Toisin *Rasinaho* 2013 s. 562, jonka mukaan OYL 22:6.2:n avulla ei voida ainakaan selvästi tukea konkurssipesän kanneoikeutta.

[76] Tämä käy ilmi esimerkiksi tuoreesta ratkaisusta Vaasan hovioikeus 9.10.2015 S 14/1081 (lainvoimainen).

etua eikä ainakaan muiden sidosryhmien etua.[77] Tulkinta on ongelmallinen, koska se dilutoi käsitteellisellä tasolla yhtiön edun velkojille antaman suojan. Aivan kuten yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevasta periaatteesta on vaikea tehdä suoraviivaisia johtopäätöksiä yhteiskuntavastuukeskustelussa, sillä on hankala sulkea pois yhtiön edun velkojia suojaavaa funktiota ilman oikeuskäytännön seikkaperäistä analyysiä.

Yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevan periaatteen yhteydessä viitataan yleensä ensimmäisenä ratkaisuun KKO 1970 II 82, mutta periaate tunnettiin jo tätä aikaisemmassa kirjallisuudessa ja käytännössä.[78] Vuoden 1895 osakeyhtiölain aikaisessa kirjallisuudessa periaatteen soveltamisalaa rajattiin ilmeisesti kuitenkin niin, että yksimieliset osakkeenomistajat saattoivat hyväksyä vain osakkeenomistajien suojaa tarkoittavien säännösten rikkomisen.[79] Myös tuolloin lienee ollut ylipäätään epäselvää, mitkä säännökset ovat ainoastaan osakkeenomistajia suojaavia säännöksiä. Ratkaisun KKO 1970 II 82 mukaan osakeyhtiön osakkeenomistajansa yksityisten velkojen vakuudeksi antama vakuus oli yhtiön konkurssipesääkin sitova, kun kaikki osakkeenomistajat olivat hyväksyneet vakuuden antamisen. Ratkaisu ei perustunut osakeyhtiölakiin vaan silloin voimassa olleen konkurssisäännön takaisinsaantia koskeviin säännöksiin. Seuraavassa ratkaisussa KKO 1986 II 136 johtopäätös oli sama kuin vuoden 1970 niukkasanaisessa ratkaisussa. Yhtiö oli antanut panttaussitoumuksen toimitusjohtajansa velasta. Korkeimman oikeuden mukaan panttaus oli EOYL 12:7:n vastainen sellaisena kuin lainkohta oli alkuperäisessä muodossaan. Se ei kuitenkaan pitänyt panttausta tästä syystä pätemättömänä, koska yhtiön kaikki osakkeenomistajat olivat hyväksyneet sen. Näin ollen panttaus sitoi yhtiötä ja sen konkurssipesää siitä huolimatta, ettei panttaus ilmeisesti ollut yhtiön toimialamääräyksen mukainen.

Ratkaisun KKO 1986 II 136 päätös ei ollut yksimielinen. Vähemmistöön jäänyt oikeusneuvos Leivonen totesi, että panttaus oli EOYL 12:7:n vastainen sellaisena kuin tämä lainkohta oli alkuperäisessä muodossaan. Toimitusjohtajan taloudellinen asema huomioon ottaen panttaus oli merkinnyt yhtiön sitoutumista velkojiensa vahingoksi vastoin osakeyhtiölain säännöstä tarvittaessa käyttämään varojaan yhtiön toimialaan kuulumattomaan tarkoitukseen. Päätöstä pantin antamisesta ei näin ollen olisi saatu tehdä eikä panna täytäntöön, vaikka kaikki osakkeenomistajat olivat siihen suostuneet. Eriävä mielipide osoittaa, ettei enemmistön kanta ollut ongelmaton tai ainakin siinä saattoi jäädä ilmaisematta tärkeitä reunaehtoja yksimielisten osakkeenomistajien päätäntävallalle. Ratkaisu oli luonnollisesti sidoksissa sen yksilöllisiin olosuhteisiin ja enemmis-

---

[77] *Savela* 2015 s. 75–76. Samoin ilmeisesti *Rasinaho* 2013 s. 555 ja 565.
[78] *Kyläkallio* 1963 s. 131–140 sekä erityisesti alaviitteessä 162 mainitut suomalaiset ja ruotsalaiset ratkaisut.
[79] *Taxell* 1963 s. 251–252. Ks. myös *Kyläkallio* 1963 s. 134–138.

tön perustelut olivat varsin lyhyet. Tästä huolimatta voidaan kiinnittää huomiota siihen, että KKO:n enemmistö operoi paitsi osakkeenomistajia *myös velkojia* suojanneen säännöksen eli EOYL 12:7:n yhteydessä yllättävän avoimesti periaatteella, jonka mukaan osakkeenomistajat saavat päättää yhtiön asioista haluamallaan tavalla.

Ratkaisussa KKO 1992:190 kaupungin kokonaan omistama yhtiö oli antanut takauksen toisen yhtiön velasta pankille. Kun pankki vaati suoritusta takaajayhtiöltä, yhtiö vetosi siihen, ettei takaus sitonut sitä. Yhtiön mukaan takaus oli yhtiön toimialan vastainen eikä se liittynyt millään tavoin yhtiön liiketoimintaan. Yhtiön hallitus olisi siten takauksen antaessaan ylittänyt toimivaltansa. Korkein oikeus oli sitä mieltä, että takaus sitoi yhtiötä, koska kaupunginhallitus oli hyväksynyt takauksen antamisen. Kaupunki oli takaajayhtiön ainoa osakkeenomistaja ja kaupunginhallituksella oli lakiin perustuva oikeus edustaa kaupunkia asiassa. KKO:n mukaan ratkaisut KKO 1970 II 82 ja KKO 1986 II 136 ilmaisivat yleisen yhtiöoikeudellisen periaatteen, jonka mukaan osakeyhtiö voi tehdä pätevästi *toimialaansa* kuulumattomia sopimuksia, jos kaikki osakkeenomistajat hyväksyvät ne. Ratkaisussa asianosaisena ei ollut takauksen antaneen yhtiön konkurssipesä. KKO:n ratkaisu olisi kuitenkin voinut olla sama siinäkin tapauksessa, että vastaajana olisi ollut takaajayhtiön sijaan sen konkurssipesä. Edellä käsiteltyjen ratkaisujen kanssa samaan prejudikaattisarjaan voidaan lukea ratkaisut KKO 1990:140 ja KKO 1992:87. Niissä on lähinnä toistettu sama yleinen periaate kuin ratkaisussa KKO 1992:190.

Prejudikaattisarjan perusteella näyttää siltä, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat sallia ainakin toimialamääräyksen vastaiset toimet yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin. Se on johdonmukaista ainakin siinä mielessä, että osakkeenomistajat saavat muuttaa yhtiöjärjestyksen toimialamääräystä velkojia kuulematta. Kiinnostava kysymys onkin se, voiko toimialamääräys ylipäätään antaa suojaa velkojille.[80] Prejudikaattisarjasta on syytä tehdä varoen johtopäätöksiä. Esimerkiksi ratkaisussa KKO 1986 II 136 oli kyse muustakin kuin toimialamääräyksen vastaisuudesta. Siinä panttaus oli myös lähipiirilainoja koskevan EOYL 12:7:n vastainen. Säännös voitiin ymmärtää sekä osakkeenomistajia että velkojia suojaavaksi normiksi. Jos tällaista säännöstä rikotaan, ei aina ole selvää, ovatko säännöksen kaikki suojakohteet kärsineet vahinkoa. Yleensä jos yhtiö säilyy maksukykyisenä, velkojat eivät ole kärsineet vahinkoa. Estettä ei liene sille, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat vapaasti poiketa säännöksestä niissä olosuhteissa, joissa vain heidän oma taloudellinen intressinsä on

[80] *Immosen* ja *Villan* mukaan velkojilla on oikeus luottaa siihen, että yhtiön liiketoimintaa harjoitetaan voitontuottamistarkoituksen mukaisesti ja toimialamääräyksen osoittamalla alueella. Toisaalta he tarkastelevat toimialamääräystä osakkeenomistajien ja hallituksen välisen päämies-agenttisuhteen kautta ja korostavat yksimielisten osakkeenomistajien oikeutta poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksistä. *Immonen – Villa* 2015 s. 39, 44–45 ja 68.

vaakalaudalla. Sen sijaan jos säännöksestä poikkeaminen voi vahingoittaa kolmatta, yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnän legitimoivaan vaikutukseen tulisi suhtautua jo lähtökohtaisesti kriittisesti. Osakkeenomistajat eivät voi tehdä velkojainsuojaa tyhjäksi keskinäisillä sopimuksillaan. Prejudikaattisarjasta puuttuu tällainen argumentaatio. Yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevaan periaatteeseen kuulunee rajoitussääntöjä, joita KKO ei ole lausunut vanhemmissa ratkaisuissaan ainakaan riittävän eksplisiittisesti.

Korkein oikeus on sittemmin viitannut ainakin kerran velkojainsuojasäännösten yhteydessä yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevaan periaatteeseen. Tämä tapaus on edellä mainittu KKO 2012:65, joka ratkaistiin soveltamalla vuoden 1978 osakeyhtiölain pakkoselvitystilasäännöksiä. Ratkaisun oikeusohje kuuluu siten, että EOYL 13:2:n pakkoselvitystilasäännökset suojasivat yksittäisiä velkojia, mutta eivät yhtiötä. Näin ollen konkurssipesällä ei ollut oikeutta saada korvausta säännösten rikkomisen perusteella. Yhtenä perusteena ratkaisulleen KKO esitti juuri yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevan periaatteen. Perusteluissa on tältä osin sama ongelma kuin ratkaisussa KKO 1986 II 136, eli korkein oikeus operoi varauksettomasti yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevalla periaatteella nimenomaisten velkojainsuojasäännösten soveltamisalueella. Kun ratkaisussa KKO 2012:65 pyrkimyksenä oli perustella, miksi sovelletut säännökset suojasivat velkojakollektiivin sijaan yksittäisiä velkojia, yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnän ei pitäisi olla relevantti tämän rajanvedon kannalta. Ratkaisun lopputulos olisi siis voitu perustella toisellakin tavalla. Huomiota olisi voinut kiinnittää siihen, että pakkoselvitystilasäännöksiä rikkomalla aiheutetut vahingot aiheutuivat yhtiön sijaan välittömästi yksittäisille velkojille.[81]

7.4.2 Kaksi keskeistä lojaliteettitapausta

Ratkaisussa KKO 1996:18 osakeyhtiön toimitusjohtaja, hallituksen puheenjohtaja ja enemmistöosakkeenomistaja oli allekirjoittamallaan panttaussitoumuksella yhtiön puolesta luovuttanut yhtiön kiinteistöön kiinnitetyt haltijavelkakirjat toiselle yhtiölle vakuudeksi sen tilisaatavista kolmannelta yhtiöltä. Vakuuden antaneen yhtiön toimitusjohtaja oli tuon kolmannen yhtiön vastuunalainen yhtiömies. Korkeimman oikeuden mukaan panttaus ei sitonut sen antanutta yhtiötä. Se totesi perusteluissaan seuraavasti: ”Milloin on kysymys pantin antamisesta muusta kuin yhtiön omasta velasta, on otettava huomioon yhtiön toimialasta ja *tarkoituksesta* johtuvat yhtiön varojen käyttöä koskevat rajoitukset sekä osakepääoman suojaamiseksi annetut säännökset, jotka ilmenevät osa-

[81] *Nyström* 2013a s. 7–10.

keyhtiölain 12 luvusta. Jos vastuuseen sitoutuminen ei palvele yhtiön liiketoimintaa, sillä loukataan lähtökohtaisesti *osakkeenomistajien ja velkojien* lailla suojattuja etuja, ja yhtiön hallitus ylittää toimivaltansa."

Laiton varojenjako voi tulla kyseeseen monenlaisissa eri tilanteissa ja se voi loukata sekä osakkeenomistajia että velkojia tai vain jompaakumpaa sijoittajaryhmää.[82] Ratkaisu KKO 1996:18 ilmentää ajatusta varsin hyvin. Kuten korkein oikeus totesi, yhtiön liiketoimintaa palvelematon (tai yhtiön edun vastainen) päätös voi loukata osakkeenomistajien ohella velkojien etua. Tuomioistuin tuskin käyttää tällaista ilmaisua, jos tarkasteltavalla normilla ei todella ole molempia sijoittajaryhmiä suojaavaa funktiota. Ratkaisusta KKO 1996:18 ei voi juuri päätellä tämän enempää, koska kyse ei ollut konkurssipesän ajamasta kanteesta ja toisaalta kaikki osakkeenomistajat eivät olleet hyväksyneet panttausta. KKO oli kuitenkin tässä tapauksessa sitä mieltä, ettei panttaus sitonut sen antanutta yhtiötä. Tähän on voinut vaikuttaa juuri kaikkien osakkeenomistajien hyväksynnän puuttuminen, mihin seikkaan hovioikeus oli kiinnittänyt huomiota.

Jos osakeyhtiölain säännös voi ratkaisussa KKO 1996:18 todetulla tavalla suojata sekä osakkeenomistajia että velkojia, konkurssipesän oikeutta saada korvausta ei voi sulkea kategorisesti pois yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnällä. Kun ratkaisuja tarkastellaan kokonaisuutena, ne voidaan ymmärtää niin, että konkurssipesän oikeus saada korvausta sulkeutuu pois vain tiettyjen olosuhteiden vallitessa.

Yhtiön edun tulkinnassa ei voida sivuuttaa ratkaisua KKO 2006:90. Ratkaisussa sovellettiin vuoden 1978 osakeyhtiölakia, mutta sillä on vahva prejudikaattiarvo myös voimassa olevan lain tulkinnassa.[83] Ratkaisu on samanlainen kuin KKO 1996:18 siinä mielessä, ettei KKO ottanut kantaa yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnän merkitykseen.[84] Tapauksessa osakeyhtiö oli hallituksensa päätöksellä antanut yleispanttaussitoumuksen enemmistöosakkeenomistajansa veloista pankille. Enemmistöosakkeenomistajana ollut osuuskunta omisti panttaushetkellä 99,76 prosenttia yhtiön osakkeista. Yhtiön konkurssipesä vaati oikeudessa, että panttaus julistetaan pätemättömäksi ja pankki velvoitetaan palauttamaan konkurssipesälle panttauksen perusteella saamansa varat.

Korkein oikeus viittasi vuoden 1978 osakeyhtiölain 12:7:ään, jossa säädettiin, millä ehdoilla osakeyhtiö sai antaa rahalainan osakkeenomistajalleen tai vakuuden osakkeenomistajansa velasta. Kyseinen lainkohta edusti lähipiirilainasääntelyä, josta luovuttiin sittemmin vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistuksessa. Korkein oikeus huomautti perusteluissaan, että EOYL 12:7:n säännökset

---

[82] *Lautjärvi* 2015 s. 150.
[83] *Mähönen – Villa* 2015 s. 426; *Immonen – Villa* 2015 s. 42–43. *Airaksinen* 2013a s. 459 toteaa, että ratkaisu sopii yleisellä tasolla hyvin yhteen OYL:n perusratkaisujen kanssa.
[84] *Rasinaho* 2013 s. 555.

eivät olleet ainoat huomioon otettavat oikeusohjeet arvioitaessa yhtiön oikeutta pantata omaisuuttaan osakkeenomistajansa velasta. Tämän jälkeen KKO viittasi niin voitontuottamistarkoitukseen, liiketaloudellisen perusteen vaatimukseen kuin lahjan antamista koskeviin EOYL:n säännöksiin (perustelujen kohdat 18–22). Jos voitontuottamistarkoituksen, liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen ja yhtiön edun keskinäinen yhteys on niin vahva kuin kirjallisuudessa on tyypillisesti ajateltu, asia voidaan ilmaista myös niin, että yhtiön etu nousi ratkaisevaksi tapauksessa KKO 2006:90, vaikka korkein oikeus ei operoinutkaan eksplisiittisesti ”yhtiön edulla”.

KKO:n mukaan osakkeenomistajan taloudellinen tilanne oli ollut panttaussitoumuksen hyväksymisen hetkellä hyvin heikko. Tuolloin oli ollut erittäin todennäköistä, että yhtiön yleispantiksi antama omaisuus menetetään osakkeenomistajan velkojen suoritukseksi ja pantin saaneen pankin hyväksi. Panttaus oli näissä olosuhteissa tosiasiallisesti merkinnyt vastikkeetonta luopumista yhtiön varoista osakkeenomistajan ja sitä rahoittaneen pankin hyväksi. Kysymys oli siten yhtiön varojen käyttämisestä osakeyhtiölaissa kielletyllä tavalla. KKO:n mukaan ”yhtiön hallituksella ei ole oikeutta ryhtyä toimeen, jolla yhtiön varoja käytetään osakeyhtiölakiin sisältyvien, *velkojien suojaamiseen tähtäävien säännösten* mukaan kielletyllä tavalla” (perustelujen kohdat 30–31).

Korkein oikeus totesi perusteluissaan selvästi, että velkojien suoja lähipiirilainoja ja -vakuuksia vastaan ei rajoittunut ainoastaan EOYL 12:7:n nimenomaisiin säännöksiin. Jo aikaisemmassa ratkaisussa KKO 1999:86 todettiin hallituksen esitystä[85] mukaillen, ettei EOYL 12:7:n säännöksillä ollut ratkaistu tyhjentävästi sitä, salliko yhtiön taloudellinen tila lähipiirilainan tai -vakuuden antamista, milloin yhtiön tuli vaatia vakuutta luottoriskin vähentämiseksi tai oliko vakuutta myönnettäessä vaadittava vastavakuutta. Ratkaisussa KKO 2006:90 korkein oikeus ei kertonut nimenomaisesti, mikä on EOYL 12:7:ää täydentävän ”lisäsuojan” normiperusta. KKO viittasi perusteluissaan voiton tuottamisen tarkoitukseen, joskin kirjallisuudessa viittausta on pidetty irrallisena.[86] Toisaalta kursorisistakin viittauksista voitontuottamistarkoitukseen ja liiketaloudellisen perusteen vaatimukseen voidaan päätellä jotain. KKO:n voidaan tulkita lähteneen siitä, että yhtiön toiminnan tarkoitus ja liiketaloudellisen perusteen vaatimus täydensivät EOYL 12:7:n *velkojille* antamaa suojaa. Kun voitontuottamistarkoitus ja liiketaloudellisen perusteen vaatimus ovat tärkeiltä osiltaan päällekkäiset yhtiön edun kanssa, ratkaisu voidaan sovittaa yhteen näkemykseen, jonka mukaan yhtiön etu suojasi osakkeenomistajien ohella velkojia. Oikeastaan ratkaisut KKO 1996:18 ja KKO 2006:90 puoltavat molemmat tällaista tulkintaa ja ne nousevat avainasemaan perusteltaessa fidusiaaristen velvollisuuksien velkojainsuojafunktiota kotimaisessa oikeudessa. Olosuhteista

[85] HE 11/1981 vp. s. 5.
[86] Ks. *Rasinaho* 2013 s. 555.

voi kuitenkin johtua, ettei konkurssipesällä ole oikeutta saada vahingonkorvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella. Yksimielisten osakkeenomistajien antama hyväksyntä on yksi tällainen olosuhde, mutta yksimielisten osakkeenomistajien oikeus hyväksyä yhtiön etu loukkaava päätös yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin ei ole rajoitukseton.

7.4.3 Rajoitussääntö

Kuten kirjallisuudessa on huomautettu, osakkeenomistajien suostumukset ovat yleensä velkojien kontrollipiirin ulkopuolella. Vaikuttaisi sattumanvaraiselta jättää velkojien oikeussuojan toteutuminen riippumaan pelkästään siitä, onko yhtiön jokainen osakkeenomistaja hyväksynyt esimerkiksi yhtiön edun vastaisen panttauksen vai ei.[87] Jos yhtiön etu on velkojainsuojasäännös, olisi epäjohdonmukaista hyväksyä se, että normin velkojainsuojafunktio voidaan kiertää yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnällä. Perinteinen kanta on, ettei osakeyhtiölain velkojainsuojasäännöksiä voida kiertää edes yksimielisten osakkeenomistajien päätöksellä (esim. KKO 2012:65 ja KKO 2014:65). Lähtökohta käy ilmi myös uusimmasta hovioikeuskäytännöstä. Hovioikeuden mukaan yksimieliset osakkeenomistajat voivat poiketa osakeyhtiölain säännöksistä, jollei päätöksellä loukata velkojien tai muiden sivullisten oikeuksia. Se lisäsi, että ”osakkeenomistajat voivat siten *samoin rajoituksin* tehdä myös toimenpiteitä, jotka objektiivisesti arvioiden *eivät ole yhtiön edun mukaisia*”.[88] Ratkaisussa ei ollut kyse yhtiön edun velkojia suojaavasta funktiosta vaan osakkeenomistajien välisestä riidasta, mutta perusteluissa on ilmaistu havainnollistavalla tavalla se, mistä yhtiön edun velkojia suojaavassa funktiossa on kyse. Oikeastaan asiaa ei ole sanottu tämän eksplisiittisemmin missään aikaisemmassa kotimaisessa tuomioistuinratkaisussa.

Selvää on, että yksimieliset osakkeenomistajat eivät voi loukata sidotun oman pääoman pysyvyyttä koskevia säännöksiä. Johdon fidusiaariset velvollisuudet velkojia kohtaan konkretisoituvat erityisesti velvollisuudessa huolehtia sidotun oman pääoman pysyvyydestä ja yhtiön maksukyvystä.[89] Näyttää siltä, että velkojiin kohdistuvat fidusiaariset velvollisuudet sisältävät kuitenkin myös muuta eli velvollisuuden olla ryhtymättä OYL 1:8:ää loukkaaviin toimiin, jotka vahingoittavat velkojakollektiivia. Hankalampi kysymys on se, miten ajatus sovitetaan yhteen yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevan periaatteen ja sitä ilmentävän prejudikaattisarjan kanssa.

Ulkomailla yhtiön maksukyky on ollut se kriteeri, joka määrittää fidusiaa-

---

[87] *Rasinaho* 2013 s. 562–563.
[88] Turun hovioikeus 8.4.2015 S 14/626 (lainvoimainen).
[89] *Mähönen – Villa* 2015 s. 388–389. Ks. myös *Immonen – Villa* 2015 s. 68.

risten velvollisuuksien kohdentumista. Kun yhtiö on maksukyvytön tai maksukyvyttömyys uhkaa sitä, fidusiaaristen velvollisuuksien on tulkittu suojaavan velkojia. Kotimaisessakin kirjallisuudessa on toisinaan esitetty, että yhtiön maksukyky määrittää fidusiaaristen velvollisuuksien kohdentumista.[90] Fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaavan funktion ja yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevan periaatteen välisen suhteen arviointi on siis syytä aloittaa tarkastelemalla sitä, miten osakeyhtiölaissa on varauduttu maksukyvyttömyysskenaarioihin. Sen jälkeen on arvioitava, miten tämä sääntely vaikuttaa nimenomaan fidusiaarisiin velvollisuuksiin ja johdon liiketoimintapäätöksiin. Samalla on perusteltua pitää mielessä tutkimuksen aikaisemmissa osuuksissa puollettu kanta, jonka mukaan fidusiaaristen velvollisuuksien velkojia suojaava funktio tulee joka tapauksessa toteuttaa yhtiön oman intressin välityksellä. Johdon fidusiaariset velvollisuudet velkojia kohtaan tuskin voivat tarkoittaa sitä, että velkojille annetaan oikeudellisesti täytäntöönpanokelpoinen mahdollisuus pakottaa johto edistämään yhtiön etua velkojien individuaalisten odotusten mukaan. Osakkeenomistajillakaan ei ole vastaavaa mahdollisuutta, vaikka näitä voidaankin normaalioloissa pitää taloudellisessa mielessä residuaalioikeuksien haltijoina.

Osakeyhtiölain 13:2:n mukaan yhtiön varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Maksukykyisyystesti on huomioitava kaikissa varojenjakotilanteissa. Säännös on pakottavaa oikeutta eli siitä ei voida poiketa yleisesti tai tapauskohtaisesti edes yksimielisten osakkeenomistajien suostumuksella.[91] Säännöksen pääasiallisena tarkoituksena on suojata yhtiön velkojia.[92]

Osakeyhtiölain 13:6.4:n mukaan vapaata omaa pääomaa voidaan jakaa kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella myös muulla kuin OYL 13:1.1:ssa tarkoitetuilla tavoilla, jollei yhtiöjärjestyksestä muuta johdu. Säännöksen merkitys on avattu kirjallisuudessa niin, että yksimielisille osakkeenomistajille jää laaja vapaus jakaa yhtiön varoja vastikkeetta tai tehdä yhtiön varojen käyttöä koskevia päätöksiä, joilla ei ole liiketaloudellista perustetta. Jälkimmäisessä tilanteessa on yleensä kyse siitä, että yksimieliset osakkeenomistajat ovat ottaneet hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvan asian päätettäväkseen OYL 5:2.2:n nojalla. Tähän kuuluisi myös se, että yksimieliset osakkeenomistajat ovat oikeutettuja tekemään päätöksiä vastoin toiminnan tarkoitusta ja yhtiöjärjestyksen toimialamääräystä. OYL 13:6.4:sta seuraa kuitenkin, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat määrätä vain yhtiön vapaasta omasta pääomasta. Näin ollen yksimieliset osakkeenomistajat ovat oikeutettuja tekemään yhtiön etua loukkaavia päätöksiä ainoastaan vapaan oman pääoman sallimissa rajois-

---

[90] Ulkomaisiin lähteisiin viitaten *Mähönen* 2009b s. 444.
[91] Maksukykyisyystestin pakottavuudesta *Ruohonen* 2012 s. 36–37.
[92] *Koski – Sillanpää* 2016, jakso 9 varojen jakaminen.

sa. Tällöinkin on aina huomioitava OYL 13:2, eli yksimieliset osakkeenomistajat eivät saa tehdä edellä tarkoitettua päätöstä edes vapaan oman pääoman sallimissa rajoissa, jos päätös vaarantaa yhtiön maksukyvyn tai vaikeuttaa yhtiön maksukyvyttömyyttä.[93] OYL 13:1.3:a eli liiketaloudellisen perusteen vaatimusta on luonnehdittu tahdonvaltaiseksi säännökseksi siinä mielessä, että yksimieliset osakkeenomistajat voivat poiketa normista vapaan oman pääoman sallimissa rajoissa.[94]

Osakeyhtiölain 13 luvun säännöksissä käytetty terminologia hankaloittaa sen arvioimista, miten maksukykyisyystestin (OYL 13:2) kriteeristö ja yksimielisten osakkeenomistajien oikeus päättää vapaan oman pääoman käytöstä (OYL 13:6.4) vaikuttavat hallituksen fidusiaarisiin velvollisuuksiin ja vastuuseen. Tämä perustuu siihen, että normeissa säädetään nimenomaisesti vain yhtiön varojen ”jakamisesta” ja ne on kirjoitettu lähtökohtaisesti osakkeenomistajien päätöksentekoa silmällä pitäen. Hallituksen päätöksenteossa on sen sijaan yleensä kyse yhtiön varojen *käytöstä*, joka tarkoittaa yleisellä tasolla enemmän kuin vain varojen jakamista. Lain perustelujen mukaan laitonta varojenjakoa ovat kaikki sellaiset menettelyt, joissa yhtiöstä poistuu varoja ilman liiketaloudellista perustetta. Esimerkkinä liiketapahtumasta, jolta puuttuu liiketaloudellinen peruste, mainittiin omaisuuden tai palvelun myynti alihintaan tai sellaisten ostaminen ylihintaan. Myös velan antaminen markkinoihin ja olosuhteisiin nähden liian alhaisella korolla tai lainan ottaminen liian korkealla korolla voi merkitä laitonta varojenjakoa.[95] Liiketapahtuman on tulkittu sisältävän kaikenlaisen toiminnan, joka kuuluu yhtiön varojen käytön piiriin.[96] Hallituksen esityksessä mainituissa esimerkkitilanteissa on tyypillisesti kyse hallituksen yleistoimivaltansa puitteissa tekemistä päätöksistä. Liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen vastaiset päätökset voidaan luokitella yhtä hyvin OYL 1:8:ssä tarkoitetun yhtiön edun vastaisiksi.

Velkojien oikeussuojan kannalta ei pitäisi olla merkitystä sillä, tekevätkö heidän intressejään vaarantavan päätöksen yksimieliset osakkeenomistajat vai hallituksen jäsenet vai onko kyse siitä, että hallitus panee täytäntöön yksimielisten osakkeenomistajien päätöksen. Jotta osakeyhtiölain velkojainsuojasäännökset täyttäisivät tehokkaasti tavoitteensa, sääntelyä on tulkittava niin, että sen avulla voidaan puuttua yhtiön edun vastaisiin varojenkäyttöpäätöksiin riippumatta siitä, kuka on päätöksentekijänä tai päätöksen toimeenpanijana. Velkojainsuojan kannalta tämä tarkoittaa kahta asiaa. *Ensin* maksukykyisyystestin kriteeristöä on voitava soveltaa hallituksen yleistoimivaltansa puitteissa tekemiin OYL 1:8:n vastaisiin varojenkäyttöpäätöksiin. Toisin sanoen konkurssipesällä tulisi

---

[93] *Immonen – Villa* 2015 s. 67–68.
[94] *Airaksinen ym.* 2010b s. 37–38.
[95] HE 109/2005 vp. s. 124.
[96] *Immonen – Villa* 2015 s. 68–69.

olla oikeus saada korvausta hallituksen OYL 1:8:ää loukkaavasta varojenkäyttöpäätöksestä, jos päätöstä tehtäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai päätöksen aiheuttavan maksukyvyttömyyden. OYL 13:2:ssä tarkoitetussa maksukyvyttömyysskenaariossa yksimielisten osakkeenomistajien hyväksyntä ei siis vapauta johtoa korvausvastuusta konkurssipesää kohtaan. *Toiseksi* hallituksella on oltava oikeus ja velvollisuus kieltäytyä panemasta täytäntöön yksimielisten osakkeenomistajien tekemää varojenkäyttöpäätöstä, joka loukkaa samaan aikaan OYL 1:8 ja OYL 13:2:ää.

Kirjallisuudessa on suhtauduttu selvän kielteisesti yksimielisten osakkeenomistajien oikeuteen tehdä liiketoimintapäätöksiä, jotka ovat luonteeltaan ja taloudellisilta vaikutuksiltaan sellaisia, että ne rikkovat *varojen jakamisen periaatteita*.[97] Voidaan pohtia, tarkoittavatko varojen jakamisen periaatteet täsmälleen samaa asiaa kuin osakeyhtiölain nimenomaiset säännökset varojen jakamisesta. Hallituksen päätöksenteon näkökulmasta voidaan kuitenkin ajatella, että varojenjakosäännökset ilmaisevat yleisiä periaatteita, jotka normittavat yhtiön varojen kaikenlaista käyttöä. Tällöin esimerkiksi maksukykyisyystestin kriteeristöä on mahdollista soveltaa suoraan hallituksen päätöksiin.

Maksukykyisyystesti kirjattiin ensimmäistä kertaa lakitekstiin vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistuksessa. Kirjallisuudessa on kuitenkin tulkittu, että johdon velvollisuus huolehtia yhtiön maksukyvystä oli voimassa olevaa oikeutta jo vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana.[98] Velvollisuus ankkuroitui johdon yleiseen huolellisuusvelvollisuuteen, joka sai ilmaisunsa EOYL 15:1:ssä.[99] Näin ollen jo EOYL:n aikana olisi voitu tulkita, että yhtiötä kohtaan epälojaali tai huolimaton päätös, joka johtaa yhtiön maksukyvyttömyyteen tai vaikeuttaa sen maksukyvyttömyyttä, voi aiheuttaa korvausvastuun yhtiötä ja sen konkurssipesää kohtaan. Korvausvastuun edellytyksenä lienee tuolloinkin ollut se, että päätöstä tehtäessä tiedettiin tai piti tietää päätöksen edellä mainituista vaikutuksista.

Yksimieliset osakkeenomistajat saattavat tehdä keskenään fidusiaaristen velvollisuuksien vastaisen varojenkäyttöpäätöksen, joka johtaa yhtiön maksukyvyttömyyteen tai vaikeuttaa sen maksukyvyttömyyttä. Oma kysymyksensä on se, miten hallituksen tulisi suhtautua tällaiseen päätökseen, koska hallitus voi monissa tapauksissa olla päätöksen toimeenpaneva elin. Hallitus tai hallituksen jäsen ei saa noudattaa *yhtiökokouksen*, hallintoneuvoston tai hallituksen tekemää päätöstä, joka on osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisena *pätemätön* (OYL 6:2.2). Säännöksen sanamuodoissa on kaksi kiinnostavaa ongelmaa. Säännöksessä ei mainita yksimielisten osakkeenomistajien yhtiökokouksen ul-

---

[97] *Immonen – Villa* 2015 s. 14.

[98] *Mähönen – Villa* 2015 s. 9 toteavat, että OYL 13:2:ssä on kyse aikaisempien käsitysten kodifioinnista.

[99] Ks. myös HE 109/2005 vp. s. 125: ”Maksukykyisyyden arvioinnin on katsottu kuuluvan hallituksen yleisen huolellisuusvelvollisuuden alaan.”

kopuolella tekemää päätöstä. Jos säännöstä luetaan sen sanamuodon mukaan, hallituksella ei olisi velvollisuutta kieltäytyä panemasta toimeen osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaista päätöstä, jos osakkeenomistajat ovat tehneet sen yksimielisinä yhtiökokouksen ulkopuolella. Toiseksi OYL 6:2.2:ssa säädetään vain päätöksestä, joka on osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisena pätemätön. Soveltamisedellytykset ovat ongelmalliset erityisesti nyt tarkasteltavassa asiayhteydessä, koska monesti on lähdetty siitä, että yksimielisten osakkeenomistajien hyväksyntä *pätevöittää* yhtiön edun vastaisen päätöksen. Kysymystä päätöksen pätemättömyydestä tarkastellaan yleensä OYL 21 luvun säännösten kautta.[100] Vain osakkeenomistajalla on oikeus nostaa OYL 21:1:ssä tarkoitettu moitekanne.

Jos yksimielisten osakkeenomistajien hyväksyntä pätevöittää kaikissa olosuhteissa yhtiön edun vastaisen päätöksen suhteessa yhtiöön, on vaikea perustella, miten hallitus voisi olla velvollinen kieltäytymään tällaisen päätöksen toimeenpanosta OYL 6:2.2:n perusteella. Vastaus ongelmaan saattaa olla se, että koko premissi yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnän vaikutuksesta on itsessään virheellinen tai tarkemmin sanottuna sen soveltamisalaa tulee rajata voimakkaammin kuin aikaisemmassa kirjallisuudessa on tehty. Yhtiön etu suojaa maksukyvyttömyysskenaarioissa velkojia eivätkä osakkeenomistajat voi tehdä velkojainsuojasäännöksiä tyhjiksi keskinäisillä sopimuksillaan. Näin ollen OYL 6:2.2:n säännöstä lienee johdonmukaisinta tulkita niin, että hallitus on velvollinen kieltäytymään yleisesti panemasta täytäntöön yksimielisten osakkeenomistajien päätöstä, joka on *osakeyhtiölain vastainen*. Näin ajateltuna säännöksen soveltamisalan piiriin tulevat myös sellaiset päätökset, jotka ovat osakeyhtiölain vastaisia, mutta eivät osakeyhtiöoikeudellisen pätemättömyytensä vaan kolmannen oikeutta loukkaavan vaikutuksensa takia. Tulkinta ei rajoita yksimielisten osakkeenomistajien oikeutta tehdä yhtiön edun vastaisia päätöksiä yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin maksukyvyttömyysskenaarion ulkopuolella.

Velkojien oikeussuojaa koskevia kysymyksiä voidaan lähestyä myös yleisten vahingonkorvausoikeudellisten doktriinien avulla. Yksimielisten osakkeenomistajien oikeus legitimoida tai tehdä itse yhtiön etua loukkaavia päätöksiä voidaan ymmärtää niin, että osakkeenomistajilla on oikeus hyväksyä heille itselleen aiheutuva välillinen vahinko.[101] Osakkeenomistajien disponointivalta ei voi kuitenkaan ulottua kolmannelle aiheutettuun vahinkoon. Jos johdon päätös ei ole vaikeuttanut tai aiheuttanut yhtiön maksukyvyttömyyttä, velkojille ei

---

[100] Esim. *Mähönen – Villa* 2010 s. 236–238.

[101] Tämä on siis lähellä vahingonkorvausoikeudellista ajatusta, jonka mukaan vahingonkärsijä voi tietyin reunaehdoin antaa suostumuksensa hänelle aiheutettuun vahinkoon. Suostumus poistaa tällöin vahingonaiheuttajan tuottamuksen. Ks. *Ståhlberg – Karhu* 2013 s. 91–92 ja *Hahto* 2004 s. 281.

yleensä ole syntynyt korvauskelpoista vahinkoa. Tämä johtopäätös edellyttää toisaalta sen käsityksen hyväksymistä, että pelkkä maksukyvyttömyysriskin kasvaminen ei tarkoita korvauskelpoisen vahingon syntymistä.[102] Konkurssipesän korvausvaatimus voi tulla hylätyksi myös syy-yhteysvaatimuksen täyttymättä jäämisen vuoksi. Johdon päätöksen sijaan yhtiön maksukyvyttömyys voi luonnollisesti olla vaikeutunut tai aiheutunut muista samanaikaisista tekijöistä, kuten talouden suhdanteista tai normaaleihin liiketoimintariskeihin kuuluvista kannattavuusongelmista. Jos fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen päätös sen sijaan aiheuttaa yhtiön maksukyvyttömyyden tai vaikeuttaa sen maksukyvyttömyyttä, tämä voi hyvin tarkoittaa velkojille aiheutettua taloudellista vahinkoa. Tällöin yksimielisten osakkeenomistajien johdon päätökselle antamassa hyväksynnässä ei ole enää kyse vain siitä, että osakkeenomistajat hyväksyvät heille itselleen aiheutuvan välillisen vahingon. Koska johdon fidusiaaristen velvollisuuksien vastaisella päätöksellä voi olla vaikutuksia kolmannen eli velkojan asemaan, yksimielisten osakkeenomistajien hyväksynnälle tulee joka tapauksessa asettaa rajoitussääntöjä.

Fidusiaariset velvollisuudet suojaavat joitakin poikkeustilanteita lukuun ottamatta vain yhtiötä. Osakkeenomistajat ja velkojat saavat puolestaan oikeussuojaa yhtiön intressin välityksellä. Pääluvun alkupuolella tarkasteltujen näkemysten valossa vaikuttaa perustellulta tulkita, että yhtiöön kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien aineelliset sisällöt voivat muuttua riippuen siitä, ketkä sijoittajat ovat kulloinkin taloudellisessa mielessä residuaalioikeuksien haltijoiden asemassa. Voidaan esimerkiksi ajatella, että rahoituskriisissäkin olevan yhtiön hallitukselle tulee jättää itsenäistä harkintavaltaa ja oikeus ottaa riskiä. Maksukyvyttömyys tai lähestyvä maksukyvyttömyys voi kuitenkin vaikuttaa niin, että tuomioistuin arvioi sallitun riskinoton rajoja jonkin verran tiukemmin kuin normaalioloissa. Näin ollen tuomioistuimille jää mahdollisuus kiristää maltillisesti huolellisuusvelvollisuuden asettamaa käyttäytymisvaatimusta, kun yhtiön toiminnan jatkuvuus on uhattuna. Tällaisella huolellisuusstandardin kiristämisellä voidaan ehkäistä osakkeenomistajien opportunismia velkojia kohtaan sekä osakkeenomistajien hallitukseen kohdistamaa epäasiallista painostusta.

7.4.4 Fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuuteen liittyviä kysymyksiä

Edeltävässä pääluvussa tehtiin se johtopäätös, että johdon lojaliteettivelvollisuus yhtiötä kohtaan on pakottavaa oikeutta, josta ei voida poiketa yhtiöjär-

[102] *Savela* 2015 s. 148–150.

jestyksessä. Johtopäätöstä lojaliteettivelvollisuuden pakottavuudesta voidaan tukea myös velkojainsuoja-aspektilla. Jos yksimieliset osakkeenomistajat voisivat vapauttaa johdon yleisesti korvausvelvollisuudesta lojaliteettivelvollisuuden vastaisista päätöksistä, yhtiön edun velkojia suojaava funktio menettäisi olennaisesti merkitystään. Kun lainsäätäjä ei ole antanut osakkeenomistajille oikeutta päättää tällaisesta vastuunrajoituksesta edes heitä itseään sitovasti, ei voida myöskään puoltaa sellaista tulkintaa, että osakkeenomistajilla olisi laajempi oikeus vaikuttaa kolmannen asemaan. Yleisesti on toki selvää, että johtajat voivat vedota puolustuksekseen yhtiöjärjestyksen vastuunrajoituslausekkeeseen silloinkin, kun konkurssipesä ajaa kannetta velkojakollektiivin intressissä. Vastuunrajoituslauseke on kuitenkin tehokas ainoastaan siltä osin kuin se täyttää OYL 22:9:ssä säädetyt edellytykset.

Osakkeenomistajien oikeus muuttaa toiminnan tarkoitusta ei tarkoita oikeutta vapauttaa johto lojaliteettivelvollisuudesta yhtiötä kohtaan. Muuttamalla toiminnan tarkoitusta osakkeenomistajat voivat kuitenkin modifioida hallituksen mandaattia. OYL 1:5:n olettamasäännöksestä voidaan poiketa yhtiöjärjestyksessä ensinnäkin niin, että yhtiön toiminnalle määrätään jokin muu tarkoitus kuin voiton tuottaminen. Toiseksi siitä voidaan poiketa määräämällä, että yhtiön toiminnasta kertyvä voitto jaetaan jollekin muulle kuin osakkeenomistajille OYL 13 luvun säännöksiä noudattaen. Jälkimmäinen vaihtoehto on velkojille vähäriskisempi koska johdon tulee silloinkin lähtökohtaisesti pyrkiä tuottamaan mahdollisimman suuri taloudellinen ylijäämä.[103] Edelleen jos yhtiön toiminnan tarkoituksena on hyödyttää osakkeenomistajia suoraan eikä yhtiön välityksellä, hallitus on tällöinkin velvollinen huolehtimaan velkojainsuojan noudattamisesta (KKO 2003:33).

Toiminnan tarkoituksen muuttaminen ja siten johdon lojaliteettivelvollisuuden modifioiminen voivat aiheuttaa hankaluuksia velkojien kannalta erityisesti silloin, jos osakkeenomistajat asettavat yhtiölle yhtiöjärjestyksessä muita tavoitteita kuin voiton tuottamisen. Osakkeenomistajat voivat muuttaa toiminnan tarkoitusta ilman velkojien suostumusta. Maksukyvyttömyyttä lähestyvän osakeyhtiön osakkeenomistajat voivat periaatteessa muuttaa toiminnan tarkoitusta sillä tavoin, että johto oikeutetaan käyttämään yhtiön varoja muihinkin kuin mahdollisimman tuottaviin kohteisiin. Toisin sanoen osakkeenomistajat voivat valtuuttaa hallituksen edistämään yhtiön muiden sidosryhmien etuja tai yhtiön yhteiskuntavastuuta enemmän kuin OYL 1:5:n olettamasäännöstä noudattavissa yhtiöissä on luvallista. Tämä voi tulla ikävänä yllätyksenä velkojalle, joka odottaa yhtiön pyrkivän toiminnassaan maksimaalisen voiton tuottamiseen. Fidusiaariset velvollisuudet tarjoavat toki velkojille tällöinkin OYL 13:2:n soveltamisalueella tietynasteisen suojan esimerkiksi johdon itsekontra-

[103] HE 109/2005 vp. s. 39.

hointia vastaan. Lisäksi on huomattava OYL 1:9, jonka mukaan yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräystä, joka on osakeyhtiölain tai muun lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen. Säännös estänee osakkeenomistajia ottamasta yhtiöjärjestykseen määräystä, jolla yhtiön toiminnan tarkoitukseksi asetetaan johtajien, osakkeenomistajien tai näiden läheisten edun edistäminen yhtiön intressin kustannuksella. Hankalampi tulkintakysymys on se, miten velkojainsuojan kannalta tulisi suhtautua yhtiöjärjestysmääräyksiin, joilla toiminnan tarkoitukseksi asetetaan jokin ensi näkemältä vilpitön erityistavoite. Tällöinkin voi toki tulla arvioitavaksi yhtiöjärjestysmääräyksen yhdenmukaisuus hyvän tavan vaatimuksen kanssa. Johdon modifioitu mandaatti voi joka tapauksessa tarkoittaa sitä, että konkurssipesä ei saa korvausta sellaisista päätöksistä, jotka normaalioloissa tulkittaisiin yhtiön edun vastaisiksi. Osakkeenomistajien oikeus muuttaa toiminnan tarkoitusta on siten velkojien näkökulmasta selvä sääntelyriski, johon niiden tulee varautua sopimusteitse.

Yhteiskuntavastuuproblematiikka ei ole relevantti pelkästään osakkeenomistajien vaan myös velkojien oikeussuojaa tarkasteltaessa. Poikettiinpa yhtiössä OYL 1:5:n olettamasäännöksestä tai ei, konkurssipesän kanteen seurauksena voidaan joutua arvioimaan samoja yhteiskuntavastuun yhtiöoikeudelliseen hyväksyttävyyteen liittyviä kysymyksiä kuin osakkeenomistajien kanteiden yhteydessä.

7.4.5 Vastuun toteuttaminen

Osakeyhtiölain säännösten suojatarkoitukset

Kirjallisuudessa on pohdittu sitä, keillä on oikeus saada suojaa toiminnan tarkoituksen vastaisten päätösten varalta. Aikaisemmin on tulkittu, että OYL 1:5 suojaa ainoastaan osakkeenomistajia eikä velkojia. Johtopäätöksenä on tällöin todettu, että yhtiön etu (OYL 1:8) ja voitontuottamistarkoitus (OYL 1:5) suojaavat osakkeenomistajia, eikä yhtiön konkurssipesällä siten olisi oikeutta vaatia korvausta niiden rikkomisesta. Konkurssipesä voisi kuitenkin vaatia korvausta laittoman varojenjaon (OYL 13:1.3) nojalla. Argumentaatiossa on tukeuduttu muun ohella oppiin normin suojatarkoituksesta, josta on sanottu seuraavan, että osakeyhtiölain säännösten rikkomiseen voivat vedota vain ne henkilöt, joiden suojaksi rikottu säännös on tarkoitettu.[104]

Normin suojatarkoitusta koskeva oppi ei ole ongelmaton lähtökohta yhtiön edun suojaaman henkilöpiirin määrittämisessä, koska opin tyypillistä soveltamisalaa lienevät yleisessäkin vahingonkorvausoikeudessa hieman erilaiset tilanteet kuin ne, joista nyt on kyse. Opin tarkoituksena on rajata niitä välittömiä

[104] *Rasinaho* 2013 s. 561–563.

vahinkoja, joista vahingonkärsijä voi ylipäätään saada korvausta vahingonaiheuttajalta.[105] Mikään ei toki sinänsä estä pohtimasta opin merkitystä myös arvioitaessa yhtiön edun suojaamaa henkilöpiiriä tai välillisen vahingon korvauskelpoisuutta. Jos suojatarkoitusopille annetaan relevanssia, on luontevaa lähteä kysymyksestä, millaisia vahinkoja johdon fidusiaarisilla velvollisuuksilla pyritään välttämään. Tutkimuksessa aikaisemmin esitetyn perusteella velvollisuuksien vastaiset päätökset voivat vahingoittaa niin osakkeenomistaja- kuin velkojakollektiivia ja tällöin luonteva lähtökohta on se, että lojaliteettivelvollisuuden tarkoituksena voi olla kummankin sijoittajaryhmän kärsimien vahinkojen välttäminen velvoittamalla johto edistämään yhtiöentiteetin etua.

Osakeyhtiölain säännösten suojakohteet eivät aina ilmene yksiselitteisesti säädöstekstistä. Säännöksiä luonnehditaan toisinaan tulkinnanvaraisesti esimerkiksi niin, että niillä on tietty ”päällimmäinen” tarkoitus tai ne suojaavat ”etupäässä” tiettyjä henkilöitä.[106] Säännöksellä voi myös olla useita suojakohteita.[107] Kirjallisuudessa on esimerkiksi todettu, että varojenjakosääntely suojaa velkojien ja vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia samoin kuin osakkeenomistajakollektiivin oikeuksia johdon väärinkäytösten varalta.[108] *Mähösen* ja *Villan* mukaan varojenjakosääntelyllä on neljä funktiota: velkojiensuojafunktio, osakkeenomistajien suojaamiseen liittyvä funktio, laskentajärjestelmän järjestämiseen liittyvä funktio ja yleisen edun suojaamiseen liittyvä funktio. Samalla he ovat huomauttaneet, että velkojiensuojafunktio nousee näistä tärkeimmäksi.[109]

Johdolle asetettu kielto ryhtyä yhtiön etua loukkaaviin toimiin on saanut ilmaisunsa useissa keskenään osittain päällekkäisissä säännöksissä. Siltä osin kuin yhtiön etu on ylipäätään täytäntöönpantavissa oleva normi, se suojaa yhtiöentiteettiä. Olosuhteista riippuu, ketkä tahot voivat toteuttaa johdon vastuun yhtiöentiteettiä kohtaan.

Kanteen nostaminen

Niin kauan kuin yhtiö pysyy maksukykyisenä, vastuun toteuttamisen arviointi on helpompaa kuin maksukyvyttömyysskenaariossa. Jos yhtiön hallitus ei päätä kanteen nostamisesta yleistoimivaltansa (ks. OYL 22:6.1 ja OYL 6:2.1) puitteissa tai yhtiökokous ei näin tee, oikeus vaatia korvausta yhtiölle on aino-

---

[105] Opista kotimaisessa kirjallisuudessa *Hahto* 2008 s. 19–21 ja 43–47 sekä *Karhu – Ståhlberg* 2013 s. 357–359 ja siinä mainittu ratkaisukäytäntö. Ruotsista *Kleineman* 1987 s. 288 sekä *Ström* 2002 s. 591 ja siinä mainitut lähteet.

[106] Esim. HE 109/2005 vp. s. 203, jossa todetaan, että yhdenvertaisuusperiaate suojaa ”etupäässä” vähemmistöosakkeenomistajia.

[107] *Koski – Sillanpää* 2016, jakso 9 varojen jakaminen. Ks. myös *Rasinaho* 2013 s. 561.

[108] *Rasinaho* 2013 s. 561.

[109] *Mähönen – Villa* 2012 s. 361–379.

astaan yksittäisillä osakkeenomistajilla tietyin edellytyksin (OYL 22:7.1). Jos yksimieliset osakkeenomistajat ovat hyväksyneet yhtiön etua loukkaavan päätöksen, yhtiöllä ei ole oikeutta korvaukseen, eikä yksittäisen osakkeenomistajan kanne OYL 22:7:n nojalla voine menestyä.[110] Myös jos osakkeenomistaja on *asianmukaisesti informoituna* äänestänyt vastuuvapauden myöntämisen puolesta, hänen mahdollisuutensa saada derivatiivisella kanteella korvausta yhtiölle lienevät poissuljetut. Yksittäinen osakkeenomistaja, joka ei ole hyväksynyt päätöstä vastuuvapauden myöntämisestä, säilyttänee puolestaan oikeutensa vaatia korvausta yhtiölle. Jos korvausvelvollinen on saanut yhtiökokouksen päätöksellä vastuuvapauden, kanne on kuitenkin nostettava kolmen kuukauden kuluessa yhtiökokouksen päätöksestä (OYL 22:7.3). Puutteellisiin tietoihin perustuva vastuuvapauspäätös ei sido yhtiötä eikä ainakaan niitä osakkeenomistajia, jotka olivat epäasianmukaisesti informoituja (OYL 22:6.2). Jos yhtiökokouksen vastuuvapauspäätös ei ole sitova, osakkeenomistajan oikeutta derivatiivisen kanteen nostamiseen rajoittaa vain OYL 22:8:n viiden vuoden määräaika.[111]

Vastuun toteuttamisessa joudutaan arvioimaan myös sitä, rajoittaako yhtiökokouksen hyväksyntä kolmannen oikeutta ajaa vahingonkorvauskannetta yhtiön johtoa vastaan.[112] Tässä on syytä tehdä ero kolmannen kärsimään välittömään ja välilliseen vahinkoon.[113] Yhtiökokouksen hyväksyntä ei poista kolmannen oikeutta vaatia korvausta hänelle aiheutuneesta välittömästä vahingosta. Toisaalta mikään ei estäne kolmatta hyväksymästä itse hänelle aiheutunutta välitöntä vahinkoa.

Kirjallisuudessa on huomautettu, että osakeyhtiölain velkojainsuojajärjestelmä rakentuu pääasiallisesti velkojien kollektiivisen intressin suojaamisen varaan. Konkurssipesä valvoo yleisen velkojatahon etua.[114] Tämä on lähtökohta myös vuoden 2006 osakeyhtiölaissa. Vastuun toteuttamista koskevien sääntöjen tulkinnassa tulisi antaa aikaisempaa korostuneempi merkitys sille, että osakeyhtiölain velkojainsuojasäännökset painottuvat nimenomaan velkojien kollektiivisen intressin suojaamiseen.

Konkurssissa vastuun toteuttamiseen oikeutettujen henkilöiden piiri muuttuu normaalista. Konkurssissa yhtiön oikeus vaatia korvausta siirtyy konkurssipesälle.[115] Kanteen nostaminen kuuluu tällöin konkurssipesän pesänhoita-

---

[110] Yhtiökokouksen yksinkertaisella enemmistöpäätöksellä antama hyväksyntä hallituksen toimille ei poista vähemmistön oikeutta derivatiivisen kanteen ajamiseen. Ks. *Dotevall* 1989 s. 179.
[111] Viimeisenä mainitusta näkökohdasta HE 109/2005 vp. s. 201–203.
[112] *Dotevall* 1989 s. 182 vastasi kysymykseen Ruotsin vuoden 1975 osakeyhtiölain perusteella kieltävästi. Ks. problematiikasta myös *Taxell* 1963 s. 235–237.
[113] *Taxell* 1963 s. 236 ja siinä mainitut sveitsiläiset lähteet.
[114] *Timonen* 2012 s. 511–513.
[115] *Savela* 2006 s. 139. Oikeustila oli sama jo vuoden 1895 osakeyhtiölain aikana. Ks. *Taxell* 1963 s. 159–160.

jan toimivaltaan ja kanteen nostamista koskevaa päätöksentekoa säännellään konkurssilaissa.[116] Velallisyhtiön entisiä johtajia vastaan nostettavat vahingonkorvauskanteet kuuluvat tavanomaiseen pesänhoitoon (KKO 2002:25). Yhtiön edun vastainen menettely aiheuttaa velkojille vahinkoa vain, jos yhtiö tulee sen seurauksena maksukyvyttömäksi. Pelkästään maksukyvyttömyysriskin kasvaminen ei ilmeisesti vielä tarkoita korvauskelpoisen vahingon syntymistä.[117]

Kyläkallio tulkitsi vuoden 1895 osakeyhtiölain aikana, että yhtiökokouksen vastuuvapauspäätös tarkoitti lopullista luopumista vahingonkorvauksesta. Päätös esti myös konkurssipesää saamasta vahingonkorvausta silloin, kun korvausta vaadittiin vastuuvapauspäätöksen kattamista teoista.[118] *Taxell* oli samaa mieltä. Hänen mukaansa osakeyhtiölaista ei löytynyt säännöstä, joka olisi poistanut vastuuvapauspäätöksen vaikutuksen konkurssipesään nähden. Jos vastuuvapauspäätöksen vaikutuksia olisi haluttu rajoittaa, niistä olisi pitänyt säätää erikseen. Näin ollen vastuuvapauspäätöksellä oli sama vaikutus konkurssiin asettamisen jälkeen kuin ennen sitä. Taxellin mukaan johtopäätöstä tuki myös se, että yksittäisillä velkojilla oli hänen tulkintansa mukaan oikeus vaatia lain 46 §:n perusteella omalla kanteella korvausta suoritettavaksi yhtiölle ja sen konkurssipesälle.[119]

Vuoden 1978 osakeyhtiölain perustelut viittaavat siihen, että oikeustilaa oli tarkoitus muuttaa nimenomaan vastuuvapauspäätöksen vaikutusten osalta. EOYL 15:5:ään otettiin säännös, jonka mukaan konkurssipesä oli oikeutettu vaatimaan korvausta, vaikka yhtiö oli luopunut oikeudestaan korvaukseen. Edellytyksenä oli, että konkurssihakemus oli jätetty tuomioistuimelle kahden vuoden kuluessa yhtiökokouspäätöksen tekemisestä.[120] Säännös säilytettiin sisällöltään ”pitkälti” muuttumattomana OYL 22:6.2:ssa.[121] Sääntelyn kehitys vuoden 1895 osakeyhtiölaista nykyiseen osakeyhtiölakiin indikoi useita seikkoja. Sääntelyssä on korostunut kahden viimeisen osakeyhtiölain aikana se, että vastuuvapauspäätös ei tarkemmin säädetyin edellytyksin sido konkurssipesää. Kun konkurssipesän kanneoikeus on turvattu tällä tavoin, on johdonmukaista ajatella, että johdon yhtiöön kohdistuvan vastuun toteuttaminen keskitettäisiin mahdollisimman pitkälle konkurssihallinnon eikä yksittäisten velkojien tehtäväksi. Tällainen järjestelmä vaikuttaa lähtökohtaisesti ajateltuna johdonmukai-

---

116 *Savela* 2006 s. 267.

117 *Savela* 2006 s. 138–139 ja siinä mainitut ruotsalaiset tapaukset NJA 1979 s. 157 ja NJA 1996 s. 224, joista jälkimmäisen mukaan pelkästään luottotappioriskin kasvaminen voi kuitenkin eräissä tilanteissa aiheuttaa vahingonkorvausvastuun. *Airaksinen ym.* 2010a s. 33–34 toteavat, että ”velkojien vahinko realisoituu yleensä vasta sitten, kun yhtiö ei kykene suoriutumaan velvoitteistaan”.

118 *Kyläkallio* 1965 s.138–141.

119 *Taxell* 1963 s. 242. Ks. myös *Kyläkallio* 1963 s. 142 ja siinä mainitut muut lähteet.

120 HE 27/1977 vp. s. 112–113.

121 HE 109/2005 vp. s. 198.

semmalta kuin sellainen, jossa vastuuvapauspäätös tai yksimielisten osakkeenomistajien muussa yhteydessä tekemä päätös sitovat konkurssipesää kaikissa olosuhteissa, mutta yksittäisille velkojille jää oikeus ajaa kannetta ja saada korvausta suoraan itselleen.

EOYL 15:5 ja OYL 22:6.2:n suhde yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskevaan periaatteeseen on tärkeä. Periaate muotoutui pääasiallisesti EOYL:n aikana, joskin esimerkiksi ratkaisu KKO 1970 II 82 oli vuoden 1895 osakeyhtiölain ajalta. Kun EOYL:ssa todettiin nimenomaisesti, ettei yhtiökokouksen vastuuvapauspäätös rajoittanut konkurssipesän oikeutta vaatia korvausta, herää kysymys, oliko konkurssipesän oikeus kuitenkin rajoituksitta kierrettävissä osakkeenomistajien muuten kuin yhtiökokouksessa tekemällä yksimielisellä päätöksellä. Asia pitänee ymmärtää niin, että konkurssipesällä säilyi *kanneoikeus* riippumatta vastuuvapauspäätöksestä tai yksimielisten osakkeenomistajien päätöksestä. Konkurssipesän *oikeus saada korvausta* oli kuitenkin eri asia. Tähän oikeuteen yksimielisten osakkeenomistajien päätös ilmeisesti vaikutti. Koska OYL 22:6.2 ja EOYL 15:5 vastaavat sisällöltään toisiaan, edellä esitetty pätee myös voimassa olevan oikeuden mukaan. Tällöin merkitykselliseksi nousee se, onko yksimielisten osakkeenomistajien päätös tehty edellä käsitellyn rajoitussäännön soveltamisalalla vai ei. Rajoitussäännön soveltamisalueella yksimielisten osakkeenomistajien hyväksyntä ei poista konkurssipesän oikeutta saada korvausta. Korvausvastuu voi toisaalta tällöinkin sulkeutua pois yleisten vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden nojalla. Konkurssipesän oikeus saada korvausta voi sulkeutua pois esimerkiksi siksi, että kaikki velkojat ovat hyväksyneet yhtiölle tappiota aiheuttavan päätöksen. Ennakkopäätöksen KKO 2003:33 perusteella ratkaisevaksi voi nousta se, kuinka monta velkojaa konkurssipesässä on. Jos pesässä on vain yksi velkoja, tämän suostuminen vahinkoon sulkenee pois konkurssipesän oikeuden saada vahingonkorvausta.

Konkurssitilanteessa joudutaan toisinaan edelleen arvioimaan osakkeenomistajien oikeutta vaatia korvausta toiminnan tarkoitusta tai yhtiön etua loukkaavien päätösten perusteella.[122] Ratkaisussa KKO 2012:65 korkein oikeus antoi konkurssipesän kanteen hylätessään merkitystä sille, että konkurssiin joutuneessa yhtiössä oli vain yksi osakkeenomistaja, joka oli hyväksynyt yhtiön toiminnan jatkamisen pakkoselvitystilasäännösten soveltamisalueella. Tämän voisi ainakin periaatteessa tulkita niin, että konkurssipesän oikeutta saada korvausta olisi arvioitu eri tavalla, jos yhtiössä olisi ollut useita osakkeenomistajia.[123] Tällaiseen päättelyyn sisältyy kuitenkin epävarmuutta. Voidaan kysyä, miksi yhtiön omistusrakenteella, osakkeenomistajien lukumäärällä tai näiden suostumuksilla pitäisi olla merkitystä velkojien oikeussuojan kannalta. Vel-

[122] Ks. myös *Rasinaho* 2013 s. 562.
[123] *Nyström* 2012 s. 10–11.

kojien näkökulmasta relevanttia on se, ovatko johtajat rikkoneet fidusiaarisia velvollisuuksiaan yhtiötä kohtaan ja onko tämä tapahtunut rajoitussäännön soveltamisalueella. Osakkeenomistajat voinevat konkurssissakin tukeutua derivatiiviseen kanteeseen aikaisemmin esitettyjen reunaehtojen puitteissa.[124] On mahdollista, että vireille tulee samaan aikaan konkurssipesän kanne ja osakkeenomistajan derivatiivinen kanne. Toisaalta voi käydä niin, että konkurssipesä päättää olla nostamatta kannetta, mutta yksittäinen osakkeenomistaja vaatii korvauksen suorittamista konkurssipesälle.[125]

Konkurssipesään voi siis tulla lisää varallisuutta joko pesän oman kanteen ansiosta tai niin, että osakkeenomistaja nostaa derivatiivisen kanteen. Osakkeenomistajan tosiasiallista halukkuutta derivatiivisen kanteen nostamiseen hillitsee se, että osakkeenomistajan asema ei välttämättä parane, vaikka konkurssipesään saataisiin lisää varallisuutta. Näin on siksi, että kaikki konkurssipesään tuleva varallisuus menee helposti velkojien saatavien maksamiseen. Toiseksi harvainyhtiöissä tilanne on monesti se, että osakkeenomistajat ovat itse hyötyneet ennen konkurssia tehdyistä yhtiön etua loukkaavista päätöksistä.

Jos osakeyhtiölain normien suojakohteita ja vastuun toteuttamista koskevia sääntöjä lähestytään edellä esitetyistä lähtökohdista, korvaussäännösten tulkinta helpottuu. Korvaussäännöksen, yleisperiaatteiden ja laittoman varojenjaon keskinäisiin suhteisiin liittyvät ongelmat ovat paljolti ratkaistavissa johdonmukaisella tulkinnalla. Nähdäkseni aihepiirin olennaisin ongelma ei ole se, onko velkojalla OYL 22:1.2:n perusteella oikeus saada johdolta korvausta lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta. Lojaliteettivelvollisuus suojaa velkojaentiteettiä, mutta ei yksittäisiä velkojia. Varsinainen ongelma liittyy yksittäisen velkojan oikeuteen saada yhtiölle aiheutetusta vahingosta korvausta suoraan itselleen. Ennen kuin palaan tähän vastuun toteuttamisen ydinongelmaan, käsittelen vielä lyhyesti OYL 13:10:n rahoituskieltosäännöstä. Rahoitusapusäännöksen käsittelyn jälkeen esitän myös muutamia huomioita osakeyhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun ja eräiden muiden oikeussuojakeinojen suhteesta. Esitysjärjestys perustuu siihen, että oikeussuojakeinojen keskinäisissä suhteissa tulee esiin ongelmia, jotka voidaan ottaa huomioon tarkasteltaessa kysymystä velkojan välillisestä vahingosta.

---

[124] Ks. myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015a s. 629. Jo vuoden 1895 osakeyhtiölain aikana tulkittiin, ettei konkurssimenettely estänyt osakkeenomistajavähemmistöä tai yksittäistä osakkeenomistajaa vaatimasta korvausta. Ks. *Taxell* 1963 s. 160.

[125] Uusimmasta hovioikeuskäytännöstä Itä-Suomen hovioikeus 15.10.2015 S 14/725 (lainvoimainen).

7.5 FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET JA RAHOITUSKIELTOSÄÄNNÖS

Osakeyhtiölain 13:10:n rahoitusapusäännös tai rahoituskieltosäännös[126] on yksi osakeyhtiölain eniten arvostelua herättäneistä säännöksistä. Lainopillisesta näkökulmasta ongelmia on aiheuttanut erityisesti se, ketkä ovat OYL 13:10.2:ssa tarkoitettuja yhtiön tai sen lähipiiriin kuuluvan yhtiön työntekijöitä, joille voidaan järjestää rahoitusapua OYL 13:10.1:n estämättä.[127] Toiseksi kirjallisuudessa on pohdittu, onko OYL 13:10 ylipäätään tarpeellinen. Kirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan osakkeenomistajien ja velkojien suoja voitaisiin jättää kokonaan yleisperiaatteiden varaan. Kriitikoiden mukaan on kyseenalaista, tuoko rahoituskieltosäännös mitään lisää yleisperiaatteiden antamaan suojaan nähden.[128]

Rahoituskieltosäännöksen keskeiset tulkintaongelmat liittyvät myös seuraamusjärjestelmään. Kirjallisuudessa on tulkittu, että rahoituskieltosäännöksen vastaisen lainan tai vakuuden antaminen ei yleensä voi johtaa laittoman varojenjaon seurauksiin, koska lainan tai vakuuden antaminen ei ole varsinaisesti varojen jakamista.[129] Hallituksen esitys sisältää tulkinnanvaraisen lausuman, jonka mukaan asiaa on arvioitava toisin, jos säännöksen vastaisella menettelyllä pyritään tosiasiassa varojen jakamiseen.[130] Ajatusta siitä, että rahoitusavussa voisi olla kyse varojenjaosta, on pidetty lähinnä teoreettisena.[131] Kirjallisuudessa on esitetty myös erilainen näkemys, jonka mukaan OYL 13:10:n vastaisesti annetun rahoitusapulainan seuraamuksena voisi tulla kyseeseen OYL 13:4:ssä tarkoitettu palautusvelvollisuus. Tulkinta on perustettu siihen, että OYL 13:4:ssä säädetään lainkohdan sanamuodon mukaan velvollisuudesta palauttaa yhtiöstä vastoin osakeyhtiölakia ”saadut” varat.[132] Toisaalta velvollisuus varojen palauttamiseen syntyy lain sanamuodon mukaan vain, jos varojen saaja tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää ”jakamisen” tapahtuneen osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti. Pelkästään lain sanamuotojen perusteella ei siten lopulta voi tehdä selviä johtopäätöksiä siitä, miten OYL 13:4:n on tarkoitettu soveltuvan OYL 13:10:n vastaisiin menettelyihin.

---

[126] *Immonen* 2011 s. 38–48; *Lautjärvi* 2015 s. 154–160; *Mähönen – Villa* 2015 s. 441; *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015b s. 378.
[127] *Immonen* 2011 s. 38–48; *Villa* 2011 s. 1322–1340; *Mähönen – Villa* 2015 s. 442–447. *Savelan* mukaan OYL 13:10.2:n poikkeussäännöksen nojalla ei voida rahoittaa osakehankintoja hallituksen jäsenille ja toimitusjohtajalle, koska he eivät ainakaan näissä rooleissa ole yhtiön työntekijöitä. Ks. *Savela* 2006 s. 121 alav. 334.
[128] *Mähönen – Villa* 2012 s. 488, 490; *Airaksinen ym.* 2010b s. 89.
[129] *Savela* 2006 s. 120.
[130] HE 109/2005 vp. s. 130.
[131] *Mähönen – Villa* 2012 s. 495.
[132] *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015b s. 380.

Näyttää selvältä, että rahoituskieltosäännöksen keskeisenä tehosteena toimii joka tapauksessa hallituksen jäsenten vahingonkorvausvastuu. Vahingonkorvausvastuun syntyminen edellyttää aina, että yhtiölle on aiheutunut vahinkoa. Jos laina maksetaan takaisin, yhtiö ei ole kärsinyt vahinkoa.[133] Rahoituskieltosäännöksen rikkomiseen perustuva vahingonkorvauskanne nostetaan yleensä hallituksen jäseniä vastaan, koska hallitus päättää tyypillisesti yleistoimivaltansa puitteissa yhtiön varojen käytöstä ja esimerkiksi juuri rahalainojen antamisesta.

Rahoituskieltosäännöksen vastaisen lainan tai vakuuden antamiseen voi edellä todetusta huolimatta liittyä laitonta varojenjakoa. Jos lainan korko on alle käyvän korkotason, ”alikorko” on laitonta varojenjakoa, mutta ei lainapääoma ja asianmukaisesti veloitettu korko.[134] Yhtiön osakkeiden hankkimista varten annetun lainan korot voivat olla markkinaehtoisia korkoja olennaisesti alhaisempia, mutta on myös mahdollista, että korkoa ei peritä lainkaan.[135] Vaikka rahoitusapulaina olisi myönnetty käypää korkoa vastaan, kyse on osakeyhtiölain vastaisesti myönnetystä lainasta. Jos laina jää maksamatta, yhtiölle on aiheutunut vahinkoa. Jos velka jää maksamatta eivätkä velan ehdot olleet markkinaehtoisia, kyse voi olla sekä OYL 13:10:ää että yhtiön etua loukkaavasta menettelystä. Yhtiölle voi toisaalta aiheutua vahinkoa myös silloin, kun rahoituskieltosäännöksen vastaisesti annetun vakuuden vapauttamisesta aiheutuu yhtiölle lisäkuluja. Tällainenkin vahinko voi olla syy-yhteydessä OYL 13:10:n rikkomiseen.

OYL:n rahoituskieltosäännöstä on sovellettu ainakin yhdessä hovioikeusratkaisussa.[136] Ratkaisu ilmentää sitä, että rahoitusavun myöntäminen voi sisältää sekä OYL 13:10:n että yhtiön edun vastaisen menettelyn. Ratkaisussa yhtiön hallituksen puheenjohtajan korvausvastuun syntymiseen riitti, että rahoitusapulaina oli annettu OYL 13:10.1:n vastaisesti ja laina jäi maksamatta. Hovioikeuden perusteluissa todettiin edelleen seuraavasti: ”Koska lainasta ei ole tehty velkakirjaa eikä annettu vakuutta, lainaa ei ole lyhennetty eikä siitä ole edes sovittu maksettavaksi korkoa, kysymyksessä on ollut *myös* osakeyhtiölain 13 luvun 1 §:ssä kielletty laiton varojenjako eli toimenpide, jolla on siirtämällä yhtiön varoja omistuksestaan luopuville osakkeenomistajille samalla vähennetty yhtiön varoja ilman liiketaloudellista perustetta.” Ratkaisusta ilmenee, että rahoitusapulaina voi olosuhteista riippuen olla sekä OYL 13:10 että OYL 13:1.3:n vastainen. Samalla on huomattava, että toisinaan lainananto voi rikkoa ainoastaan OYL 13:10:ää.

---

133 *Savela* 2006 s. 120.
134 Ilmeisesti samoin *Savela* 2006 s. 118.
135 *Villa* 2011 s. 1340 huomauttaa, että täyttääkseen yhtiön edun asettamat vaatimukset rahoitusapulainan ehtojen tulee olla markkinaehtoperiaatteen mukaisia.
136 Kouvolan hovioikeus 21.1.2014 S 13/374 (lainvoimainen).

Kirjallisuudessa on edellä esitetyllä tavalla todettu, että rahoituskieltosäännöksestä voitaisiin luopua ja jättää rahoitusapusääntely kokonaan lain yleisperiaatteiden varaan. Vastaavantyyppinen sääntelystrateginen valintahan tehtiin jo lähipiirilainojen ja -vakuuksien sääntelyssä, kun vuoden 1978 osakeyhtiölain yksityiskohtaisista säännöksistä luovuttiin OYL:n yleisperiaatteiden hyväksi. Myös rahoitusapusääntelyn jättäminen yleisperiaatteiden varaan sisältäisi omat etunsa. Yhtiön, osakkeenomistajien ja velkojien suoja olisi sinänsä mahdollista järjestää pelkästään yleisperiaatteiden ja maksukykyisyystestin avulla. Ainakin ensi näkemältä sääntely yksinkertaistuisi. Muutos merkitsisi kuitenkin asiallista muutosta oikeustilaan ja ainakin lievää heikennystä yhtiön sidosryhmien suojaan.

Yleisperiaatteille rakentuvassa järjestelmässä yhtiön tai sen konkurssipesän oikeus saada korvausta lainvastaisesta rahoitusavusta ratkaistaisiin ainoastaan sillä perusteella, onko laina tai vakuus ollut yleisperiaatteiden mukainen. Edelleen voitaisiin toisinaan joutua arvioimaan sitä, onko luottokelvottomalle taholle annettu rahoitusapu ollut puhtaasti huolimatonta asiainhoitoa. On helpompi osoittaa, että laina on käyttötarkoituksensa perusteella OYL 13:10.1:n vastainen, kuin näyttää, että rahoitusapulaina on yhtiön edun tai huolellisuusvelvollisuuden vastainen. Tällä hetkellähän laki on edellä todetulla tavalla se, että yhtiö voi olla oikeutettu vahingonkorvaukseen, vaikka rahoituskieltosäännöksen vastaisessa lainassa tai vakuudessa ei olisi mitään yhtiön edun vastaisuuteen tai huolimattomaan luototukseen viittaavaa. OYL 13:10:n soveltamisedellytykset poikkeavat yleisperiaatteiden soveltamisedellytyksistä. OYL 22:1:n mukaisen vastuun perusteeksi riittää, että laina on annettu OYL 13:10:n vastaisesti ja se jää maksamatta. Kun syy-yhteysvaatimuksen täyttymistä voitaneen näissä tilanteissa usein pitää melko selvänä, korvausvastuun edellytykset ovat yleensä olemassa. Hallituksen jäsenten korvausvastuu voinee sulkeutua pois, jos nämä eivät olleet tietoisia eikä heidän olisi pitänyt olla tietoisia annetun lainan käyttötarkoituksesta. Tyypillisesti lienee kuitenkin niin, että hallituksen jäsenet eivät voi vedota tällaiseen defenssiin. Rahoitusapulaina myönnetään usein hallitusta tai sen yksittäistä jäsentä lähellä olevalle taholle.

Todistustaakkakysymykset nousevat tässä keskeisiksi. Jos hallitus on rikkonut rahoituskieltosäännöstä, tuottamus presumoidaan (OYL 22:1.3). Tuottamus voinee sulkeutua pois pääasiallisesti vain siksi, että johtaja ei tiennyt eikä hänen olisi pitänytkään tietää lainan tai vakuuden käyttötarkoituksesta. Vaikuttaa siltä, että tuottamus voi silloin sulkeutua pois melko harvoin, koska hallitukselta voidaan edellyttää melko tarkkaa selonottovelvollisuutta siitä, mihin tarkoitukseen yhtiön antama laina käytetään. Todistustaakka tuottamuksen puuttumisesta on hallituksen jäsenillä, eli heidän pitää näyttää perusteltu vilpitön mielensä.

Tutkimuksessa todettiin aikaisemmin, että tuottamusolettaman (OYL 22:1.3) soveltamisalaa ei olisi tarpeen rajata sen mukaan, mitä osakeyhtiölain säännöstä on rikottu. Arvioitiinpa rahoitusavun antamista nykyisellään OYL 13:10:n

puitteissa tai pelkästään yleisperiaatteiden nojalla, kantajan näkökulmasta pitäisi riittää, että hän näyttää osakeyhtiölain rikkomisen. Kantajan lienee kuitenkin helpompi näyttää OYL 13:10:n rikkominen kuin yleisperiaatteiden rikkominen. Yleisperiaatteille rakentuvassa järjestelmässä todistelu keskittyisi vahvasti siihen, olivatko lainan tai vakuuden ehdot markkinaehtoisia vai eivät, tai siihen, oliko johdon päätöksentekomenettely tai itse lainanantopäätös huolimaton. Toisinaan jouduttaisiin arvioimaan myös yhtiölle annettujen vakuuksien tai vastavakuuksien riittävyyttä yleisperiaatteiden valossa. OYL 13:10.1:n yhteydessä riittävää on näyttö rahoitusavun antamisesta lainkohdassa kiellettyyn tarkoitukseen, minkä jälkeen tuottamus presumoidaan.

Yhtiön ja velkojien oikeussuojan näkökulmasta voidaan nostaa esiin vielä yksi näkökohta. Vakiintuneen periaatteen mukaan yksimieliset osakkeenomistajat voivat tietyin rajoituksin tehdä yhtiön edun vastaisia päätöksiä yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin. Yksimielisten osakkeenomistajien hyväksyntä voi siis rajoittaa konkurssipesän oikeutta saada korvausta ennen konkurssia tehdyistä päätöksistä. Osakeyhtiölakia voi ainakin yhden vaihtoehdon mukaan tulkita niin, että edellä tarkoitettu periaate koskee vain yhtiön edun vastaisia päätöksiä, mutta ei ”nimenomaisia” velkojainsuojasäännöksiä, joihin myös OYL 13:10.1 kuuluu. Jos noudatetaan tätä tulkintaa, edes yksimieliset osakkeenomistajat eivät voisi missään olosuhteissa legitimoida päätöstä OYL 13:10.1:n vastaisen rahoitusavun antamisesta yhtiötä ja sen konkurssipesää sitovin vaikutuksin.[137]

Jos rahoituskieltosäännös ymmärretään kokonaan pakottavaksi säännökseksi, konkurssipesän oikeuden kannalta on yhdentekevää, milloin OYL 13:10.1:n vastainen laina on annettu, onko se yksimielisten osakkeenomistajien hyväksymä tai onko se annettu lähellä maksukyvyttömyyttä vai ei. Konkurssipesä on tällöin joka tapauksessa oikeutettu saamaan korvausta rahoituskieltosäännöksen vastaisista päätöksistä. Jos rahoitusavun arviointi jätetään puhtaasti yleisperiaatteiden varaan, konkurssipesän oikeuteen sen sijaan vaikuttaa se, ovatko yksimieliset osakkeenomistajat hyväksyneet lainan ja onko se annettu lähellä maksukyvyttömyyttä. Näin ollen rahoitusapulainan hyväksyttävyyden arvioinnin jättäminen yleisperiaatteiden varaan laajentaisi jonkin verran yksimielisten osakkeenomistajien oikeutta hyväksyä velkojien intressejä vaarantavia päätöksiä. Toisaalta OYL 13:10:ää voisi mahdollisesti jo nyt tulkita niin, että sen vastaisen rahoitusavun antaminen on sallittua voitonjakokelpoisten varojen ja maksukykyisyystestin osoittamassa laajuudessa, jos kaikki osakkeenomistajat hyväksyvät rahoitusavun antamisen. Jos rahoitusapu on annettu näissä puitteissa, voidaan argumentoida, ettei velkojille ole ylipäätään aiheutunut korvauskelpoista vahinkoa. Rahoitusapusääntelyn jättämistä yleisperiaatteiden ja maksu-

[137] Toisaalla kirjallisuudessa on tulkittu, ettei rahoituskieltosäännöksen vastaista lainaa tai vakuutta saa antaa edes jakokelpoisten varojen puitteissa. Ks. *Savela* 2015 s. 130.

kykyisyystestin varaan de lege ferenda voidaan siten periaatteessa tukea myös tällaisella vahingonkorvausoikeudellisella argumentaatiolla.

Rahoituskieltosäännöksestä de lege ferenda esitettyjen näkemysten pohjalta voidaan lopuksi todeta tärkeä yleinen seikka johdon fidusiaarisista velvollisuuksista velkojia kohtaan. Kirjallisuudessa ollaan selvästi sitä mieltä, että nykyisen rahoituskiellon yhtenä keskeisenä tarkoituksena on suojata yhtiön velkojia. Samalla kirjallisuudessa on yleistynyt näkemys, jonka mukaan rahoitusavun sääntely voitaisiin jättää nimenomaisen rahoituskiellon sijaan yleisperiaatteiden varaan. Nämä kaksi ajatusta (rahoitusapusääntelyn velkojia suojaava funktio ja sääntelyn toteuttaminen yleisperiaatteilla de lege ferenda) ovat toteuttamiskelpoisia vain, jos tunnustetaan yleisperiaatteilla ja erityisesti yhtiön edulla olevan velkojia suojaava tarkoitus. Jos yleisperiaatteisiin ja erityisesti yhtiön etuun ei liittyisi velkojainsuojafunktiota, rahoitusapusääntelyä ei voisi johdonmukaisesti jättää yleisperiaatteiden varaan. Myöskään lähipiiritransaktioiden sääntelyä ei olisi voinut perustaa osakeyhtiölaissa tehdyllä tavalla keskeisesti lain yleisperiaatteisiin, jos yleisperiaatteilla ei olisi velkojia suojaavaa funktiota. Tässä esitetyt näkökohdat tukevat tutkimuksessa jo aikaisemmin puollettua näkemystä, jonka mukaan fidusiaariset velvollisuudet suojaavat osakkeenomistajien ohella velkojia yhtiön oman intressin välityksellä.

7.6 YHTIÖOIKEUDELLISEN KORVAUSVASTUUN JA MUIDEN OIKEUSKEINOJEN SUHTEET

7.6.1 Hallituksen jäsenten vastuu yhtiötä kohtaan ja muut oikeuskeinot

Yhtiöoikeudellisen korvausvastuun suhde oikeusjärjestyksen muihin oikeussuojamekanismeihin on jäänyt jossain määrin epäselväksi. Osakeyhtiölain korvaussäännöksiä voidaan joutua arvioimaan ainakin suhteessa TakSL:n mukaiseen peräyttämiseen, OYL 13:4:ssä tarkoitettuun palautusvelvollisuuteen ja OYL 6:28:n oikeustoimen sitovuutta koskevaan sääntelyyn. Ainoastaan OYL 22 luvun säännöksissä on kyse vahingonkorvausvastuusta.

Kaikissa edellä mainituissa vahingonkorvausvastuulle rinnakkaisissa oikeuskeinoissa on kyse *yhtiön* varojen käyttöön liittyvien väärinkäytösten sanktioimisesta. Näin ollen niiden rinnakkaista soveltumista joudutaan yleensä arvioimaan johdon yhtiöön kohdistuvan vastuun yhteydessä. Samalla on syytä kiinnittää huomiota siihen, että vaihtoehtoisiin oikeuskeinoihin perustuvien kanteiden kanssa voi samaan aikaan tulla vireille velkojan osakeyhtiölakiin perustuva suora kanne johtoa vastaan. Vaihtoehtoisiin oikeuskeinoihin perustuvat kanteet, konkurssipesän OYL 22:1:ään perustuva kanne, osakkeenomistajan derivatiivinen kanne ja velkojien suorat kanteet voivat siis koskea samaa yhtiön

varoja koskevaa disponointitointa. TakSL:iin, OYL 13:4:iin, OYL 6:28:ään ja OYL 22:1:ään perustuvat kanteet tähtäävät yhtiön kärsimän vahingon hyvittämiseen ja velkojan suora kanne hänen kärsimänsä välillisen vahingon hyvittämiseen.

Eri oikeussuojakeinojen yhteensovittamisessa aktualisoituvat paljolti samat ongelmat kuin vahingonkorvausjärjestelmien yhteensovittamisessa. Käytännössä kyse on siitä, että järjestelmien soveltamisedellytykset eroavat toisistaan. Tällöin joudutaan arvioimaan, soveltuvatko järjestelmät rajoituksitta rinnakkain keskenään, vai estävätkö järjestelmissä olevat erot rinnakkaisen soveltamisen.[138] Toinen kysymys liittyy eri oikeussuojakeinojen mahdolliseen etusijajärjestykseen. Yhtiöoikeudellisessa kontekstissa juuri tämä kysymys saa korostuneen merkityksen eli lainsoveltaja joutuu arvioimaan, onko vahingonkorvausseuraamus käytössä vasta sitten, jos varoja ei saada palautetuiksi TakSL:n tai OYL 13:4:n nojalla tai oikeustoimea julistetuksi yhtiötä sitomattomaksi OYL 6:28:n perusteella. Periaatteessahan voitaisiin väittää, että vahinko ei ole realisoitunut eikä vahinkoedellytys täyty ennen kuin tiedetään, saadaanko laittomasti jaetut varat takaisin niiden saajalta esimerkiksi OYL 13:4:n perusteella. Tällöin vahingonkorvausvastuuta ei voisi syntyä ennen kuin kysymys palautusvelvollisuudesta on ratkaistu lainvoimaisesti. Kuten jäljempänä esitetään, jotkin näkökohdat puhuvat kuitenkin tällaista argumenttia vastaan. Selvältä näyttää joka tapauksessa se, että OYL 13:4:n nojalla palautetuiksi saadut varat vähentävät yhtiölle mahdollisesti tulevan vahingonkorvauksen määrää.[139] Yleiset periaatteet estävät yhtiötä saamasta samasta vahingosta hyvitystä kahteen tai useampaan kertaan.

Vuoden 1978 osakeyhtiölain 12:5.1:n mukaan osakkeenomistaja oli velvollinen palauttamaan hänelle laittomasti jaetut varat. Palautusvelvollisuutta ei kuitenkaan ollut, jos osakkeenomistajalla oli perusteltua aihetta olettaa varojen jakamisen tapahtuneen laillisena voitonjakona.[140] EOYL 12:5.2:n mukaan palautuksessa syntyvän vajauksen täyttämisestä vastasivat EOYL 15 luvun säännösten mukaisesti ne, jotka olivat osallistuneet varojen jakamista koskevan päätöksen tekemiseen tai täytäntöönpanoon taikka päätöksen perusteena olevan virheellisen taseen laatimiseen tai vahvistamiseen. Osakeyhtiölakiin ei otettu EOYL 12:5.2:a vastaavaa säännöstä johdon velvollisuudesta täyttää mahdollinen vaje, joka jäisi palautusvelvollisuudesta huolimatta. Velvollisuus täyttää vaje jätettiin OYL 22 luvun vahingonkorvaussäännösten varaan. Lainsäätäjän

---

[138] Ks. vahingonkorvausoikeudellisesta kirjallisuudesta *Kivivuori* 1975 s. 266–277; *Hemmo* 1998 s. 328–343; *Saarnilehto* 2007 s. 63–92; *Saarnilehto* 2009 s. 351–363; *Saarnilehto* 2011 s. 1393–1407; *Nyström* 2015d s. 634–657.

[139] Viimeisenä mainitusta näkökohdasta *Immonen – Villa* 2015 s. 188 ja *Savela* 2015 s. 444.

[140] Vilpitöntä mieltä koskevan soveltamisedellytyksen osalta sääntelyn on tulkittu vastanneen nykyisen OYL 13:4:n sisältöä, vaikka lakien säännösten sanamuodoissa on eroa. *Savela* 2015 s. 439 alav. 120.

mukaan EOYL 12:5.2 toi ”vain varsin vähän lisää siihen, mitä osakeyhtiölain yleiset vahingonkorvaussäännökset sisältävät”.[141] Lainsäätäjän näkemys viittaa siihen, että EOYL 12:5.2:n merkitys oli jäänyt vain informatiiviseksi. Velvollisuus vajeen täyttämiseen seurasi siis joka tapauksessa EOYL 15 luvun säännöksistä ja yleisistä vahingonkorvausoikeudellisista periaatteista.

Vahingonkorvausvastuun ja palautusvastuun suhteen arvioinnissa voidaan kiinnittää ensin huomiota erilaisiin vanhentumisaikoihin.[142] *Immonen* ja *Villa* ovat todenneet, ettei yhtiön tarvitse odottaa lainvoimaista tuomiota, jolla varojen saaja velvoitetaan palauttamaan osakeyhtiölain vastaisesti saadut varat, vaan yhtiö voi vaatia heti vahingonkorvausta. He perustelevat näkemystään sillä, että OYL 22:1:n mukainen kanneoikeus voi vanhentua ennen kuin kysymys OYL 13:4:n mukaisesta palautusvelvollisuudesta on ehditty ratkaista lainvoimaisesti. Lopputulos olisi ongelmallinen vahingonkärsijän oikeussuojan kannalta. Immonen ja Villa huomauttavat myös, että varojen saaja ei ole palautusvelvollinen, jos hän ei tiennyt eikä hänen olisi pitänyt tietää varojenjaon tapahtuneen osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti. Ongelmallinen tilanne syntyy, jos OYL 13:4:ään perustuva kanne hylätään lainvoimaisella tuomiolla nimenomaan varojen saajan vilpittömän mielen perusteella ja yhtiön kanneoikeus on samalla ehtinyt kulua umpeen. Yhtiö jäisi tällöin ilman oikeussuojaa.[143] Näkemykset ovat perusteltuja. Yhtiölle syntyy tarve turvautua vahingonkorvausseuraamukseen myös silloin, kun vilpillisessä mielessä ollut varojen saaja velvoitetaan lainvoimaisella tuomiolla palauttamaan varat, mutta hän ei suostu tai kykene palauttamaan varoja tai osaa varoista yhtiölle nimenomaisesta velvollisuudesta huolimatta.[144] Tällöinkin OYL 22:8:n määräajan umpeen kuluminen voi osoittautua ongelmaksi.

Kirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan OYL 13:4:n mukaiseen kanteeseen sovelletaan velan vanhentumisesta annetun lain (VanhL, 728/2003) säännöksiä. Kolmen vuoden vanhentumisaika alkaisi tällöin VanhL 7 §:n 1 momentin 4 kohdan mukaisesti siitä, kun vaatimuksen esittäjä (eli yhtiö) on saanut tietää tai hänen olisi pitänyt tietää edun palautuksen perustana olevasta tapahtumasta ja perusteettoman edun saajasta.[145] On epäselvää, voiko yhtiön oikeus käytännössä pysyä voimassa VanhL 7 §:n 1 momentin 4 kohdan mukaisesti vielä sen jälkeen, kun OYL 22:8:n kanneaika on kulunut umpeen. Jos näin on, mikään ei estäne yhtiötä saamasta oikeussuojaa OYL 13:4:n nojalla, vaikka OYL 22:8:n mukainen kanneaika on kulunut umpeen. Vähemmistönsuojan kannalta on kuitenkin huomattava, ettei vähemmistöllä ilmeisesti ole mahdollisuutta saada OYL 13:4:ään perustuvaa kannetta vireille.

---

141 HE 109/2005 vp. s. 127.
142 *Ruohonen* 2012 s. 218; *Immonen – Villa* 2015 s. 188.
143 *Immonen – Villa* 2015 s. 188.
144 Ks. myös HE 27/1977 vp. s. 92.
145 *Savela* 2015.

Immosen ja *Villan* argumentaatiossa korostuu yhtiön ja välillisesti sen osakkeenomistajien sekä velkojien oikeussuojan painottaminen. Asiaa voidaan tarkastella vielä nyansoidusti nimenomaan vähemmistöosakkeenomistajan näkökulmasta. *Savela* on huomauttanut, että OYL 22:7:n mukainen vähemmistökanneoikeus ei koske OYL 13:4:ssä tarkoitettua oikeuskeinoa. Vähemmistö voi ajaa vahingonkorvauskannetta korvauksen suorittamiseksi yhtiölle, mutta ei palautuskannetta. Savelan mukaan vähemmistö voi vaatia suoraan korvausta yhtiölle ilman, että ensin tai samalla ajetaan palautuskannetta varojen saajaa kohtaan. Jos näin ei olisi, vähemmistö jäisi vaille oikeussuojaa.[146] Riski vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien loukkaamisesta liittyy siihen, että palautuskanteen nostamisessa kanneoikeus on yhtiöllä. Päätös kanteen nostamisesta voidaan tehdä hallituksessa tai yhtiökokouksessa.[147] Jos vähemmistöllä ei olisi oikeutta ajaa derivatiivista kannetta palautuskanteen nostamisesta riippumatta, enemmistö voisi dilutoida vähemmistön oikeussuojan kokonaan jättämällä palautuskanteen nostamatta tai viivyttämällä kanteen nostamista niin kauan, että OYL 22:8:n mukainen määräaika on kulunut umpeen. Kaiken kaikkiaan näyttää siltä, että OYL 22:1:n ja OYL 13:4:n mukaisille oikeuskeinoille ei ole perusteltua asettaa keskinäistä etusijajärjestystä.

OYL:n ja TakSL:n suhteesta on jo voitu tehdä jonkin verran alustavia yleistyksiä. OYL 13:4:n ja TakSL:n rinnakkaista soveltamista ei juuri ole problematisoitu. Esimerkiksi melko tuoreessa hovioikeustapauksessa Kouvolan hovioikeus 19.12.2013 S 12/926 (lainvoimainen) samaan osingonjakoon sovellettiin sekä OYL 13:4:ää että TakSL:a. Ratkaisu vaikuttaa olevan varsin hyvin linjassa kirjallisuuden ja aikaisemman käytännön kanssa.[148] Ennakkopäätöksessä KKO 2003:33 ei myöskään problematisoitu TakSL:n ja yhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun yhtäaikaista soveltamista tai asetettu oikeuskeinoille keskinäistä etusijajärjestystä. Kansainvälisten esimerkkien tapaan konkurssipesä voi siis meilläkin saada oikeussuojaa yhtiön etua loukkaavien päätösten varalta sekä OYL:n korvaussäännösten että insolvenssioikeudellisten normien perusteella. Lakien soveltamisedellytyksissä on kuitenkin eroja. Sellaiset lopputulokset ovat siis mahdollisia, että konkurssipesään saadaan varallisuutta yhden järjestelmän perusteella, vaikka toiseen järjestelmään perustuva kanne hylätään.

7.6.2 Hallituksen jäsenten regressioikeuteen liittyviä kysymyksiä

Palautusvastuun ja korvausvelvollisuuden suhteen arvioinnissa on tärkeää, että lopullinen vastuu laittomasta varojenjaosta jakaantuu oikeudenmukaisesti siitä

---

146 *Savela* 2015 s. 443–444.
147 *Savela* 2015 s. 443.
148 *Nyström* 2015a s. 10–13 sekä siinä mainittu kirjallisuus ja oikeuskäytäntö.

päättäneiden tahojen ja varojen saajien kesken. Lopputulos voi olla joissain tapauksissa epäjohdonmukainen, jos hallituksen jäsenet maksavat yhtiölle laittomasta varojenjaosta aiheutuvan vahingon ja varojen saaja saa pitää jaetut varat kokonaan. Hallituksen jäsenen mahdollisen regressioikeuden arvioinnissa voidaan aluksi kiinnittää huomiota siihen, miten lopullinen vahinkoriski on yleisesti jaettu yhtiöoikeudellisessa korvausvastuussa useiden vahingonaiheuttajien kesken.

OYL 22:5:ssä on viittaussäännös vahingonkorvauslakiin. Sen johdosta yhtiöoikeudellisessa korvausvastuussa lähtökohtana on useiden vahingonaiheuttajien yhteisvastuu vahingonkärsijää kohtaan (VahL 6:2). Vahingonaiheuttajien keskinäisessä suhteessa korvausmäärä on jaettava sen mukaan kuin harkitaan kohtuulliseksi ottaen huomioon kunkin korvausvelvollisen viaksi jäävä syyllisyyden määrä, vahinkotapahtumasta ehkä saatu etu ja muut seikat (VahL 6:3). Kirjallisuudessa on tulkittu, että vahinkoteosta hyötyneen vahingonaiheuttajan on yleensä osallistuttava korvaukseen vähintään saamansa hyödyn määrällä.[149] Ajatustapa saa tukea ratkaisusta KKO 1965 II 20. Jos laiton varojenjako on tapahtunut kokonaan esimerkiksi hallituksen jäsenen tai osakkeenomistajan hyväksi, vaikuttaisi johdonmukaiselta ajatella, että epäoikeutettua etua saanut henkilö on lopullinen maksumies vahingonaiheuttajien keskinäisessä suhteessa.

Vaikka oikeuskeinoille ei asetettaisi keskinäistä etusijajärjestystä vaan yhtiö voisi turvautua ensin vahingonkorvauskanteeseen hallituksen jäseniä vastaan, tästä ei seuraa, että hallituksen jäsenet joutuisivat väistämättä laittoman varojenjaon lopullisiksi maksumiehiksi. OYL 13:4 ei ole käytössä vahingonkorvauksen maksaneiden hallituksen jäsenten ja varojen saajan välillä, mutta hallituksen jäsenillä voi olla oikeus saada korvausta varojen saajalta. Tällöin on keskeistä kiinnittää huomiota eri henkilörelaatioissa sovellettaviin vastuuperusteisiin. Jos varoja on jaettu laittomasti *osakkeenomistajalle*, korvausvastuun perusteena voi toimia ainakin OYL 22:2, jossa säädetään osakkeenomistajan korvausvastuusta yhtiötä, osakkeenomistajaa ja kolmatta (tässä tapauksessa hallituksen jäsentä) kohtaan. Vaikuttaa siltä, että korvaussäännöstä ei ole kirjoitettu juuri tällaisia – melko epätavanomaisia – hallituksen jäsenen osakkeenomistajaan kohdistamia regressivaatimuksia silmällä pitäen, mutta periaatteellista estettä sen soveltamiselle ei mielestäni ole. Hallituksen jäsenen ja osakkeenomistajan väliseen suhteeseen jouduttaisiin joka tapauksessa etsimään ratkaisuksi *jotain* oikeusjärjestykseen sisältyvää oikeuskeinoa, jolloin arvioitavaksi tulisivat ainakin yleiset säännöt perusteettoman edun palautuksesta ja vahingonkorvauslain säännökset. Vahingonkorvauslaissa ongelmana olisi erityisesti puhtaiden varallisuusvahinkojen rajoitettu korvauskelpoisuus (VahL 5:1). OYL 22:2:n soveltamisen ongelmana lienee lähinnä se, miten korvaussäännök-

[149] *Kyläkallio* 1963 s. 274 ja häneen viitaten *Savela* 2015 s. 359.

sen soveltamisedellytyksiä ja erityisesti sen myötävaikutuskriteeriä on tavattu tulkita. Myötävaikutuskriteerin traditionaalinen tulkinta, jossa osakkeenomistajan korvausvastuu voi syntyä selvästi vain aktiivisen toiminnan seurauksena, on tässäkin yhteydessä ongelmallinen. Sen arvioiminen, onko laittomasti jaettujen varojen vastaanottaminen tai laittomasta varojenjaosta päättämiseen osallistuminen kussakin tilanteessa sisältänyt vain passiivisuutta vai myös aktiivisena toimintana ilmenevää ”myötävaikuttamista”, muodostuu monissa tapauksissa vaikeaksi ja myös tarpeettomaksi. Tärkeämpää olisi kiinnittää huomiota osakkeenomistajan tuottamukseen ja siihen, tiesikö hän tai olisiko hänen pitänyt tietää, että varojenjako on osakeyhtiölain vastainen. Näin osakkeenomistajan regressivastuun arvioiminen lähestyy tosiasiassa OYL 13:4:n mukaisen palautusvastuun soveltamisedellytysten arviointia. Niissähän keskeisenä arviointikriteerinä on nimenomaan varojensaajan perusteltu vilpitön mieli.

OYL 13:4:ää voidaan soveltaa myös silloin, kun varoja on jaettu laittomasti muille kuin osakkeenomistajille.[150] Jos yhtiö saa kuitenkin hallituksen jäseniltä vahingonkorvausta ennen kuin palautuskannetta on edes nostettu tai ratkaistu, harkittavaksi voi tulla myös hallituksen jäsenten oikeus saada korvausta tällaiselta varojen saajalta. Muulta varojen saajalta kuin osakkeenomistajalta tai johtajalta ei voi saada korvausta OYL:n nojalla, koska tällaisten henkilöiden korvausvelvollisuudesta ei säädetä OYL:ssa. Vastuuperustetta joudutaan tällöin joka tapauksessa etsimään OYL:n ulkopuolelta yleisistä säännöistä. Koska tämän tutkimuksen fokus on OYL:n säännöksissä, en käsittele kyseistä problematiikkaa tässä enempää.

7.7 VELKOJAN OIKEUS SAADA KORVAUSTA VÄLILLISESTÄ VAHINGOSTA

7.7.1 Aluksi

Seuraavassa palataan kysymykseen siitä, keillä tahoilla on oikeus saada korvausta fidusiaaristen velvollisuuksien vastaisista päätöksistä. Otan kuitenkin kysymykseen vielä laajemman näkökulman tarkastelemalla yleisesti sitä, onko yksittäisillä velkojilla oikeus saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta. Johtajathan voivat aiheuttaa yhtiölle vahinkoa myös muulla tavoin kuin rikkomalla OYL 1:8:ään sisältyviä velvoitteitaan. Fidusiaaristen velvollisuuksien täytäntöönpano on siis velkojan välillisen vahingon problematiikkaan kuuluva alakysymys, johon saadaan vastauksia arvioimalla itse ”katto-ongelmaa”.

[150] HE 109/2005 vp. s. 123, 127.

Yhtiön edun vastainen päätös vahingoittaa lähtökohtaisesti välittömästi vain yhtiötä. Samaa voidaan sanoa esimerkiksi OYL 13:2:n maksukykyisyystestistä ja OYL 13:10:n rahoituskieltosäännöksestä, koska niiden vastaisessa menettelyssä on kyse *yhtiön* varojen disponoimisesta osakeyhtiölaissa kielletyllä tavalla. Kuitenkin niin yhtiön edun, maksukykyisyystestin kuin rahoituskieltosäännöksen vastainen menettely voi vahingoittaa yksittäisiä velkojia sitä kautta, että heidän saatavansa jäävät maksamatta. Tällöin on otettava kantaa velkojan oikeuteen saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta, eli saavatko velkojat toteuttaa johdon vastuun suorilla kanteillaan. Vaihtoehtoisia ratkaisuja on periaatteessa ainakin neljä: (a) velkojalla on yhtiön (tai sen konkurssipesän) kanssa rinnakkainen oikeus saada korvausta, (b) velkojan oikeus on toissijainen yhtiön oikeuteen nähden, (c) velkojalla ei ole ollenkaan oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta tai d) yksittäisellä velkojalla on oikeus vaatia korvausta yhtiölle tai sen konkurssipesälle. Käsitykseni mukaan ainoastaan vaihtoehdosta d) voidaan sanoa selvästi, ettei se vastaa nyt voimassa olevaa oikeutta.

Osakeyhtiölain 22:1.2:n sanamuodon perusteella voisi päätellä, että yhtiön ja sen konkurssipesän ohella myös yksittäisillä velkojilla sekä osakkeenomistajilla olisi oikeus saada korvausta suoraan itselleen esimerkiksi OYL 1:7, OYL 1:5, OYL 13:1.3, OYL 13:2 ja OYL 13:10:n rikkomisen nojalla. Näin siksi, että kyseiset säännökset voitaisiin tulkita osakeyhtiölain ”muun säännöksen kuin OYL 1:8:n” rikkomiseksi. Kirjallisuudessa on tähän asti lähdetty siitä, että niin osakkeenomistajat kuin velkojat ovat rajoituksitta oikeutettuja korvaukseen esimerkiksi OYL 13:2:n rikkomisen perusteella.[151] Edelleen on esitetty, että niin osakkeenomistaja kuin velkoja on oikeutettu vaatimaan korvausta laittoman varojenjaon perusteella.[152] Tulkinnoissa on ilmeisesti kiinnitetty huomiota vain OYL 22:1.2:n sanamuotoon, muttei välittömiä ja välillisiä vahinkoja koskevaan erotteluun. Jo OYL 22:7.4:sta seuraa, että osakkeenomistajalla ei lähtökohtaisesti ole oikeutta saada korvausta itselleen, koska edellä mainituista säännöksistä lähinnä OYL 1:7:n rikkominen voi joissain tapauksissa aiheuttaa osakkeenomistajalle välittömän vahingon. Velkojan oikeus saada korvausta esimerkiksi OYL 13:2:n tai OYL 13:1.3:n rikkomisen perusteella on selvästi vaikeampi, koska asiaan ei ole otettu laissa kantaa samalla tavalla kuin OYL 22:7.4:ssa on otettu osakkeenomistajien näkökulmasta.

Aluksi on syytä todeta muutamia seikkoja normin suojatarkoitusta koskevasta opista.[153] Ensi näkemältä voisi ajatella, että vastuun toteuttamiseen liittyvien kysymysten ratkaisemisessa tulisi tukeutua juuri suojatarkoitusoppiin. Näh-

---

[151] *Ruohonen* 2012 s. 222.
[152] *Lautjärvi* 2015 s. 150 tukeutuu mm. ratkaisuun KKO 2003:33.
[153] Yleisesti esim. *Hemmo* 2005 s. 140, *Hahto* 2008 s. 19–21 ja 43–47, *Mielityinen* 2006 s. 329–331 ja *Savela* 2015 s. 313–315 sekä niissä mainitut lähteet.

däkseni suojatarkoitusoppi ei kuitenkaan välttämättä ole ensisijainen kriteeri, jonka avulla tulisi lähestyä kysymystä velkojan oikeudesta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta. Yhtiön, osakkeenomistajan ja velkojan vahingonkorvausoikeudellisten asemien erottelussa on kyse ennemmin spesifisestä välittömän ja välillisen vahingon erotteluun liittyvästä ongelmasta kuin suojatarkoitusopin soveltamisesta. Suojatarkoitusopin ominta soveltamisalaa ovat tilanteet, joissa joudutaan arvioimaan vahingonkärsijän oikeutta korvaukseen hänelle aiheutuneista erilaisista *välittömistä* vahingoista.[154] Tällöin suojatarkoitusoppi toimii siis eräänlaisena syy-yhteysvaatimukseen liittyvänä rajoitusperiaatteena, jolla rajataan vahingonaiheuttajan korvausvastuuta. Tietysti voidaan ajatella, että osakeyhtiön varojen käytölle ja jakamiselle asetetut rajoitukset ovat olemassa myös sen turvaamiseksi, että yhtiö kykenee suoriutumaan velvoitteistaan yksittäisiä velkojiaan kohtaan. Tällainen lähtökohta jää kuitenkin argumenttina puolitiehen. Sillä ei voida ratkaista niitä erityiskysymyksiä, joita liittyy nimenomaan yksittäisen velkojan ja velkojakollektiivin väliseen suhteeseen ja siinä erityisesti yksittäisen velkojan välillistä vahinkoa koskevaan problematiikkaan.

Osakeyhtiölain korvausjärjestelmässä on siis tehty aikaisempia lakeja selkeämmin erottelu välittömiin ja välillisiin vahinkoihin (OYL 22:7.4).[155] Välittömän ja välillisen vahingon määrittelyssä voidaan edelleen tukeutua vuoden 1895 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskirjallisuudessa esitettyihin käsityksiin. Välitön vahinko määritellään hieman kehäpäätelmänomaisesti vahingoksi, joka kohdistuu välittömästi yhtiöön, osakkeenomistajaan tai kolmanteen. Välillisellä vahingolla tarkoitetaan vahinkoa, joka kohdistuu osakkeenomistajaan tai kolmanteen yhtiölle aiheutetun tappion tai vahingon seurauksena.[156] Valtaosa osakeyhtiölakia rikkomalla aiheutetuista vahingoista lienee yhtiön välittömiä ja osakkeenomistajan välillisiä vahinkoja.[157] Yhtiö, osakkeenomistaja ja velkoja voivat periaatteessa kärsiä yhtaikaa erilaisia vahinkoja johdon osakeyhtiölain vastaisen menettelyn seurauksena. Osakkeenomistajan kannalta voi käydä niinkin, että johdon tietty päätös aiheuttaa hänelle yhdellä kertaa sekä välittömän että välillisen vahingon. Tällaisissa tilanteissa joudutaan helposti arvioimaan yhtiöoikeudellisten sääntöjen lisäksi yleisten vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden merkitystä ja erityisesti niiden vastuuta rajoittavia vaikutuksia.[158]

---

[154] Toisin *Ström* 2002 s. 596, joka on Ruotsissa antanut suojatarkoitusopille keskeisen aseman arvioitaessa välillisen vahingon korvauskelpoisuuteen liittyvää problematiikkaa.

[155] Myöskään Tanskan vuoden 2010 osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistaja ei voi ajaa kannetta omissa nimissään hänelle aiheutuneen välillisen vahingon korvaamiseksi. Ks. *Krüger Andersen – Sørensen* 2013 s. 193.

[156] *Taxell* 1963 s. 40–41. Ks. myös *Savela* 2015 s. 270–276 sekä ruotsalaisesta kirjallisuudesta *Ström* 2002 s. 578–580.

[157] HE 109/2005 vp. s. 198.

[158] Ruotsalaisesta kirjallisuudesta *Ström* 2002 s. 590–594.

Osakkeenomistajan ja velkojan näkökulmasta välittömän vahingon määritelmää voidaan täydentää niin, että osakkeenomistajan tai velkojan kärsimän välittömän vahingon seurausvaikutuksena ei ainakaan *yleensä* ole heikennys yhtiön varallisuusasemassa. Osakeyhtiölaki ei tunne käsitettä ”yhtiön kärsimä välillinen vahinko”, vaan välillinen vahinko voi kohdistua ainoastaan osakkeenomistajaan tai velkojaan.

Osakkeenomistajan välillisellä vahingolla tarkoitetaan vahinkoa, joka aiheutuu jako-osuuden vähentymisestä, osinko-oikeuden estymisestä tai osakkeen arvon vähentymisestä. Osakkeenomistajalle voi aiheutua välillistä vahinkoa esimerkiksi laittoman varojenjaon, yhtiön omaisuuden kavaltamisen, huolimattoman hallinnoinnin ja yhtiön tekemän kannattamattoman sopimuksen seurauksena. Yhteistä näille tilanneryhmille on se, että vahinko kohdistuu välittömästi yhtiöön ja yhtiön varallisuuteen.[159]

Välillisen vahingon korvauskelpoisuutta koskeva ongelma on läsnä samalla tavalla riippumatta siitä, arvioidaanko asiaa velkojan vai osakkeenomistajan näkökulmasta.[160] Velkojalle voi seurata *välitöntä* vahinkoa esimerkiksi siitä, että yhtiö täyttää sopimuksen virheellisesti. Sopimussuhteen ulkopuolella velkojalle voi aiheutua välitöntä vahinkoa esimerkiksi yhtiön lukuun suoritettavista räjäytystöistä. Velkoja kärsii puolestaan välillisen vahingon, kun yhtiö ei voi sille aiheutuneen tappion tai vahingon seurauksena suorittaa velkojan saatavaa. Kuten osakkeenomistajalle myös velkojalle voi aiheutua välillistä vahinkoa esimerkiksi huolimattoman hallinnoinnin tai laittoman varojenjaon seurauksena.[161]

Edellä lainattu vahinkojen tyypittely on *Taxellin* esityksestä vuoden 1895 osakeyhtiölain ajalta. Tyypittelystä on tehtävä se huomio, että Taxellin mainitsemat velkojan välittömään vahinkoon liittyvät esimerkkitilanteet ratkaistaan nykyisin yleensä muiden korvausjärjestelmien kuin osakeyhtiölain perusteella. Tässä tutkimuksessa en syvenny siihen, missä laajuudessa velkojan välitön vahinko voi tulla korvattavaksi osakeyhtiölain perusteella. Tyypillinen esimerkki velkojan välittömästä vahingosta, joka nykylain perusteella selvästi korvataan, on OYL 20:23.1:n oman pääoman menettämistä koskevaa säännöstä rikkomalla aiheutettu vahinko. Velkojien välittömät vahingot liittyvät yleisesti usein juuri yhtiöoikeudellisten säädösten tiedonanto- ja raportointivelvoitteiden rikkomiseen.

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty de lege ferenda, että OYL 1:8:n huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus ”tulisi ulottaa suojaamaan tietyissä tilanteissa välillisesti myös velkojia”.[162] Ehdotuksella voidaan tarkoittaa joko (1) yksittäisiin velkojiin kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien perustamista tai (2)

---

[159] *Taxell* 1963 s. 41. Ks. osakkeenomistajan oikeussuojaa koskevan sääntelyn kehityksestä *Nuolimaa* 2006 601–628.
[160] *Taxell* 1963 s. 10–11.
[161] *Taxell* 1963 s. 41.
[162] *Lautjärvi* 2015 s. 337.

sitä, että velkojalla tulee olla oikeus saada korvausta itselleen fidusiaarisia velvollisuuksia loukkaavien päätösten perusteella. Tällaisella ehdotuksella voitaisiin teoriassa tarkoittaa myös (3) sitä, että velkojien tulisi saada joissain olosuhteissa ”välillistä” suojaa yhtiön oikeussuojan kautta.

Vaihtoehto 1 vaikuttaa jo teoreettisella tasolla kaikkein vaikeimmalta toteuttaa. Hallitukselle tuskin voidaan asettaa oikeudellisesti täytäntöönpanokelpoista velvollisuutta edistää yksittäisen velkojan tai osakkeenomistajan etua. Tällaiset velvollisuudet aiheuttaisivat todennäköisesti enemmän ongelmia kuin ne ratkaisisivat.[163] Vaihtoehto 3 on nähdäkseni osa voimassa olevaa oikeutta jo nyt siinä mielessä, että yhtiön konkurssipesä voi tietyissä olosuhteissa saada korvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella. Siinä mielessä vaihtoehto ei toteudu, että voimassa olevan lain mukaan oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen kuuluu ainoastaan osakkeenomistajille (OYL 22:7.1). Tutkimuksen maavertailuosio osoitti, että Yhdysvalloissa ja Kanadassa velkojat voivat ilmeisesti ainakin konkurssitapauksissa ajaa määrätyin ehdoin derivatiivista kannetta. Tällaista vaihtoehtoa voitaisiin siis ainakin harkita meillä. Ennen kuin harkitaan derivatiivista kannetta koskevien säännösten muuttamista de lege ferenda, on kuitenkin arvioitava vaihtoehtoa 2, eli miten voimassa oleva oikeus suhtautuu velkojan oikeuteen saada korvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen tai yleisesti yhtiötä vahingoittavien toimien perusteella. Derivatiivisten kanteiden ja suorien kanteiden suhdehan on keskeinen myös osakkeenomistajan oikeussuojaa säänneltäessä. Osakkeenomistajalta on voitu evätä oikeus saada korvausta välillisestä vahingostaan suoralla kanteella (OYL 22:7.4) juuri siksi, että yksittäinenkin osakkeenomistaja voi määrätyin ehdoin ajaa derivatiivista kannetta korvauksen suorittamiseksi yhtiölle (OYL 22:7.1).

7.7.2 Vuoden 1895 osakeyhtiölaki

Ruohonen on selvittänyt, miten osakeyhtiön voitonjakoa ja vastuuta laittomasta varojenjaosta säänneltiin vuoden 1864 asetuksessa nimettömistä eli osakeyhdyskunnista. Hänen mukaansa laista ilmeni ”kielto jakaa osakeyhdyskunnan varoja osakkeenomistajille tilanteessa, jossa osakkeenomistajat tai hallituksen jäsenet ovat olleet tietoisia siitä, että osakeyhdyskunnalla ei ole riittävästi varoja”.[164] Normin rikkomisesta seurasi jo lain sanamuodon mukaan vahingon-

[163] Ks. myös *Nyström* 2015d s. 650, jossa on arvosteltu fidusiaaristen velvollisuuksien perustamista yksittäisiä velkojia tai osakkeenomistajia kohtaan. Yleisesti ajatus yksittäisistä velkojista johdon fidusiaaristen velvollisuuksien (edes välillisinä) suojaobjekteina istuu huonosti käsitykseen siitä, että hallitus on yhtiön päämies. Yksittäisille velkojille ei ole perusteltua antaa sananssijaa siinä, mikä on yhtiön parhaaksi. Ks. yhdysvaltalainen tuomioistuinratkaisu *St. James Capital v. Pallet Recycling Ass'ns of N. Am., Inc.,* 589 N.W.2d 511, 516 (Minn. Ct. App. 1999).

[164] *Ruohonen* 2012 s. 39–40.

korvausvastuu, mutta oli epäselvää, keitä tahoja kohtaan vahingonkorvausvastuu saattoi syntyä. *Kyläkallio* päätyi väitöskirjassaan siihen, että vastuu saattoi ilmeisesti syntyä sekä yhtiötä että kolmatta kohtaan.[165]

Suomen ensimmäinen osakeyhtiölaki tuli voimaan vuonna 1895. Vuoden 1895 laissa korvauskysymyksistä säänneltiin hyvin minimalistiseen tapaan.[166] Laki sisälsi säännöksen johtajien korvausvastuusta yhtiötä kohtaan, mutta kolmanteen kohdistuva vastuu jäi pääasiassa yleisten sääntöjen varaan. Lain 41 §:ssä säädettiin seuraavasti: toimitsija vastatkoon täydelleen siitä vahingosta, jonka hänen huolimattomuutensa taikka lakia tahi yhtiöjärjestystä vastaan sotiva toimensa yhtiön asioissa on yhtiölle tuottanut. Jos vahinko on useampien tuottama, vastatkoon kukin omasta ja toistensa puolesta sen korvaamisesta. Lainkohta koski siten johdon vastuuta yhtiötä kohtaan. Vastuusta osakkeenomistajaa ja kolmatta kohtaan ei ollut säännöksiä lukuun ottamatta vaikeatulkintaista 46 §:ää, joka kuului kokonaisuudessaan seuraavasti:

> ”Kanteen osakasta vastaan 16 tahi 33 §:n mukaan, kuin myös korvausvaatimuksen toimitsijaa vastaan 21, 29, 39, 40, 43 tahi 44 §:ssä olevain säännösten laiminlyömisestä tahi rikkomisesta saa, jos yhtiön omaisuus on luovutettu konkurssiin, myöskin velkoja tehdä. Sama oikeus olkoon myös velkojalla yhtiöltä ulosotettaessa, ellei kiistämätöntä omaisuutta, joka vaikeudetta voidaan muuttaa rahaksi, ole olemassa hänen saamisensa suorittamiseksi.”

Vuoden 1895 osakeyhtiölain 46 §:ssä mainittiin siis kuusi säännöstä, joiden rikkomisen perusteella velkojalla oli konkurssitilanteessa oikeus korvaukseen. Lainkohdassa mainituista säännöksistä 39 § oli niin sanottu pakkolikvidaatiosäännös.[167] Ainakin osa lain 46 §:ssä mainituista säännöksistä oli ilmeisesti sellaisia, että niiden rikkominen aiheutti velkojalle välillisen vahingon. Näihin kuului oletettavasti ainakin 21 §, jota on luonnehdittu ”voitonjaon perussäännökseksi”.[168] Monissa tapauksissa velkojat kärsivät vahinkoa juuri voitonjaon perussäännöksen (21 §) tai pakkolikvidaatiosäännöksen (39 §) rikkomisesta. Vuoden 1895 lain 46 §:ssä mainitut säännökset kattoivat mahdollisesti melko hyvän osan niistä tilanteista, joissa velkojat ylipäätään saattoivat kärsiä välillistä vahinkoa. Samalla on syytä huomauttaa, että välittömän ja välillisen vahingon ero tuskin oli aina selvä vuoden 1895 lain järjestelmässä samalla tavoin kuin se on ollut tulkinnanvarainen myöhemminkin. Esimerkiksi pakkolikvidaatiosäännöstä voisi periaatteessa tulkita niin, että velkoja saattoi kärsiä sen rikkomisesta myös välitöntä vahinkoa. Näin oli, jos hallitus jatkoi yhtiön toimintaa likvidaatiopakon laukeamisesta huolimatta ja velkoja myönsi

---

165 *Kyläkallio* 1963 s. 5.
166 *Taxell* 1963 s. 13.
167 *Mähönen – Villa* 2015 s. 21.
168 *Ruohonen* 2012 s. 45 tukeutuu tulkinnassaan vuoden 1895 lain aikaiseen kirjallisuuteen.

yhtiölle (lisää) luottoa. Rajanveto välittömään ja välilliseen vahinkoon riippunee nykyisenkin osakeyhtiölain esitöissä[169] esitetyllä tavalla aina myös siitä, millaisiin perusteisiin vahingonkorvausvaatimuksessa on vedottu ja miten vahinkoa on luonnehdittu.

Lain 46 § oli monella tapaa ongelmallinen. Epäselvää oli, saiko velkoja ajaa vahingonkorvauskannetta yhtiön puolesta, jolloin mahdollinen vahingonkorvauskin suoritettaisiin yhtiölle tai sen konkurssipesälle, vai oliko velkojalla kokonaan itsenäinen kanneoikeus ja siten oikeus saada korvausta suoraan itselleen. Lakia saattoi tulkita myös niin, että molemmat vaihtoehdot olivat mahdollisia.[170] *Taxellin* mukaan vuoden 1895 osakeyhtiölain pääperiaate oli, ettei velkojalla ollut oikeutta saada johtohenkilöltä korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta. Lähtökohta oli hänen mielestään pääteltävissä lain 46 §:stä, jossa velkojalle annettiin vain eräissä erityistapauksissa oikeus nostaa kanne johtoa vastaan. Kyse oli kuitenkin poikkeustilanteista. Taxell tiedosti, että velkojan itsenäiseen kanneoikeuteen liittyy sekä etuja että haittoja. Hän korosti, että samantapaiset ongelmat ovat läsnä riippumatta siitä, arvioidaanko välillisen vahingon korvauskelpoisuutta velkojan vai osakkeenomistajan näkökulmasta. Taxellin mukaan pääperiaate oli kuitenkin selvä: velkojalla ei ollut oikeutta vaatia korvausta välillisestä vahingosta.[171]

Velkojan itsenäisen kanneoikeuden osalta oli erikseen arvioitava, tuleeko mahdollinen vahingonkorvaus yhtiölle ja konkurssitapauksessa konkurssipesälle, jolloin pesään saatu korvaussumma jakautuisi insolvenssilainsäädännön mukaisesti konkurssivelkojien kesken. Toinen vaihtoehto oli, että korvaus maksettaisiin suoraan kanteen nostaneelle velkojalle, joka olisi silloin luonnollisesti oikeutettu ainoastaan täyteen korvaukseen kärsimästään vahingosta. *Taxellin* mukaan jälkimmäinen vaihtoehto oli johdonmukaisempi. Hän totesi, että laissa olisi todennäköisesti mainittu, jos korvaussumman olisi tarkoitus tulla jonkun muun henkilön kuin kanteen nostaneen tahon hyväksi.[172] Edelleen voidaan kiinnittää huomiota tutkimuksessa aikaisemmin esiin tuotuun näkökohtaan, jonka mukaan yhtiökokouksen vastuuvapauspäätöksellä oli vuoden 1895 lain aikana konkurssipesää sitova vaikutus, mutta sillä ei voitu vaikuttaa kolmannen oikeuteen. Tällaiseen sääntelymalliin sopinee ensi näkemältä paremmin sellainen vaihtoehto, että korvaussumma maksettiin suoraan kanteen nostaneelle kolmannelle eli velkojalle.

KKO:n ennakkopäätökset antavat ainakin jonkinasteista tukea edellä esitetylle tulkinnalle. Korkein oikeus antoi vuoden 1895 osakeyhtiölain aikana useita ennakkopäätöksiä, joissa hallituksen jäsen(et) velvoitettiin korvaamaan

---

169 HE 109/2005 vp. s. 202.
170 Erilaisista tulkinnoista *Taxell* 1963 s. 196 ja siinä mainitut lähteet.
171 *Taxell* 1963 s. 34, 196.
172 *Taxell* 1963 s. 198–199.

yhtiön velkojalle aiheutunut vahinko lain 46 §:n nojalla (esim. KKO 1929-II-665, KKO 1931-II-349, KKO 1931-II-577, KKO 1972-II-47 ja KKO 1973-II-53). 1930-luvun jälkeen tuli pitkä ajanjakso, jolloin KKO ei antanut julkaistuja ratkaisuja 46 §:n korvaussäännöksen soveltamisesta. 1960- ja 1970-luvuilla saatiin taas useita ennakkopäätöksiä, joissa hallituksen jäsenet tuomittiin korvausvelvollisiksi velkojaa kohtaan 46 §:n nojalla. Ainakin yhdessä ratkaisussa (KKO 1973-II-94) valtion korvausvaatimus hylättiin, mutta syynä näyttää olleen tuottamuksen puute, ei KKO:n kannanmuutos velkojan välillistä vahinkoa koskevaan kysymykseen. Samanlainen lopputulos saatiin myös toisessa valtion ajamassa vahingonkorvausasiassa ja nyt syynä kanteen hylkäämiselle oli vahinko- ja syy-yhteysedellytysten täyttymättä jääminen (KKO 1974-II-72). Ratkaisu KKO 1974-II-72 on viimeinen ennakkopäätös Finlexin asiasanoilla ”vuoden 1895 OYL” ja ”OYL 46 §:ään perustuva velkojan korvauskanne”. Tämän jälkeen siirryttiin vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaan.

Taxell oli nähtävästi oikeassa siinä, että lain 46 § oikeutti velkojan vaatimaan korvausta omissa nimissään ja suoraan itselleen. Sen sijaan näkemys, jonka mukaan velkojalla oli vain poikkeuksellisesti oikeus saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta, on hankalampi. Lain 46 §:n sanamuoto oli ensi näkemältä restriktiivinen, mutta siinä mainitut säännökset kattoivat ilmeisesti tosiasiassa merkittävän osan niistä tilanteista, joissa velkojat yleensä kärsivät välillistä vahinkoa. Joka tapauksessa vuoden 1895 osakeyhtiölaki nähtävästi oikeutti velkojan saamaan korvausta välillisestä vahingostaan. Kantaan on kuitenkin syytä suhtautua jossain määrin varauksellisesti, koska KKO:n ennakkopäätöksissä jäi paljon kertomatta. Oikeuskäytännössä ei ilmeisesti ratkaistu kysymystä siitä, saattoiko velkojan kärsimä välillinen vahinko tulla korvattavaksi myös muissa kuin 46 §:ssä nimenomaisesti mainituissa tilanteissa. Ennakkopäätöksiä ei ilmeisesti saatu myöskään siitä, oliko velkojan oikeus saada korvausta jollain tavalla riippuvainen siitä, nostiko yhtiö tai sen konkurssipesä ylipäätään kannetta.

7.7.3 Vuoden 1978 osakeyhtiölaki

Vuoden 1978 lain myötä oikeustila selkiintyi osittain, koska lakiin otettiin aikaisempaa kattavammat säännökset johdon korvausvastuusta.[173] EOYL 15:1:n mukaan johtajat olivat velvollisia korvaamaan tuottamuksesta tai tahallisuudesta yhtiölle aiheuttamansa vahingon, kun vastuu muuta henkilöä kohtaan edellytti osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomista. Itse säädösteksti ei tuolloin sisältänyt nykyisen osakeyhtiölain 1:8:n kaltaista yleistä huolellisuus-

[173] Ks. yleisesti lain korvaussäännöksistä *Toiviainen* 1994b s. 1021–1056 ja *af Schultén* 2004 s. 612–681.

velvollisuutta, mutta sen tulkittiin olevan joka tapauksessa voimassa. Toisaalta yleinen huolellisuusvelvollisuus ilmeni nimenomaan korvaussäännöksestä. EOYL 15:1:n sanamuodon mukainen tulkinta johti nyt siihen, että velkojalla oli aina oikeus saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta, kunhan vahingon oli aiheuttanut osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastainen menettely. Näin saattoi päätellä myös perustelutekstistä, jonka mukaan johdolle syntyisi korvausvastuu kolmatta kohtaan silloinkin, kun rikottu normi on säädetty ensi tilassa yhtiön suojaksi.[174] Vuoden 1978 osakeyhtiölain perustelujen nojalla näyttää siltä, että niin osakkeenomistaja kuin velkoja oli oikeutettu korvaukseen välillisestä vahingosta. Perusteluissa ei toisaalta täsmennetty, oliko tämä oikeus riippuvainen joidenkin reunaehtojen toteutumisesta tai miten kolmansien ja yhtiön yhtäaikaisiin kanteisiin tulisi suhtautua.

Ratkaisussa KKO 2000:89 korkein oikeus vahvisti, että osakkeenomistajalla oli oikeus saada korvausta välillisestä vahingosta, jos hänellä oli erityinen oikeussuojan tarve ja mahdollisuus vedota osakeyhtiölain ensisijaisiin suojamekanismeihin oli suljettu pois. Ratkaisu koski kuitenkin ainoastaan osakkeenomistajan kannetta. Vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskäytännössä ei ole ratkaisuja, joissa olisi otettu kantaa velkojan oikeuteen. Tuon ajan ennakkopäätöksissä oli velkojainsuojan näkökulmasta sinänsä kaksi tärkeää kehityslinjaa.

Yhtäältä KKO otti useissa ratkaisuissaan kantaa velkojan oikeuteen saada vahingonkorvausta EOYL 13:2:n pakkoselvitystilasäännösten rikkomisen perusteella (KKO 1986 II 130, 1990:177, KKO 1991:55, 2000:106). Ratkaisuissa kanteita ajoivat yksittäiset velkojat ja kanneperusteet oli muotoiltu niin, että yhtiön toiminnan jatkaminen EOYL 13:2:n vastaisesti oli aiheuttanut vahinkoa juuri kutakin kannetta ajaneelle velkojalle. Kysymys välillisen vahingon korvauskelpoisuudesta ei siten tullut ajankohtaiseksi näissä ratkaisuissa. Vuoden 2006 osakeyhtiölain voimassaoloaikana annettiin vielä vanhaa lakia täsmentävä ennakkopäätös KKO 2012:65. Ratkaisussa konkurssipesä vaati korvausta EOYL 13:2:n rikkomisesta aiheutuneista vahingoista, mutta KKO oli sitä mieltä, että kyseiset säännökset suojasivat vain yksittäisiä velkojia ja hylkäsi kanteen. Asetelma oli siten käänteinen verrattuna nyt tarkasteltavaan tilanteeseen, jossa velkoja vaatii korvausta ensisijassa yhtiön suojaksi säädettyjen normien rikkomisesta.

Toiseksi vuoden 1978 lain aikana annettiin useita ratkaisuja, joissa osakeyhtiön konkurssipesä vaati vahingonkorvausta hallituksen jäseniltä osakeyhtiölain varojenjakosäännösten rikkomisen perusteella (esim. KKO 1991:122, KKO 1991:123, KKO 1992:98, KKO 1999:86, KKO 2001:36, KKO 2003:33 ja KKO 2006:90). Näistä monia voidaan pitää suomalaisina ”lojaliteettitapauksina”.

---

[174] HE 27/1977 vp. s. 110.

Ratkaisut eivät selvennä välillisen vahingon korvauskelpoisuutta koskevaa kysymystä juuri siksi, että kantajana oli aina konkurssipesä. Vuoden 1978 osakeyhtiölain 15:1:n sanamuodosta ja sen perustelulausumista huolimatta oikeustila ei siten ollut täysin selvä. Mikään ei sinänsä viittaa siihen, että KKO olisi päätynyt ottamaan velkojan välillisen vahingon korvauskelpoisuuteen erilaisen kannan kuin vuoden 1895 osakeyhtiölain aikana. Myöskään kirjallisuudessa ei mainittavissa määrin problematisoitu ajatusta velkojan oikeudesta saada korvausta välillisestä vahingosta.

7.7.4 Vuoden 2006 osakeyhtiölaki

Voimassa olevan osakeyhtiölain valmistelussa otettiin huomioon ne ongelmat, joita sisältyi osakkeenomistajan oikeuteen saada korvausta välillisestä vahingosta. Osakkeenomistajan oikeus saada korvausta välillisestä vahingosta poistettiin yksiselitteisesti (OYL 22:7.4). Lain perustelujen mukaan tällä vältettäisiin hankalia kahdenkertaiseen vahingonkorvaukseen liittyviä ongelmia, joita voi syntyä, jos yksittäiset osakkeenomistajat ja yhtiö vaativat kukin tahollaan korvausta samasta vahingosta. Hallituksen esityksessä viitattiin myös siihen, että korvauksen maksaminen osakkeenomistajalle tämän välillisestä vahingosta voisi vaarantaa yhtiön velkojien aseman.[175] Viimeksi mainitulla argumentilla on viitattu mahdollisesti ainakin siihen, että yhtiölle maksettava korvaus tulee epäsuorasti myös velkojien eduksi, kun taas suoraan osakkeenomistajille maksettavat korvaukset hyödyttävät ainoastaan osakkeenomistajia itseään. Kaksinkertaisten vahingonkorvausten ongelmiin liittyvä argumentti on perusteltu ja OYL 22:7.4 selvensi kiistattomasti oikeustilaa. Kieltosäännöksen oikeasta systemaattisesta sijainnista voidaan toki käydä keskustelua. Säännös voi toisinaan jäädä tuomioistuimelta huomaamatta osakkeenomistajan suoran kanteen yhteydessä.[176] Näin ollen sen sijoittamista heti OYL 22:1:ään erillisenä kolmantena tai neljäntenä momenttina olisi voinut harkita. Säännöksen nykyistä sijaintia puoltaa toisaalta se, että kyse on vahvasti vastuun toteuttamiseen liittyvästä normista.

Hallituksen esityksessä otettiin kantaa myös velkojan oikeuteen saada korvausta välillisestä vahingosta:

> ”Esillä oleva pykälä ei koske muun henkilön kuin osakkeenomistajan oikeutta vaatia korvausta välillisestä vahingosta. Esimerkiksi velkojalle voi aiheutua välillistä vahinkoa yhtiölle aiheutetun vahingon johdosta, jos hä-

---

[175] HE 109/2005 vp. s. 198–199, 202.

[176] Ks. Rovaniemen hovioikeus 19.8.2013, S 12/193 (lainvoimainen) ja sitä koskeva kommentti *Nyström* 2014d s. 13–15.

nen saatavansa jää sen takia maksamatta. Tällöin velkojalla voi periaatteessa olla käsillä olevan luvun säännösten tai tilintarkastuslain 44 §:n nojalla oikeus ajaa kannetta vahingonkorvauksen suorittamiseksi suoraan itselleen. Käytännössä velkojille kuitenkin aiheutuu vahinkoa lähinnä yhtiön joutuessa maksukyvyttömäksi, jolloin konkurssipesä huolehtii yhtiön vahingonkorvausvaatimusten toteuttamisesta. Velkojien kohdalla ei myöskään esiinny kahdenkertaisen korvauksen ongelmaa samassa muodossa kuin osakkeenomistajan kohdalla, koska velkojan saadessa korvauksen saatavansa maksamatta jäämisestä tämä on tavalla tai toisella luettava velan suoritukseksi. Velkojien keskinäisestä tasa-arvosta puolestaan säädetään maksukyvyttömyyslainsäädännössä."[177]

Perustelujen päättelyketjussa on ongelmia. Niissä sivuutettiin kysymys, voiko yksittäinen velkoja ajaa kannetta ja saada korvausta konkurssipesän rinnalla, tai voiko velkoja ajaa kannetta ja saada korvausta vain, jos konkurssipesä ei sitä tee. Perusteluissa on myös oletettu, että kahdenkertaisen vahingonkorvauksen ongelma ei voisi aktualisoitua velkojien kanteiden yhteydessä. *Taxell* kiinnitti jo vuoden 1895 osakeyhtiölain aikaisessa kirjoituksessaan huomiota siihen, että suoran kanneoikeuden antaminen välilliselle vahingonkärsijälle eli osakkeenomistajalle tai velkojalle aiheuttaa joka tapauksessa suuria käytännöllisiä vaikeuksia.[178] OYL:n esitöissä on pidetty silmällä vain sitä tilannetta, että velkoja saa ylipäätään jonkin järjestelmän (kuten sopimusoikeudellisten sääntöjen) avulla tai konkurssimenettelyssä suorituksen saatavalleen. Kahdenkertaisen korvauksen ongelmalla tarkoitetaan kuitenkin sitä, että konkurssipesä ja velkoja(t) vaativat kaikki tahoillaan korvausta samasta vahingosta.

Vaikuttaa siltä, että velkojan välillistä vahinkoa koskevan ongelman ratkaisemiseksi tarvitaan jonkinlaisia selventäviä sääntöjä. Esitin aikaisemmin periaatteellisella tasolla ainakin neljä vaihtoehtoista sääntelymallia:

(a) velkojalla on yhtiön tai sen konkurssipesän kanssa rajoittamaton rinnakkainen oikeus saada korvausta
(b) velkojan oikeus on toissijainen yhtiön oikeuteen nähden
(c) velkojalla ei ole ollenkaan oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta
d) velkojalla on oikeus vaatia korvausta yhtiölle tai sen konkurssipesälle.

Osakeyhtiölain perusteluista ei käy aivan selvästi ilmi, oliko niissä tarkoitus omaksua malli a) vai b). Sanamuodot viittaavat siihen, ettei laki aseta ollenkaan rajoituksia velkojan oikeudelle saada korvausta yhtiölle aiheutuneesta vahingosta. Lähtökohtaisesti sääntelymallit a) ja c) lienevät kaikkein hankalimmat.

---

[177] HE 109/2005 vp. s. 202.
[178] *Taxell* 1963 s. 43.

Mallissa a) ei huomioida ollenkaan jäljempänä käsiteltäviä ongelmia, joita velkojan suoraan kanneoikeuteen liittyy. Mallissa c) on puolestaan riskinä se, että velkojat jäävät kokonaan vaille oikeussuojaa. Näin ollen vaikuttaisi perustellulta harkita jonkinlaisten etusijasääntöjen asettamista (malli b) tai kanneoikeutta koskevien säännösten laajempaa periaatteellista reformia (malli d).

Kirjallisuudessa on yleisesti pidetty lähtökohtana OYL:n perustelulausumia eikä problematisoitu velkojan oikeutta saada korvausta välillisestä vahingostaan.[179] *Savela* on kuitenkin viitannut sellaiseen mahdollisuuteen, että yhtiön kanneoikeus on ensisijainen suhteessa yksittäisten velkojien kanneoikeuteen. Argumentaatiosta seuraisi siis, että velkoja saa ajaa kannetta, jos yhtiö ei sitä tee.[180] Jos johtajat ovat aiheuttaneet yhtiölle vahinkoa yleisen huolellisuusvelvollisuuden vastaisella menettelyllään, kanneoikeus on Savelan mukaan konkurssipesällä, koska ”yksittäisellä velkojalla ei ole kanneoikeutta pesään kuuluvan omaisuuden osalta muutoin kuin takaisinsaannin osalta”.[181] Toisaalla Savela kuitenkin toteaa, ettei osakeyhtiölaki rajoita velkojan oikeutta saada korvausta välillisestä vahingosta. Samalla hän huomauttaa, että konkurssitapauksissa velkojilla ei ole itsenäistä kanneoikeutta ja velkojan kanneoikeus välillisten vahinkojen osalta on joka tapauksessa toissijainen yhtiön kanneoikeuteen nähden.[182] Savelan mukaan velkojille ei ole aiheutunut tappiota niin kauan kuin yhtiö on maksukykyinen.[183]

Ruohonen on tukeutunut *Savelaan* ja todennut lyhyesti, että velkojalla saattaa olla toissijainen oikeus vaatia korvausta.[184] *Immonen* on mielestäni huomauttanut perustellusti, ettei velkojan tulisi saada välillisten vahinkojen osalta parempaa oikeutta kuin osakkeenomistajalla on.[185] Vaikka OYL 22:1.2:n sanamuoto viittaa siihen, että yksittäisellä osakkeenomistajalla olisi oikeus saada vahingonkorvausta suoraan itselleen esimerkiksi OYL 1:5 tai OYL 1:7:n yleislausekkeen vastaisista päätöksistä tai yksittäisellä velkojalla varojenjakosäännösten rikkomisen perusteella, sanamuodon mukaista tulkintaa ei ole syytä noudattaa orjallisesti. Yksittäisen osakkeenomistajan tai velkojan tulisi olla lähtökohtaisesti oikeutettu saamaan vahingonkorvausta suoraan itselleen ainoastaan välittömistä vahingoistaan.[186] *Kyläkallio*, *Iirola* ja *Kyläkallio* näyttävät olevan lähtökohtaisesti samaa mieltä, mutta he tulkitsevat melko suoraviivaisesti,

---

[179] *Mähönen – Villa* 2010 s. 496–497; *Savela* 2015 s. 274–275.
[180] *Savela* 2015 s. 275.
[181] *Savela* 2015 s. 149–150 viittauksin teokseen *Koulu* 2009 s. 161 ja ratkaisuihin KKO 1967 II 98 ja KKO 1985 II 92.
[182] *Savela* 2015 s. 274–275.
[183] *Savela* 2015 s. 148 ja siinä mainitut lähteet.
[184] *Ruohonen* 2012 s. 204.
[185] *Immonen* 2015 s. 587.
[186] Toisin ilmeisesti *Lautjärvi* 2015 s. 300, jonka mukaan velkojalla on oikeus saada vahingonkorvausta, jos johtajat tai osakkeenomistajat rikkovat varojenjakosäännöksiä. Näkemyksessä ei ole pohdittu välittömään ja välilliseen vahinkoon liittyvää rajanvetoa.

että esimerkiksi laiton varojenjako voi aiheuttaa välittömän vahingon sekä yhtiölle että velkojalle.[187] Tällainen hahmotustapa johtaa helposti kaksinkertaista vahingonkorvausta koskeviin ongelmiin.

Ruotsissa *Dotevall* ja Suomessa *Savela* ovat esittäneet, että yhtiön (tai konkurssipesän) kanneoikeus on ensisijainen yksittäisen velkojan oikeuteen nähden.[188] Myös vanhemmassa norjalaisessa oikeuskirjallisuudessa suositeltiin sääntöä, jonka mukaan yhtiö on prioriteettijärjestyksessä ennen yksittäistä velkojaa. Velkoja saattoi ajaa itsenäisesti korvauskannetta ainoastaan, jos yhtiö tai konkurssipesä päätti olla nostamatta kannetta tai jompikumpi niistä hävisi vahingonkorvausriidan.[189] Toisaalta esiintyi myös kategorisempia suhtautumistapoja velkojan oikeuteen saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta.[190]

Voimassa olevan oikeuden kanta velkojan välilliseen vahinkoon on ollut jossain määrin epäselvä, mutta ainakin periaatteessa voidaan hahmottaa vuoden 1895 osakeyhtiölaista voimassa olevaan lakiin ulottuva historiallinen jatkumo. Meillä on siis suhtauduttu lähtökohtaisesti myönteisesti velkojan välillisen vahingon korvauskelpoisuuteen. Eräissä pohjoismaisissa kirjoituksissa on kuitenkin esitetty, että konkurssipesän ja velkojan kanteille tulisi olla jonkinlaiset etusijasäännöt. Ensisijaisuusjärjestyksen asettaminen eli edellä tarkoitettu sääntelymalli b) sisältää kuitenkin eräitä ongelmia, joiden vuoksi on syytä harkita myös kanneoikeutta koskevien säännösten muuttamista.

7.7.5 Pohdintaa

Sääntelymalliin b) kuuluvat ongelmat ovat yhtiö-, vahingonkorvaus-, prosessi- ja insolvenssioikeudellisia. Kansainvälisessä kirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä on pohdittu paljon samoja ongelmia kuin Suomessa, mutta erilaisin termein. Ulkomailla on pidetty silmällä johdon fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä kohtaan ja velkojan mahdollisuutta vedota niiden rikkomiseen kanteensa tueksi. Oikeusjärjestyksestä riippumatta yhtiöön kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien rikkominen voi aiheuttaa yhtiölle taloudellista vahinkoa ja velkojalle nimenomaan välillisen vahingon. Tästä seuraa, että kansainvälisessä kirjallisuudessa esitettyjä argumentteja voidaan hyödyntää soveltuvin osin myös kotimaisen oikeuden kehittämisessä.

Kansainvälisessä kirjallisuudessa on käsitelty niitä ongelmia, joita syntyy, jos fidusiaariset velvollisuudet ulotetaan yksittäisiin velkojiin. Samalla on kyse ongelmista, joita seuraa, jos velkojalle annetaan oikeus vaatia korvausta välilli-

---

187 *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2015a s. 635.
188 *Dotevall* 1989 s. 477; *Savela* 2015 s. 275.
189 *Augdahl* 1960 s. 289.
190 *Marthinussen* 1960 s. 371.

sestä vahingosta. *Zipora Cohen*[191] on luetellut ainakin viisi syytä, joiden vuoksi voisi ajatella, että oikeus korvaukseen kuuluu vain yhtiölle:

1. Kanneoikeuden myöntäminen yksittäisille velkojille voi johtaa kanteiden tulvaan hallituksen jäseniä vastaan.
2. Useiden kanteiden mahdollisuus kuormittaisi tuomioistuinlaitosta.
3. Useiden kanteiden mahdollisuus kasvattaisi hallinnollisia kustannuksia.
4. Jos useat velkojat nostavat yksilöllisen korvauskanteen hallituksen jäseniä vastaan, riskinä on, että kanteita käsittelevät tuomioistuimet päätyvät erilaisiin lopputuloksiin. Erilaiset lopputulokset voivat perustua kantajien erilaisiin mahdollisuuksiin esittää näyttöä, erilaisiin tuottamusarviointeihin ja tuomioistuinten erilaisiin käsityksiin siitä, onko hallitus rikkonut velvollisuuksiaan.
5. Kanneoikeuden antaminen yksittäisille velkojille voi johtaa siihen, että hallituksen jäsenet maksavat kahdenkertaisia vahingonkorvauksia, ensin yksittäiselle velkojalle ja sitten yhtiölle. Yksittäiselle velkojalle maksettu vahingonkorvaushan ei oikeudellisessa mielessä kompensoi yhtiötä ja sen konkurssipesää.

Erityisesti kaksi viimeistä argumenttia on syytä ottaa vakavasti. Sääntelyssä tulee pyrkiä siihen, että vain aiheutunut vahinko korvataan. Yhtiölle liiketaloudellisesti perusteettomalla toimella aiheutettu vahinko arvotetaan rahassa ja se korvataan yhtiölle tai konkurssipesälle. Samalla velkojat ja osakkeenomistajat pääsevät asemaan, jossa he olisivat olleet ilman yhtiön edun vastaista menettelyä.[192] Kaksinkertaisen vahingonkorvauksen ongelma liittyy erityisesti sääntelymalliin a), jossa ei rajoiteta mitenkään velkojan oikeutta saada korvausta välillisestä vahingostaan. Ongelma on periaatteessa ratkaistavissa sääntelymallilla b), jossa velkojan kanneoikeus on toissijainen konkurssipesän kanneoikeuteen nähden. Sääntelymalliin b) liittyy kuitenkin muita ongelmia. Ensin voidaan nostaa esiin oikeusvoimasäännöt ja vanhentumisajat.

Osakeyhtiölain esitöissä arvioitiin sitä, onko yhden osakkeenomistajan derivatiiviseen kanteeseen annettu tuomio oikeusvoimainen myös suhteessa muihin osakkeenomistajiin. Johtopäätös oli, että kanteen hylkäävä tuomio ei ole oikeusvoimainen suhteessa muihin osakkeenomistajiin, mutta hyväksyvä tuomio on.[193] Edellä tarkoitetussa sääntelymallissa b) joudutaan arvioimaan aluksi, onko konkurssipesän ”ensisijaiseen” kanteeseen annettu tuomio oikeusvoimainen suhteessa yksittäisiin velkojiin, joilla on toissijainen kanneoikeus ja noudatetaanko tässä samoja sääntöjä kuin osakkeenomistajien osalta derivatiivisten kanteiden yhteydessä. Lähtökohtaisesti vaikuttaa johdonmukaiselta ajatella,

---

[191] *Cohen* 2001 s. 357.

[192] Ks. myös *Cohen* 2001 s. 357: kun vahingonkorvaus maksetaan yhtiölle, osakkeenomistajat ja velkojat saatetaan samalla siihen asemaan, jossa he olisivat olleet ilman yhtiölle vahinkoa aiheuttanutta tekoa.

[193] HE 109/2005 vp. s. 201.

että konkurssipesän kanteeseen annettu hyväksyvä tuomio on oikeusvoimainen yksittäisiin velkojiin nähden. Velkojakollektiivihan saa hyvityksen konkurssipesän voittaman korvauksen seurauksena. Edelleen vaikuttaisi perustellulta ajatella, että sääntelymallissa b) konkurssipesän kanteeseen annettu hylkäävä tuomio ei olisi oikeusvoimainen yksittäisiin velkojiin nähden. Muussa tapauksessa velkojien oikeussuoja jäisi riippumaan siitä, miten hyvin konkurssipesän kanne ajetaan.

Sääntelymallin b) ongelmana ovat vanhentumisajat. Velkojan kanneoikeus voi vanhentua OYL 22:8:n nojalla ennen kuin konkurssipesän kanteeseen on annettu lainvoimainen tuomio. Jos tuomio on hylkäävä, velkojat jäävät vaille oikeussuojaa, tai tarkemmin sanoen toissijaisesta kanneoikeudesta ei ole heille näissä tapauksissa ylipäätään hyötyä. Tämä puoltaisi sääntelymallia a), jossa kuitenkin sivuutetaan pitkälti kaikki velkojan välilliseen vahinkoon liittyvät ongelmat. Samat ongelmat konkretisoituvat mallissa b) silloin, kun konkurssipesän kanne hylätään lainvoimaisella tuomiolla, mutta yksittäisten velkojien oikeus nostaa kanne ei ole vielä vanhentunut OYL 22:8:n nojalla.

Kansainvälisessä kirjallisuudessa on pidetty perusteltuna eräiden tuomioistuinten kantaa, jonka mukaan johdon fidusiaaristen velvollisuuksien täytäntöönpano tapahtuu yhtiön eikä yksittäisten velkojien kautta silloinkin, kun yhtiön edun merkityssisältö on transformoitunut velkojien yhteiseksi eduksi. Tälle näkemykselle on esitetty kolme keskeistä perustetta. Ensinnäkin vastuun toteuttaminen yhtiön kautta poistaa kahdenkertaisen korvauksen ongelman. Kuten *Prentice* toteaa, jos vastuu voidaan toteuttaa sekä yhtiön että yksittäisen velkojan toimesta, johtaja voi joutua korvaamaan saman vahingon kahteen kertaan. Toiseksi vastuun toteuttaminen ainoastaan yhtiön kautta turvaa *pari passu* -periaatteen toteutumisen. Yksittäiselle velkojalle annettu mahdollisuus ajaa korvauskannetta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella tarjoaisi velkojille ohituskaistan, jolla pääsee muita velkojia parempaan asemaan. Kolmas peruste on pitkälti prosessuaalinen eli velkojien vaateet olisi hyvä toteuttaa lähtökohtaisesti yksinomaan maksukyvyttömyysmenettelyissä.[194] Pari passu -periaatteen noudattaminen voi vaarantua esimerkiksi siksi, että korvausvelvollinen ei aina kykene maksamaan koko korvaussumaa. Jos velkojalla on rajoitukseton oikeus saada korvausta välillisestä vahingostaan, olemalla nopea kanteensa kanssa hän voi saada korvauksen itselleen ja estää muiden velkojien mahdollisuuden saada korvausta. Näin velkoja voi tosiasiassa päästä parempaan asemaan kuin hänen edellään maksunsaantijärjestyksessä olevat velkojat.[195]

---

[194] *Prentice* 1990 s. 275–276. Ks. kotimaisesta kirjallisuudesta myös *Immonen* 2015 s. 587, joka korostaa muun ohella pari passu -periaatteen merkitystä.

[195] Samantyyppistä sijoittajien yhdenvertaisuuteen liittyvää problematiikkaa joudutaan pohtimaan myös osakkeenomistajien keskinäisissä suhteissa, jos osakkeenomistajalle annetaan oikeus saada korvausta välillisestä vahingosta. Ks. ruotsalaisesta kirjallisuudesta *Ström* 2002 s. 602–603.

Yksi keskeinen ongelma liittyy yhtä lailla sääntelymalleihin a) ja b). Yhtiöjärjestykseen on voitu ottaa lauseke, jolla rajoitetaan johdon korvausvastuuta yhtiötä kohtaan. Johto voi vedota sen suojaksi otettuun vastuunrajoituslausekkeeseen puolustautuakseen yhtiön ja sen konkurssipesän vahingonkorvauskanteilta. Osakeyhtiölain 22:9.3:n mukaan yhtiöjärjestyksessä ei voida rajoittaa muun henkilön kuin yhtiön oikeutta vahingonkorvaukseen tai kanteen ajamiseen. Kyseisestä säännöksestä tuskin kuitenkaan seuraa, että osakkeenomistaja tai velkoja voisi kiertää johdon suojaksi otetun vastuunrajoituslausekkeen vaatimalla yhtiölle aiheutetusta vahingosta korvausta suoraan itselleen. Kaikkia sääntelymalleja, joissa annetaan velkojalle oikeus saada korvausta välillisestä vahingostaan, koskee vastuunrajoituslausekkeen kiertämiseen liittyvä ongelma. Jos yhtiölle aiheutettu vahinko ymmärretään kirjallisuudessa esitetyllä tavalla todella velkojan kärsimäksi itsenäiseksi vahingoksi, josta tämä on oikeutettu korvaukseen suoran kanteen nojalla, vastuunrajoituslausekkeelle ei voitaisi antaa merkitystä velkojan suoran kanteen yhteydessä. Vastuunrajoituslausekkeen merkityksen sivuuttaminen olisi kuitenkin osakeyhtiölain ja koko vastuunrajoitussääntelyn tarkoituksen vastaista. Jos konkurssipesän kanne ei voi menestyä vastuunrajoituslausekkeen takia, olisi vaikea perustella, miksi velkojan myöhemmin nostama suora kanne voisi menestyä.

Velkojan suoran kanteen yhteydessä olisi ensi näkemältä helppo lähteä ainoastaan siitä, että velkojan on vaikea osoittaa vahingonkorvausvastuun yleisten edellytysten olemassaolo ja hänen oikeutensa saada korvausta sulkeutuisi pois sen vuoksi. Toisin sanoen velkojan olisi usein vaikea näyttää, että juuri hänen saatavansa jäi maksamatta tai juuri hänen jako-osuutensa konkurssissa ei vastannut koko saatavaa, koska johto oli aiheuttanut yhtiölle vahinkoa rikkomalla esimerkiksi fidusiaarisia velvollisuuksiaan tai maksukykyisyystestiä. Tämä voi olla yhdestä näkökulmasta johdonmukainen vastaus velkojan välillisen vahingon ongelmaan, mutta se on välttelevä vastaus. Siinä ei huomioida, että velkojien itsenäinen kanneoikeus voi käytännössä johtaa helposti pari passu -periaatteen ja korvattavan vahingon määrää koskevien periaatteiden syrjäyttämiseen. Lähtökohtana tulisi olla, että yhtiölle ja välillisesti velkojille aiheutettu vahinko korvataan aiheutetun suuruisena yhtiölle tai sen konkurssipesälle, minkä jälkeen konkurssipesän varat jaetaan velkojille insolvenssilainsäädännön mukaisesti. Velkojan suoraan kanneoikeuteen ja oikeuteen saada korvausta voitaisiin siten ottaa kategorisempi kanta kuin kotimaisessa kirjallisuudessa on toistaiseksi tehty.[196]

Delaware Supreme Courtin *Gheewalla*-ratkaisussa[197] tuomioistuin päätti, että velkojalla on oikeus nostaa derivatiivinen kanne, kun yhtiö on maksukyvytön,

---

[196] Poikkeuksena kotimaisessa kirjallisuudessa siis *Immonen* 2015 s. 587, joka suhtautuu restriktiivisesti velkojan oikeuteen saada korvausta välillisestä vahingosta.

[197] *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 99 (Del. 2007).

mutta ei sitä ennen. Samalla se huomautti, ettei yksittäisellä velkojalla ole oikeutta ajaa suoraa kannetta hallituksen jäsentä vastaan fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisen perusteella. Myös Kanadassa velkoja voi olla oikeutettu ajamaan derivatiivista kannetta. Sekä Briteissä että Yhdysvalloissa oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa vallitsee sellainen käsitys, että johdolla ei ole fidusiaarisia velvollisuuksia yksittäisiä velkojia kohtaan, eikä yksittäisellä velkojalla ole suoraa kanneoikeutta sillä perusteella, että johto on rikkonut yhtiöön kohdistuvia velvollisuuksiaan.[198] Kanta vaikuttaa perustellulta sekä lainopillisesta että oikeuspoliittisesta näkökulmasta. Moni seikka puhuu sen puolesta, että osakeyhtiölain tulkinnassa huomioidaan myös velkojien osalta aikaisempaa selvemmin erottelu välittömiin ja välillisiin vahinkoihin. Sääntelyssä tämän tulisi näkyä restriktiivisenä suhtautumisena velkojan oikeuteen saada korvausta yhtiölle aiheutetuista vahingoista. Velkojat pääsevät oikeuksiinsa, jos konkurssipesä nostaa kanteen ja kanne hyväksytään, mutta Suomessa voitaisiin harkita sitä, että velkojille annettaisiin samalla oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen.

7.8 JOHTOPÄÄTÖKSIÄ

Oikeuskirjallisuudessa on tulkittu, ettei velkojilla ole oikeussuoja-arsenaalia OYL 1:8:n vastaisten toimien sanktioimiseksi. Tätä on perusteltu muun ohella sillä, ettei Suomessa ole oikeuskäytäntöä johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien velkojia suojaavista funktioista.[199] Oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden pohjalta voidaan kuitenkin esittää toisenlainen tulkinta. Osakeyhtiölain keskeiset velkojainsuojasäännökset (erityisesti OYL 13:1.3 ja OYL 13:2) perustuvat velkojien kollektiivisen intressin suojelemiseen yhtiön edun välityksellä. Tämä lähtökohta on sivuutettu ehkä siksi, että kirjallisuudessa yhtiön etu on rinnastettu kritiikittä osakkeenomistajien etuun, ja yhtiöintressin tarkemman sisällön selvittämisen sijaan pohdittu lähinnä fidusiaaristen velvollisuuksien ja velkojainsuojasäännösten yksittäisiä velkojia suojaavia funktioita. Osakeyhtiölain sääntely näyttää kuitenkin perustuvan juuri ajatukselle, jonka mukaan velkojien edut turvataan yhtiön intressin välityksellä. Tämä puolestaan sopii hyvin yhteen perinteisen oikeudellisen entiteettiajattelun kanssa.

Korkein oikeus ei ole viitannut nimeltä johdon ”lojaliteettivelvollisuuteen” tai ”fidusiaarisiin velvollisuuksiin”, mutta lojaliteettivelvollisuuden velkojia suojaava funktio käy riittävän hyvin ilmi ratkaisuista KKO 1996:18 ja KKO 2006:90. Vaikka KKO ei käytä eksplisiittisesti tiettyjä termejä, tästä ei seuraa, ettei termejä voitaisi käyttää ratkaisujen aineellisten kannanottojen ja tulkintalinjojen selittämiseen. Hyvän esimerkin tarjoaa se, miten korkein oikeus on lähestynyt eri

---

198 Ks. yhdistyneen kuningaskunnan osalta esim. *McKenzie-Skene* 2007 s. 502.
199 *Lautjärvi* 2015 s. 323.

vahingonkorvausjärjestelmien yhteensovittamista. Se ei käytä nimenomaisesti termejä *väistymisperiaate* ja *rinnakkaisperiaate*, mutta näiden kirjallisuudessa[200] kehitettyjen käsitteiden avulla on voitu selittää, miten KKO tosiasiassa suhtautuu korvausjärjestelmien välisiin suhteisiin.[201] Vaikka KKO ei ole toistaiseksi operoinut ”velkojiin kohdistuvilla fidusiaarisilla velvollisuuksilla”, sen tulkintalinjaa voidaan hyvin tarkastella tällaisen termistön alla. Oikeuskäytännön ja kirjallisuuden kannanottoja voidaan lukea yhdessä niin, että johdon lojaliteettivelvollisuus suojaa velkojakollektiivia, mutta yhtiön oman intressin välityksellä.

Osakeyhtiölakiuudistuksessa lain yleisperiaatteiden keskinäiset suhteet ja periaatteiden suojakohteet jäivät epäselviksi.[202] Kirjallisuudessa on ehdotettu OYL 22:1:n vahingonkorvaussäännöksen muuttamista, koska säännöksen sanamuodosta ei ilmene, keitä kohtaan lojaliteettivelvollisuuden rikkominen voi aiheuttaa vahingonkorvausvastuun.[203] Suurin osa ongelmista on ratkaistavissa johdonmukaisella tulkinnalla. Yleisperiaatteisiin liittyviä tulkintaongelmia on jonkin verran liioiteltu. Keskeisimmät ongelmat selkiintyvät sillä, että huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta ilmentävien säännösten suojakohteeksi ymmärretään perinteisen doktriinin mukaisesti yhtiöentiteetti. Loppu on tämän jälkeen pääasiassa vastuun täytäntöönpanomekanismien arviointia. Yhtiön konkurssipesällä voi joissain olosuhteissa olla oikeus saada korvausta samojen fidusiaaristen velvollisuuksien vastaisten toimien perusteella kuin osakkeenomistajilla on derivatiivisen kanteen avulla.

Osakeyhtiölain 22:1.2:n korvaussäännöksen sanamuodosta voisi päätellä, että yleisperiaatteita kohdellaan vastuun toteuttamisen näkökulmasta eri tavalla, mutta kun ne tulkitaan lähtökohtaisesti yhtiötä suojaaviksi normeiksi, vahingonkorvausoikeudellinen kohtelu on lopulta samanlaista. Sille, että OYL 22:1.1:ssa viitataan nimeltä vain ”huolellisuusvelvoitteeseen”, ei tulisi antaa liikaa painoarvoa tulkinnassa.[204] Kyse on vain lainvalmistelussa tehdyistä semanttisista valinnoista, ei lain aineellisesta sisällöstä.[205] Lojaliteettivelvollisuus on vahingonkorvausvelvollisuudella sanktioitu yhtiötä suojaava normi, joka ankkuroituu OYL 1:7:n yleislausekkeeseen, OYL 1:8:ään ja OYL 13:1.3:iin. On jossain määrin makuasia, halutaanko yhtiön etu lukea operationaalisena oikeussääntönä sisään myös OYL 1:5:ään. OYL 1:5:n pitäminen erillään muista yleisperiaatteista saattaa olla perusteltua, koska yhtiön edun ja OYL 1:5:n rinnastaminen johtaa turhan suoraviivaisiin päätelmiin lojaliteettivelvollisuuden pakottavuudesta sekä yhtiön ja osakkeenomistajan etujen suhteista.

---

200 *Kivivuori* 1975 s. 266–276.
201 Esim. *Saarnilehto* 2009 s. 351–363 ja *Nyström* 2015d s. 634–657.
202 *Airaksinen* 2013a s. 452.
203 *Lautjärvi* 2015 s. 324.
204 Ks. myös *Immonen* 2015 s. 587.
205 *Nyström* 2015c.

Yleisperiaatteet ja vahingonkorvaussäännökset vastaavat vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaista oikeustilaa. Vanhan lain aikana yleisperiaatteiden keskinäisiä suhteita ja korvaussäännösten toimivuutta ei kyseenalaistettu samalla tavalla kuin voimassa olevan lain aikana on tehty. Kun lain sisältö on nykyään pääosin sama kuin ennen, tulkintaongelmien syy voi selittyä muilla tekijöillä kuin sillä, että laki olisi itsessään kirjoitettu epäselvästi. Mahdollinen selitys on se, että tutkijat operoivat erilaisella käsitejärjestelmällä kuin ennen. Johdon lojaliteettivelvollisuus oli sinänsä kiistatta voimassa myös vuoden 1978 lain aikana, vaikkei tätä termiä käytetty laissa, sen esitöissä, oikeuskäytännössä tai aina oikeuskirjallisuudessakaan. Vuoden 2006 osakeyhtiölain esitöissä periaatteeseen viitattiin nimeltä, mikä on aiheuttanut epäselvyyttä, kun vastaavaa termiä ei löydy OYL 22:1:n sanamuodosta. Kuten edellä todettiin, kyse ei kuitenkaan ollut lain aineellisen sisällön muuttumisesta, vaan ainoastaan uudesta terminologiasta. Yhden tulkinnan mukaan voisi jopa väittää, että vuoden 1978 osakeyhtiölain 15:1 oli selkeämpi kuin OYL 22:1, koska vanhassa laissa viitattiin vain johdon velvollisuuteen korvata ”tahallisesti tai tuottamuksesta yhtiölle aiheutettu vahinko”. Tällaisen tuottamussäännön avulla voitiin arvioida niin huolellisuus- kuin lojaliteettitapaukset.

Yleisten oppien vaikutus näkyy tulkinnassa. Johtajien ja osakkeenomistajien välisen suhteen kuvaaminen päämies-agenttisuhteena on tarkoittanut johdon fidusiaaristen velvollisuuksien määrittelyä osakkeenomistajien intressien kautta. Johtopäätös on tällöin ollut se, että yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajien etua. Tämä on hämärtänyt perinteistä lähtökohtaa, jonka mukaan yhtiöintressissä on kyse myös velkojien etujen suojaamisesta, mikä näkökohta on toisinaan noussut esiin kirjallisuudessa.[206] Nyttemmin on toki viitattu myös eksplisiittisemmin sellaiseen mahdollisuuteen, että yhtiön edussa on kysymys muidenkin kuin osakkeenomistajien suojaamisesta.[207] Fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöentiteettiin ja joissain olosuhteissa välillisesti velkojakollektiiviin. Yhtiön edun useita etutahoja suojaava luonne edellyttää entiteettiajattelun korostamista yleisissä opeissa.

Taloustieteestä käsin voidaan argumentoida, että osakeyhtiön hallituksen tulee edistää päätöksenteossaan residuaalioikeuksien haltijoiden etua. Oikeudellisessa todellisuudessa hallituksen fidusiaariset velvollisuudet eivät nähtävästi kuitenkaan tarkoita sitä, että hallitus olisi velvollinen edistämään kaikin tavoin ainoastaan residuaalioikeuksien haltijoiden todellisia tai hypoteettisia toiveita. Laki antanee hallitukselle kaikissa olosuhteissa varsin laajan itsenäisen harkintavallan yhtiön asioiden hoidossa, vaikka se käytännön realiteettien seurauksena usein päätyykin edistämään yhtiön etua tietyn henkilötahon toivomalla

---

[206] *Timonen* 2012 s. 512: ”Osakeyhtiöoikeudellinen velkojainsuojajärjestelmä on pääsääntöisesti rakennettu tällaista *yhtiön intressiä* tai yleisen velkojatahon intressiä ajatellen.”
[207] *Mähönen – Villa* 2015 s. 6.

tavalla. Hallituksen velvollisuus edistää huolellisesti toimien yhtiön etua tulee määritellä lain tasolla velvollisuudeksi edistää tiettyjä abstrakteja tavoitteita eli voiton tuottamista, yhtiön kannattavuutta ja sen toiminnan jatkuvuutta. Olosuhteista riippuu, millaisia vaatimuksia nämä tavoitteet asettavat hallituksen päätöksenteolle konkreettisessa päätöksentekotilanteessa. Olosuhteista riippuu myös se, ketkä sijoittajat ovat kulloinkin oikeutettuja toteuttamaan hallituksen jäsenten vastuun yhtiöentiteettiä kohtaan.

Hallituksella ei ole fidusiaarisia velvollisuuksia yksittäisiä velkojia kohtaan. Tällaiset velvollisuudet lienevät vaikeasti perustettavissa de lege ferenda. Jos johtajille ei voida asettaa *oikeudellisesti täytäntöönpanokelpoisia* fidusiaarisia velvollisuuksia esimerkiksi työntekijöitä, julkista valtaa ja ympäröivää yhteiskuntaa kohtaan, koska ne voivat olla ristiriidassa yhtiöön kohdistuvan lojaliteettivelvollisuuden ja lain hallitukselle takaaman itsenäisen harkintavallan kanssa, tässä tarkoitettuja velvollisuuksia ei myöskään ole helppo perustaa suhteessa muihin olemassaoleviin tai potentiaalisiin velkojiin. Jos velkojat kärsivät tappiota yhtiölle aiheutuneen vahingon seurauksena, heidän menetyksensä tulee hyvitetyksi yhtiölle tai sen konkurssipesälle maksetun korvauksen muodossa. Oma kysymyksensä on se, pitäisikö velkojille antaa oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen tai pitäisikö yksittäisen velkojan vaikutusvaltaa konkurssipesän päätöksenteossa parantaa. Nämä ovat kuitenkin enemmän yhtiöoikeudellisen vastuun toteuttamiseen ja konkurssilainsäädännön sisältöön kuin fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöön liittyviä kysymyksiä.

Oikeuspoliittiset näkökohdat puoltavat sitä, että velkojan oikeus saada vahingonkorvausta välillisestä vahingosta poistetaan tai sitä ainakin rajoitetaan. Nykysääntelyn hankalimpia ongelmia on konkurssipesän ja velkojan kanteiden keskinäinen etusijajärjestys. Kun konkurssipesän vahingonkorvauskanteen (OYL 22:1) ja varojen palauttamista koskevan kanteen (OYL 13:4) suhdetta voidaan pitää epäselvänä, velkojan suoran kanteen mahdollisuus vaikeuttaa kokonaisarviointia entisestään. Jos vireillä on samaan aikaan konkurssipesän vahingonkorvauskanne, varojen palauttamista koskeva kanne ja velkojien suoria kanteita, selventäville säännöille on tilausta.

Edellä esitetty puoltaisi sitä, että konkurssipesä huolehtii velkojien oikeussuojasta, jos hallitus on rikkonut fidusiaarisia velvollisuuksiaan. Jos velkojan oikeus saada korvausta välillisestä vahingosta poistetaan, pitäisi vastaavasti joko lisätä yksittäisen velkojan päätäntävaltaa konkurssipesässä tai antaa velkojille konkurssipesästä riippumaton oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen. Derivatiivista kannetta koskevien säännösten muuttamista puoltaisi se, että yhtiö ei välttämättä joudu konkurssiin, vaikka se olisi osakeyhtiölaissa tarkoitetulla tavalla maksukyvytön ja siten kykenemätön suoriutumaan velvoitteistaan velkojille. Derivatiivinen kanne olisi velkojan käytössä, vaikka yhtiö ei ajautuisi konkurssiin.

Derivatiivisen kanteen nostamiseen oikeutettujen henkilöiden piirin laajentamista voidaan teoriassa vastustaa sillä argumentilla, että oikeuskeinon käyttöön oikeutettujen henkilöiden piiri ja fidusiaaristen velvollisuuksien merkityssisältö kulkevat aina käsi kädessä. Jos oikeus derivatiivisen kanteen nostamiseen annetaan sekä osakkeenomistajille että velkojille, johto ei enää tiedä, kuka on sen päämies ja kenen etua silmällä pitäen yhtiön päätökset tulisi tehdä. Tällainen argumentaatio ei kuitenkaan ole ongelmatonta. Fidusiaariset velvollisuudet antavat hallitukselle joka tapauksessa laajan itsenäisen harkintavallan arvioitaessa sitä, mikä on yhtiön edun mukaista. Siltä osin kuin fidusiaariset velvollisuudet ovat *ylipäätään* täytäntöönpantavissa, ne voivat olosuhteista riippuen vahingoittaa joko osakkeenomistajia tai velkojia taikka molempia. Jos ja kun on lähdetty siitä, että velkojille tulee antaa ainakin jokin oikeussuojakeino – kuten suora kanne tai konkurssipesän kanne – johdon yhtiöön kohdistuvien velvoitteiden rikkomisen varalta, voidaan kysyä, miksi kyseinen oikeuskeino ei voisi yhtä hyvin olla derivatiivinen kanne? Jos ja kun fidusiaaristen velvollisuuksien rikkominen voi aiheuttaa velkojille vahinkoa, ei ole perustetta evätä velkojilta oikeutta derivatiivisen kanteen nostamiseen. Derivatiivinen kanne ratkaisee useita velkojan suoraan kanteeseen liittyviä ongelmia, koska derivatiivisessa kanteessa mahdollinen vahingonkorvaus maksetaan yhtiölle tai sen konkurssipesälle eikä suoraan velkojalle. Lisäksi derivatiivinen kanne turvaa velkojan oikeussuojan silloinkin, kun konkurssipesänhoitaja ei pidä aiheellisena nostaa kannetta pesän lukuun. Derivatiiviseen kanteeseen liittyvillä kulusäännöillä (esim. OYL 22:7.2) voidaan puolestaan vaikuttaa siihen, etteivät osakkeenomistajat ja velkojat nosta kanteita liian herkästi.

8 Yhteenveto

Lopuksi voidaan arvioida tiivistetysti, miten alussa esitetyt tutkimusväitteet pitävät paikkansa. Kaikki neljä väitettä näyttävät perustelluilta, mutta väitteeseen 4 liittyy enemmän epävarmuutta kuin muihin väitteisiin. Tarkemmin sanottuna tutkimusväite 4 on itsessään perusteltu, mutta sen kriittinen tarkastelu paljasti voimassa olevan oikeuden mukaan ratkaisemattoman ongelman ja kotimaisen yhtiöoikeudellisen tutkimuksen heikon kohdan. Yhtiön etu tulee määritellä viittaamalla abstrakteihin tavoitteisiin, mutta on osittain epäselvää, minkä kaikkien tavoitteiden edistämisen yhtiön etu sallii.

Hallituksen OYL 1:8:ään perustuvia velvollisuuksia ei voi määritellä velvollisuudeksi edistää osakkeenomistajien etuja. Oikeudellisessa katsannossa yhtiön etu ei tarkoita yleisesti samaa asiaa kuin osakkeenomistajien etu tai näiden yhteinen etu. *Tutkimusväite 1* saa vahvistuksensa jo sillä perusteella, että fidusiaariset velvollisuudet suojaavat osakkeenomistajien ohella velkojia. Fidusiaariset velvollisuudet suojaavat välillisesti sekä osakkeenomistajia että velkojia, mutta kummankin sijoittajaryhmän oikeussuoja toteutuu joka tapauksessa erillisen yhtiöintressin kautta. Myös *tutkimusväite 2* osoittautui perustelluksi. Jos osakeyhtiöoikeuden yleiset opit rakennetaan päämies-agenttiteorian perustalle, hallituksen jäsenet ovat yhtiön agentteja ja yhtiö on hallituksen jäsenten päämies.

Hallituksen velvollisuus edistää huolellisesti toimien yhtiön etua tarkoittaa velvollisuutta edistää yhtiön omaa etua eikä sen tiettyjen sidosryhmien tai niiden yksittäisten edustajien intressejä. Siltä osin kuin fidusiaaristen velvollisuuksien vastainen menettely on ylipäätään identifioitavissa ja sanktioitavissa, velvollisuuksien välitön suojakohde on joitakin poikkeustilanteita lukuun ottamatta yhtiö itse. Osakeyhtiöoikeuden yleisiin oppeihin nostettujen päämies-agenttiteorian ja sopimusverkkomallin keskeinen heikkous on se, että niissä ei ole avattu vakuuttavasti oikeudellisesti tärkeimmän lenkin eli yhtiön ja sen intressin merkitystä. Oikeudelliseen entiteettiteoriaan on kohdistettu kritiikkiä erityisesti oikeustaloustieteen suunnasta, mutta se tarjoaa edelleen johdonmukaisen tavan selittää voimassa olevaa oikeutta. Entiteettiteorian kritiikki perustuu usein käsitykseen, jonka mukaan erillinen yhtiöintressi sallii hallituksen edistävän yhtiön kaikkien sidosryhmien etuja, usein sattumanvaraisesti ja opportunistisesti. Kritiikissä ei ole huomioitu, että yhtiöintressi sallii tosiasiassa muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen edistämisen siinäkin tapauksessa, että yhtiön etu määritellään retoriikan tasolla osakkeenomistajien yhteiseksi eduksi. Kritiikissä ei myöskään ole huomioitu, että entiteettiteoria ja sille rakentuva käsitys yhtiön edusta ovat oikeudellisesti johdonmukaisimmat

tavat selittää voimassa olevan oikeuden keskeinen lähtökohta, jonka mukaan fidusiaariset velvollisuudet antavat maksukyvyttömyysskenaariossa velkojille oikeudellisesti täytäntöönpantavan suojan yhtiön oman edun välityksellä.

Tutkimusväite 3 on varsin selitysvoimainen. Osakkeenomistajien keskinäisten intressiristiriitojen ratkaiseminen näiden yhteisellä edulla on jo määritelmällisesti epäjohdonmukainen lähtökohta. Fidusiaariset velvollisuudet antavat hallitukselle tosiasiassa laajan oikeuden edistää yhtiön etua tietyn osakkeenomistajan preferoimalla tavalla, joka voi olla vastakkainen muiden osakkeenomistajien odotusten kanssa. Tämä käy hyvin ilmi viime vuonna annetusta ennakkopäätöksestä KKO 2015:105. Kun tuomioistuin panee yhtiön edun täytäntöön, se asettaa puolestaan usein tosiasiassa yhtiön ja sen vähemmistöosakkeenomistajien edun epäoikeutettua etua saaneen enemmistöosakkeenomistajan intressin edelle. Osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen ratkaiseminen näiden yhteisellä (hypoteettisella) edulla on vain keino rekonstruoida todellisuus ja oikeussäännöt sopimaan yhteen teorian kanssa. Oikeudellisena konfliktinratkaisumekanismina hallituksen fidusiaarisia velvollisuuksia ei voi määritellä viittaamalla osakkeenomistajien yhteiseen etuun. Yhtiöoikeudessa tulisi suhtautua kriittisesti argumentaatioon, jossa kielletään yleisesti hallituksen jäseniä toteuttamasta tosiasiallisia lojaliteettejaan tiettyjä osakkeenomistajia kohtaan. Osakeyhtiölain yleisperiaatteet ilmentävät sitä, että hallituksen oikeudella edistää tosiasiallisia lojaliteettejaan on kuitenkin rajansa. Tutkimusväite 3 linkittyy luontevasti kansainvälisessä yhtiöoikeuden teoriassa formuloituun constituency directors -malliin.

Hallituksen fidusiaariset velvollisuudet tulee määritellä *tutkimusväitteen 4* mukaisesti viittaamalla abstrakteihin tavoitteisiin. Näihin kuuluvat epäilemättä voiton tuottaminen, taloudellinen kannattavuus ja toiminnan jatkuvuus. Voimassa olevan oikeuden mukaan on epäselvää, liittyykö yhtiön etuun hallituksen *oikeus* edistää päätöksenteossaan muitakin abstrakteja tavoitteita kuten hyvää yrityskansalaisuutta, liiketoimintaetiikkaa, työhyvinvointia, kestävää kehitystä tai yrityskulttuuria. Korkein oikeus ei ole sulkenut pois tällaista oikeutta, mutta se ei myöskään ole vahvistanut oikeuden olemassaoloa tai reunaehtoja, joiden puitteissa oikeutta voidaan käyttää. Tutkimuksen pohjalta voidaan kuitenkin nostaa esiin joitakin näkökohtia, jotka on syytä ottaa huomioon kysymyksen lainopillisessa tarkastelussa.

Oikeudellisessa keskustelussa lähdetään toisinaan siitä, että fidusiaaristen velvollisuuksien arvoitukseen on olemassa deterministinen vastaus. Velvollisuuksien tulisi toisin sanoen kertoa hallitukselle, miten sen tulee priorisoida yhtiön sidosryhmien erilaiset intressit toisiinsa nähden kaikissa kuviteltavissa olevissa päätöksentekotilanteissa. Taloustieteen termejä lainaten lopputulos olisi se, että hallituksen tulee tehdä jokaisessa päätöksentekotilanteessa ratkaisu, joka maksimoi residuaalioikeuksien haltijoiden hypoteettiset yhteiset edut. Ulkomaisten prejudikaattien ja oikeuskirjallisuuden esitysten perusteella

voidaan kuitenkin esittää sellainen tulkinta, että fidusiaarisilla velvollisuuksilla on oikeudellisessa kontekstissa toisenlainen merkityssisältö ja funktio kuin taloustieteissä. Yhdenmukaisesti angloamerikkalaisten prejudikaattien ja niistä tehtyjen tulkintojen kanssa fidusiaaristen velvollisuuksien tarkoituksena ei välttämättä ole kertoa hallitukselle tarkasti, mitä yhtiön edun edistäminen siltä edellyttää. Suomessa hallituksen tulee kunnioittaa lakiin kirjattua toiminnan tarkoitusta eli voiton tuottamista osakkeenomistajille yleisluonteisena tavoitenormina, mutta fidusiaariset velvollisuudet jättävät hallitukselle laajan itsenäisen harkintavallan siinä, miten tarkoitusta toteutetaan. Tähän sisältyy joka tapauksessa oikeus ottaa kohtuullisessa määrin huomioon yhtiön muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien intressit, vaikka yhtiö ei olisi siirtynyt osakeyhtiölaissa tarkoitettuun maksukyvyttömyysskenaarioon. Oikeus valita keinot tarkoittaa tosiasiassa usein oikeutta valita tavoitteet.

Reaalielämässä on aina toiminut osakeyhtiöitä, joiden toiminnassa edistetään muitakin tavoitteita kuin voiton tuottamista osakkeenomistajille. Erityisesti suuriin osakeyhtiöihin kohdistuvat yhteiskuntavastuuodotukset mutta myös yhtiöiden itsensä toimintapolitiikat indikoivat, että osakeyhtiölainsäädäntö voi ohjailla taloudellista todellisuutta ja yhtiökäytäntöjä vain rajallisesti. Jos koko ajan laajempi osa yhteiskunnan toiminnoista *osakeyhtiöistetään*[1], tämä vaatii samalla muuntautumiskykyä osakeyhtiöinstituutiolta, osakeyhtiölainsäädännöltä ja teorianmuodostukselta. Ensi näkemältä houkuttelevat argumentit ongelmien ratkaisemiseksi eli vetoaminen voitontuottamistarkoituksen tahdonvaltaisuuteen, muiden tavoitteiden selittäminen tosiasiassa voiton tuottamiseksi ja yksimielisten osakkeenomistajien päätöksentekoa koskeva periaate eivät tällä hetkellä tarjoa vakuuttavia vastauksia osakeyhtiöoikeuden hankalimpiin kysymyksiin.

Voiton tuottaminen osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena kirjattiin ensimmäisen kerran nimenomaisesti vuoden 1978 osakeyhtiölakiin. Tuolloiset lainvalmistelijat tuskin olivat huomioineet laaja-alaisesti tulevien vuosikymmenten yhteiskunnallisen kehityksen ja taloudellisen todellisuuden, jossa kaikki yhtiöt ja osakkeenomistajat eivät edistä vain yhtä tavoitetta. Taloudellinen todellisuus ja sen kehittyvät yhtiökäytännöt voivat elää ristiriidattomasti osakeyhtiölainsäädännön kanssa vain, jos fidusiaariset velvollisuudet jättävät yhtiöille liikkumavaraa omien tavoitteidensa määrittelyssä. Tämä ei tarkoita sitä, että voitontuottamistarkoitus tulisi syrjäyttää osakeyhtiön ensisijaisena tavoitteena, koska se erottaa osakeyhtiön muista yhteisömuodoista. Liikkumavaran jättäminen tarkoittaa sen sijaan sitä, että fidusiaariset velvollisuudet eivät rankaise kategorisesti hallituksia, jotka toteuttavat voiton tuottamisen rinnalla muita tavoitteita. Kotimaisessa yhtiöoikeudessa olisi perusteltua pohtia jatkossa kansainvälisten

[1] *Linna* 2016 s. 4 ja 168 käyttää juuri julkaistussa tutkimuksessaan termiä ”osakeyhtiöistyminen”.

esimerkkien tapaan sijoittajansuojakysymyksiä tästä näkökulmasta, eikä jäädä kiinni ideologisesti värittyneiden teorioiden standardiargumentteihin.

Oikeusministeriössä laadittiin vuoden 2015 keväällä arviomuistio osakeyhtiölakiin kohdistuvista muutostarpeista. Oikeusministeriön hankkeessa on pohdittu nimenomaisesti johdon lojaliteettivelvollisuuden ja sen suojakohteiden tarkentamista. Lopuksi on siis perusteltua mainita muutamia seikkoja johdon velvollisuuksista ja korvausvastuusta de lege ferenda. Tutkimuksen perusteella lojaliteettivelvollisuuden kirjaaminen säädöstekstiin ei selventäisi osakeyhtiölakia eikä lojaliteettivelvollisuuden suojakohteiden modifioimiseen ole osoitettu perusteltua aihetta. OYL 1:8:ään tehtävät sanalliset muutokset aiheuttaisivat todennäköisesti toistaiseksi enemmän ongelmia kuin ne ratkaisisivat. Lojaliteettivelvollisuuden olemassaoloa ja sen suojakohteita tärkeämpänä kysymyksenä pidän velvollisuuden täytäntöönpanoa. Lojaliteettivelvollisuuden velkojainsuojafunktion tunnustaminen edellyttää, että täytäntöönpanokysymyksiin kiinnitetään huomiota nimenomaan velkojien näkökulmasta. Konkurssipesä voi jo nyt saada korvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisesta, kun niiden vastainen menettely aiheuttaa velkojakollektiiville vahinkoa. Maksukykyisyystestin soveltamisedellytykset osoittavat, milloin konkurssipesä voi saada vahingonkorvausta fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomisesta, vaikka yksimieliset osakkeenomistajat olisivat hyväksyneet tai sanelleet hallituksen päätöksen. Velkojan välillisen vahingon ongelma voidaan ratkaista säätämällä yksittäisen velkojan oikeudesta nostaa derivatiivinen kanne korvauksen suorittamiseksi yhtiölle tai sen konkurssipesälle. Samalla voidaan säätää, ettei yksittäisellä velkojalla ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta.

Abstract

Patrik Nyström

THE FIDUCIARY DUTIES OF DIRECTORS: A COMPANY LAW AND TORT LAW PERSPECTIVE.

The general topic of my doctoral dissertation are the fiduciary duties of directors of limited companies in Finland. My focus is on the duties of board members in both private and public limited companies. My main research questions include the substance of fiduciary duties, who these duties are owed to, and remedial issues. I start by analysing theory and contemporary discussions on the nature and purpose of corporations and corporate social responsibility. I then turn to study the corporate laws of Delaware and Canada from a comparative perspective and in light of current corporate theory. Finally, I use the insights gathered from the theoretical and comparative sections together with the methodology of legal dogmatics to clarify several interpretational problems relating to the fiduciary duties of directors in Finland.

The research questions, methods, and structure of the study, as well as key concepts, are laid out in Chapter 1. Theories of the corporation and their relevance to the subject matter are reviewed in Chapter 2. The legal theories that I focus on are the concession theory, the entity theory, and the contractual (or aggregate) theory. It must be noted, however, that a multitude of concepts are used in different jurisdictions to describe the same actual phenomenon, that is, the legal nature of the corporation. In Chapter 3, I discuss the influence of economic theories of the *firm* on the way in which the role and duties of directors are perceived in legal corporate governance research. Since the 1980s, economic theories have offered a basis for a shareholder-centric view of corporate law and fiduciary duties. I raise both normative and descriptive difficulties in applying economic theories as such in legal settings. Instead of economic theories, I argue that more focus should be on alternative theoretical corporate governance models for understanding the fiduciary duties of directors. In Chapter 4, I emphasize and explain the strong interaction between theory and practice. In particular, I point out that legal and economic theories have become fundamental sources of interpretation in defining the fiduciary duties of directors. In Chapter 5, I provide a comparative analysis on how fiduciary duties in Delaware and Canada have evolved through precedent. In Chapter 6, I explain the current legal situation in Finland in relation to the fiduciary duties of directors with a particular focus on shareholder protection. In Chapter 7,

I take a stand on the debated question of whether directors owe fiduciary duties to creditors in Finland. Finally, in Chapter 8 I summarize the main conclusions of this study.

In sum, I come to the conclusion that the duties of directors to act diligently and to promote the best interests of the company are not to be defined as duties owed exclusively to shareholders. The notion of 'the interest of the company' refers to the interests of the company itself and should not be confused with a highly theorized and hypothetical metaphor of the common interest of all shareholders. Conflicts of interests between shareholders cannot be logically resolved employing such a metaphor. Neither do courts in practice decide real world inter-shareholder disputes according to the notion of the common interest of all shareholders.

Based on domestic precedent, I find that fiduciary duties protect not only shareholders but also the creditors of a company. As under Anglo-American regimes, this creditor protection function is triggered in insolvency settings. Even in insolvency scenarios the fiduciary duties of the directors do not transform into duties owed to individual creditors but are owed to the company itself. Thus, I suggest that creditors in Finland should be statutorily entitled to bring derivative proceedings against directors for violations against their fiduciary duties in insolvency settings. At the same time, the Finnish Limited Liability Companies Act (*osakeyhtiölaki*) should be amended to prohibit individual creditors from claiming damages for indirect loss.

The duty of directors to diligently promote the interest of the company entails a general obligation to pursue profitability and to secure the continuity of the company's operations. It is debatable whether the fiduciary relationship between the directors and the company should be defined by referring to other abstract purposes, such as good corporate citizenship, business ethics, the well-being of the employees, sustainable development, or corporate culture. Existing Finnish legislation and legal practice do not provide a clear answer to this question. However, important normative arguments support the conclusion that it is legitimate for directors to consider and promote such purposes in a company-specific manner. This applies also to situations where acting thus is not exclusively motivated by profit-related grounds.

Finnish Lawyers' Association 2016
ISBN 978-951-855-363-5

Oikeustapaushakemisto

Suomi

Korkein oikeus

KKO 1929-II-665 345–346
KKO 1931-II-349 345–346
KKO 1931-II-577 345–346
KKO 1965-II-20 338
KKO 1967-II-98 350
KKO 1970-II-82 193, 312–313, 328
KKO 1972-II-47 345–346
KKO 1973-II-53 345–346
KKO 1973-II-94 346
KKO 1974-II-72 346
KKO 1984-II-47 218
KKO 1985-II-92 350
KKO 1985 II 157 218
KKO 1986 II 130 347
KKO 1986 II 136 312–314
KKO 1990:140 313
KKO 1990:177 347
KKO 1991:55 347
KKO 1991:122 198, 217, 347
KKO 1991:123 198, 217, 347
KKO 1992:87 313
KKO 1992:98 347
KKO 1992:190 313
KKO 1993:82 251
KKO 1996:18 240, 314–317, 355
KKO 1996:46 251–252
KKO 1997:103 241
KKO 1997:110 199, 260, 277, 280–281, 285
KKO 1997:111 280–281, 285
KKO 1999:12 199
KKO 1999:86 316, 347
KKO 2000:69 280–281, 289, 308
KKO 2000:89 347
KKO 2000:106 347
KKO 2001:36 13, 347
KKO 2001:86 254
KKO 2002:25 327
KKO 2003:33 217, 258, 275, 323, 328, 337, 340, 347
KKO 2003:131 251
KKO 2004:69 237–238
KKO 2004:115 237–238

KKO 2006:90 217, 240, 311, 315–317, 347, 355
KKO 2010:96 217
KKO 2012:65 311, 314, 317, 328, 347
KKO 2014:65 317
KKO 2015:17 241, 251
KKO 2015:104 281
KKO 2015:105 219, 224, 232, 237, 281–282, 362
KKO 2016:43 98

Hovioikeudet
Helsingin hovioikeus 29.11.2011 S 10/1082 (lainvoimainen tuomio ratkaisulla KKO 2015:104) 281
Helsingin hovioikeus 29.1.2013 S 11/2868 (lainvoimainen) 294
Helsingin hovioikeus 19.6.2013 S 11/1969, S 11/1971, S 11/1972 (lainvoimainen) 283, 294

Itä-Suomen hovioikeus 28.8.2003 S 02/1352 (valituslupa myönnettiin, raukesi sovintoon) 281
Itä-Suomen hovioikeus 5.6.2014 S 14/158/20 (lainvoimainen) 225
Itä-Suomen hovioikeus 15.10.2015 S 14/725 (lainvoimainen) 329

Kouvolan hovioikeus 19.12.2013 S 12/926 (lainvoimainen) 282, 337
Kouvolan hovioikeus 21.1.2014 S 13/374 (lainvoimainen) 294, 331

Rovaniemen hovioikeus 19.8.2013 S 12/193 (lainvoimainen) 348

Turun hovioikeus 14.1.2015 S 13/1955 (ei lainvoimainen) 187
Turun hovioikeus 14.1.2015 S 13/1956 (ei lainvoimainen) 187
Turun hovioikeus 14.1.2015 S 13/1957 (valituslupa myönnetty) 187
Turun hovioikeus 8.4.2015 S 14/626 (lainvoimainen) 317

Vaasan hovioikeus 2.7.2012 S 12/29 (lainvoimainen tuomio ratkaisulla KKO 2015:105) 281
Vaasan hovioikeus 21.9.2015 S 14/1023 (lainvoimainen) 246
Vaasan hovioikeus 9.10.2015 S 14/1081 (lainvoimainen) 311
Vaasan hovioikeus 3.2.2016 S 15/23 (ei lainvoimainen) 238
Vaasan hovioikeus 23.2.2016 S 15/165 (ei lainvoimainen) 260, 269

Euroopan yhteisöjen tuomioistuin (nykyinen Euroopan unionin tuomioistuin)

Asia C-208/00, Überseering BV vastaan Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC), tuomio 5.11.2002, Kok. 2002, s. I-9919 109
Asia C-112/05, komissio v. Saksa, tuomio 23.10.2007, Kok. 2007 s. I-8995 118

Yhdysvallat

Leslie v. Lorillard 110 N. Y. 519 (1888) 134
Beveridge v. N. Y. Elevated R.R. Co., 112 N. Y. 1 (1889) 134
Dodge v. Ford Motor Company, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919) 57, 78, 108–109, 130, 146, 182, 218

Guth v. Loft, Inc., 5 A.2d 503 (Del. 1939) 52 alav. 128
Casey v. Woodruff, 49 N.Y.S.2d 625 (Sup. Ct. 1944) 289
Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776 (11. App. Ct. 1968) 57, 139
Auerbach v. Bennett 393 N.E.2d 994 (N.Y. 1979) 135
Aronson v Lewis 473 A 2d 805 (Del. 1984) 29, 134, 284, 288
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co 493 A.2d 946 (Del. 1985) 109, 141, 145–146, 175
Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985) 133, 284
Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986) 132, 144, 146–147, 167–168, 175–177, 182
CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America 481 U.S. 69 (1987) 104
Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle Eastern Corp. 545 A.2d 1171 (Del. 1988) 154–155
Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988) 136
Paramount Communications inc. v. Time inc., 571 A.2d 1140, 565 A.2d 280 (Del. 1989) 144–147, 179, 182
Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., Civ. A. No. 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) 150–152
Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. 1993) 128, 288
St. James Capital v. Pallet Recycling Ass'ns of N. Am., Inc., 589 N.W.2d 511 (Minn. Ct. App. 1999) 343
Production Resources Group, LLC. v. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004) 151
In re Walt Disney Co. Deriv. Litig. 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) 274–275
Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del. 2006) 128, 275
North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 (Del. 2007) 52, 151–153, 155, 354–355
In re Citigroup inc. Shareholder Derivative Litigation, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009) 5
eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010) 132, 147
In Re Trados Shareholder Litigiation, Inc., No. Civ. A. 1512-CC, 2009 WL 2225958 (Del. Ch. July 24, 2009) 93
Kalisman et al. v. Friedman et al., 2013 Del. Ch. LEXIS 100 (April 17, 2013) 93

Yhdistynyt kuningaskunta

Salomon v A Salomon & Co Ltd (1897) AC 22 3
Parke v. Daily News Ltd [1962] Ch 927 160

Kanada

Teck Corp Ltd v Millar (1972), 33 DLR (3d) 288 (BCSC) 160, 169
Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise, [2004] 3 S.C.R. 461, 2004 SCC 68 158–163, 169–178, 182
BCE Inc v 1976 Debentureholders [2008] SCC 69 109, 162–178, 182

Ruotsi

NJA 1881 s. 254 16
NJA 1979 s. 157 181, 327
NJA 1996 s. 224 327

Asiahakemisto

agenttikustannukset 11–12, 33, 40–41, 44, 74–81, 141–142
aktivistiosakkeenomistaja, ks. osakkeenomistaja-aktivismi
arvopaperimarkkinalainsäädäntö 13–15, 72, 214–215, 223
asunto-osakeyhtiöt 98, 195, 242, 244, 263, 285

behaviorismi 76
bonus pater familias 278
business judgement rule, ks. liiketoiminta-päätösperiaate

constituency directors -malli 10, 91–100, 188, 239, 246, 363
corporate governance -järjestelmä 3–4, 10–12, 14–15, 55, 93, 110–111, 118–119, 175, 178–179
corporate governance -koodi 14–15, 41, 94, 97, 118
corporate opportunity 80–81, 156, 199 304–306

deontologia 62–63, 65, 67
derivatiivinen kanne 116, 135, 151–159, 165–167 175–177, 192, 221, 224–228, 230–236, 259, 310, 326, 329, 334, 337, 343, 352–359, 364
director primacy 29–30, 136, 178

eettinen sijoittaminen, ks. vastuullinen sijoittaminen
eläkevakuutusyhtiöt 48, 82–83, 86
enemmistöperiaate 28, 85, 97
enlightened value maximization, ks. valistunut arvonmaksimointi
entire fairness -standardi 129, 137–138, 142–143, 259, 277
entiteettiteoria, entiteettiajattelu 10, 21, 23–25, 29, 39, 61, 102, 107–109, 130, 143, 146–147, 205–206, 236–237, 355, 357, 361–362
entity shielding 124
epätäydellinen sopimus 41, 199
erillisyhtiöperiaate 124, 237–239
esteellisyys
  – hallituksen jäsenen 80, 198–199, 221, 246, 293
  – osakkeenomistajan 246
Euroopan unionin yhtiöoikeus 60, 72, 109, 118–119
exit-oikeus 87, 92–93

fidusiaarinen hallinnointi, fiduciary governance 10, 88–89
fiktioteoria 21–23, 38, 109
funktionaalinen tutkimus 11–12
finanssikriisi 2–4, 45, 73, 156, 175

globalisaatio 72

hajauttaminen 29–30, 138, 156
historian loppu -teesi 2, 46
huolimattomuus, ks. tuottamus
hyve-etiikka 63
hyvä hallinnointitapa 94, 97
hyvän tavan vastaisuus 323–324

ihmisoikeudet 45, 65, 87–88
insolvenssioikeus 150, 158, 161, 237, 281–282, 296–297, 337, 345, 351, 354
institutionaalinen ajattelu
  – oikeudellisessa teoriassa 24, 102, 105–106, 110, 113–116, 196
  – oikeustaloustieteessä 105–106
itsekontrahointi 80–81, 129, 152, 176, 199, 209, 260, 267, 323

julkinen ostotarjous 14, 94, 119, 141–147, 180–181, 208, 214–215, 222–223

Kaldor-Hicks-tehokkuus 36, 67, 75
kanneaika, ks. vanhentuminen
kanneoikeus 224–225, 236, 297, 311, 327–328, 336–337, 345, 349–355
kantilainen moraalioppi 63, 65
kapitalismi 2, 45, 55, 67, 72, 93

kategorinen imperatiivi 63
kilpailukieltovelvollisuus 80, 176, 199, 246–247, 271–273
kirjanpitolaki 253, 283, 303–304
konserni 3, 72, 85, 124, 188–192, 195, 198, 201–203, 219, 224, 236–239, 248, 281–282, 299, 309
konsessioteoria 21–23, 106, 109
kuntayhtiöt 59, 82, 183–192, 207, 216, 238

laiton varojenjako 195, 224, 227–228, 239, 299–307, 310–311 315, 319, 329–331, 338, 340, 342, 350–351
liiketaloudellinen peruste 83–84, 99, 135, 139, 181, 217, 219, 232, 237, 239, 265, 282, 291, 299–308, 315–316, 318–319, 331
liiketapahtuma 299, 303–305, 319
liiketoimintamahdollisuuden hyödyntäminen, ks. corporate opportunity
liiketoimintapäätösperiaate 29–30, 46, 77–80, 123 128–129, 133–144, 153–156, 164, 167–169, 172–174, 235, 260, 274, 276–294
loukatun suostumus vahingonkorvausoikeudellisena periaatteena 321
luottamusaseman väärinkäyttö 259
lähipiiritransaktioiden sääntely 274, 276, 292–294, 299, 313, 315–316, 332, 334

maksukyvyttömyyden vaikutus fidusiaarisiin velvollisuuksiin
– Delawaressa 147–157, 177, 304
– Kanadassa 172, 174–175
– Ruotsissa 181
– Yhdistyneessä kuningaskunnassa 295–296
– yleisesti 147–149, 307–309
maksukyvyttömyys osakeyhtiölain järjestelmässä 107, 236, 279, 282, 292, 297 307, 313, 317–323, 325, 327, 332–333, 340, 350, 354, 358, 362–363
maksunsaantijärjestys 35, 353
managerialismi 23, 32, 37, 46, 112
mankalayhtiöt, mankalaperiaate 228–230
markkinaliberalismi 25, 126
markkinatalous 4, 10, 55, 63, 67, 109, 118
moitekanne, ks. yhtiökokouksen päätöksen pätemättömyys
myötävaikuttaminen osakeyhtiölain rikkomiseen 191, 242–245, 249–257, 310, 339
määräysvaltamarkkinat 13, 41, 43–44, 75–76, 81, 104, 137, 141–142

neoklassismi 38, 122 126
nexus of contracts, ks. sopimusverkkomalli
nimitysoikeus 92–96, 99–100, 178, 200
normin suojatarkoitus 6, 302, 324–325, 340–341
näkymätön käsi 61–62
näännyttäminen 232

oikeudenmukaisuus 26, 36, 49–50, 64, 70–71, 74, 103, 166
oikeushenkilöllisyys 2, 10, 22, 24, 105
oikeusrealismi 7, 112–113
oikeustaloustiede 5, 7–9, 17, 24, 26, 51, 59–60, 76, 103, 106, 112–113, 119, 121–122, 137–138, 205–206, 266, 361
oikeusvoima 226–227, 352–353
oman pääoman menettäminen 283
oman pääoman pysyvyys 317
omistajaohjaus 44, 59, 86, 97, 99, 112, 183–188, 191, 241–242, 244, 250
omistusrakenne 13, 29, 31–32, 55, 63–64, 71, 79, 84, 93–94, 101, 110–117, 136, 155, 177–178, 201, 205, 226, 244, 250, 328
orgaaniteoria 24
osakassopimus 26–27, 87, 92, 94, 123, 185–187, 207, 247
osakeyhtiöistäminen 363
osakkeenomistaja-aktivismi 28, 44, 76, 83, 218
osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet 240–257
osakkeen vapaa luovutettavuus 10
ostotarjous, ks. julkinen ostotarjous
ostotarjousdirektiivi 119, 214–215
ostotarjouskoodi 94, 222

pakkoselvitystilasäännökset 251–252, 314, 328, 347
pakottava lainsäädäntö 19–20, 26, 60, 116–117, 261–274, 318, 322–323, 333, 356
palautuskanne 224–225, 330, 334–339, 358
palkitsemisjärjestelmät 13, 40–41, 43–44
pari passu -periaate 353–354

path dependence -ajattelu 110–113, 117–118
perusoikeudet 24–25, 88, 115
perusteettoman edun palautus 336, 338
pragmaattinen tulkinta 253
pätemättömyys, ks. yhtiökokouksen päätöksen pätemättömyys
päämies-agenttiteoria, päämies-agenttisuhteet 5, 11, 31–36, 39–42, 50–51, 54, 59, 62, 76, 82, 88, 102–103, 112, 119–125, 178, 243, 306, 313, 357, 361
pörssiyhtiö 4, 13–15, 28, 94, 101, 180, 232, 250, 255

rahoituskieltosäännös 330–334, 340
rajoitettu vastuu 2–3, 10, 22, 27–28, 124
regressivastuu, ks. takautumisvastuu
residuaaliriski ja -oikeudet 35–36, 42, 74, 77, 149, 161, 167, 170, 174–175, 212, 322, 357–358, 362
revlon-velvollisuus 144–145, 167–168, 175–177, 222
riippumattomuusvaatimukset 13, 41, 97
rinnakkaisperiaate 356
riskienhallinta 4, 78, 87
riskinotto 29–30, 133, 138–139, 149, 153, 156, 278, 283, 286–292, 303, 307–310, 322
riskipositio 86–87, 213–214, 307

salassapitovelvollisuus 247–248, 271–274, 303
shareholder value 25–26, 43–44, 46, 49, 85, 106, 115–118, 131, 160–161, 163, 166, 180, 209
sopimusoikeudelliset periaatteet 17, 27, 71, 73, 108, 122–123, 262, 266, 272–273, 287, 290–291
sopimusteoria 21, 25–30, 34, 36, 38, 75, 106–108, 114, 117, 121, 125
sopimusvapaus, ks. tahdonvaltainen lainsäädäntö
sopimusverkkomalli 25, 27, 29–40, 42, 74–75, 102–106, 108, 115, 119–122, 179, 206, 361
sopimusverkosto 33–34, 122–123
sovittelu 73, 218, 260, 279, 292
staggered board 43–44
stakeholder-teoria 45–46, 55, 75, 78, 81, 89, 102, 115, 117–118, 169, 173, 175, 180–182, 197
Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, ks. corporate governance -koodi
syy-yhteys 231, 252, 292, 322, 331–332, 341, 346

tahdonvaltainen lainsäädäntö 19–20, 25, 26, 101, 116–117
takaisinsaanti 282, 297, 312, 334–337, 350
takautumisvastuu 269, 337–339
taloudellinen tehokkuus 26, 67, 69, 74, 76–77, 113
team production -malli 46, 167, 177–178
todistustaakka 129, 259–260, 277, 288, 292–294, 332
toimialamääräys 187, 312–314, 318
toiminnan jatkuvuus 118, 201, 307–308, 322, 358, 362
toiminnan tarkoitus 56–61, 83, 86, 90–91, 98, 111, 180–181, 183–187, 190, 193–195, 198–199, 203–204, 207–211, 216–218, 221, 228–233, 239–242, 264–267, 282, 298–301, 307–309, 313–316, 318, 322–324, 328, 363
toimivallanjako 29–30, 34–35, 119, 212–215
tosiasiallinen johtaja, de facto director 245, 252–255
transaktiokustannukset 24–26, 29, 35–36, 68, 74–76, 103, 156
tuottamus 6, 16, 133–134
– lievä tuottamus 133, 242, 263, 268, 284–286
– määritelmä 278
– objektiivinen tuottamusarviointi 278–279, 281, 290
– osakkeenomistajan tuottamus 248–252, 255, 339
– subjektiivinen tuottamusarviointi 278–279
– suhde liiketoimintapäätösperiaatteeseen 276–292
– törkeä tuottamus 133–134, 241–242, 259–263, 270–276, 284–286, 292
– yhtiön tuottamus 24, 39
tuottamusolettama 292–294, 332–333
työelävakuutusyhtiöt, ks. eläkevakuutusyhtiöt

ulkoisvaikutukset 50, 68–69, 72, 75
ultra vires 22–23
utilitarismi 12, 36, 61–70, 112–113, 126, 139
uusklassismi, ks. neoklassismi

vahingonkorvauslaki 17, 260–261, 338–339
vahingonkorvausoikeudelliset periaatteet 140, 228, 256–257, 286–287, 321–322, 328, 333–336, 341
vaitiolovelvollisuus, ks. salassapitovelvollisuus
valistunut arvonmaksimointi 45–50, 56, 58, 66, 78, 84, 118, 170, 173, 179–180, 207, 216, 233
valtionyhtiöt 48, 59, 82, 86–87, 110, 112, 114, 183, 185–186, 195, 207, 216
valvontavelvollisuus 16
vanhentuminen 326, 336–337, 352–353
varieties of capitalism 93, 109
varjojohtaja, shadow director 245, 253–255
vastuullinen sijoittaminen 58–61, 81–83
vastuun jakaantuminen 260–261
vastuun rajoittaminen
– sopimuksessa 261–262, 272–273
– yhtiöjärjestyksessä 26, 133–134, 150, 153, 259–276, 286, 292, 323, 354
vastuun samastus 241, 251
vastuuvapaus 225, 311, 326–328, 345
velkojakäsite 15–16
vähemmistönsuoja kuntayhtiöissä 187, 190
vähemmistöosinko 107, 224, 281–282
väistymisperiaate 356
välillinen vahinko
– osakkeenomistajan 203, 208, 219–230, 256–257, 301, 321–322, 325, 340–343, 346–350
– velkojan 152–153, 203, 301, 321–322, 325–326, 329, 335, 339–359, 361, 364
välitön vahinko
– osakkeenomistajan 219–230, 266, 302–303, 326, 340–342
– velkojan 153, 257, 314, 326, 340–342, 344–345, 347, 350–351, 355
wrongful trading 296–297

yhdenvertaisuusperiaate 12, 63–64, 70–71, 84, 90, 98–99, 119, 186–187, 193, 195, 207–208, 220–230, 238, 240, 250–251, 264–266, 282, 325, 353
yhteiskuntavastuu 6, 19–20, 34, 40–42, 48, 53–63, 70–74, 80–82, 87, 102–103, 135–136, 157, 160, 170, 173–176, 178, 197–198, 204–207, 210, 218, 231–236, 312, 323–324, 363
yhteisvastuu 191, 257, 260–261, 338
yhtiökokouksen päätöksen pätemättömyys 270, 320–321
yhtiön varojen käyttö 78–79, 201, 265, 299, 303–304, 308–310, 314–316, 319–320, 334
yksimieliset osakkeenomistajat 26–27, 58, 86–87, 107, 128, 155, 193–195, 207, 212, 221, 236, 240, 267–268, 270, 310–329, 333, 363–364
yleiset opit 6, 8, 30–31, 119, 357, 361
yleislauseke 181, 193, 195–196, 198, 200, 208, 220–223, 234, 241–245, 248, 265–268, 271–274, 299–302, 304, 356
yleistoimivalta 212–215, 244, 299, 318–319, 325, 331
yrityksen teoria 20, 31–43, 79, 101, 119, 209
yritysjärjestelyt 14, 28, 135, 145, 158, 162, 165–166, 168–169, 175, 177, 215, 222, 230
yrityskulttuuri 70–71, 144, 146, 179, 218, 362
yritysvaltaus 32, 43–44, 120–121, 128–129, 141–147, 157, 162–169, 172–173, 178, 180, 205–206, 231
yritysvastuu, ks. yhteiskuntavastuu

Tutkimuksessa tarkastellaan osakeyhtiön hallituksen fidusiaarisia velvollisuuksia ja niiden rikkomisesta seuraavaa vahingonkorvausvastuuta. Keskeisiä arvioitavia kysymyksiä ovat hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien merkityssisällöt, velvollisuuksien suojaama henkilöpiiri sekä vastuun toteuttaminen. Tutkimuksessa selvitetään lainopin keinoin voimassa olevan kotimaisen oikeuden sisältö. Siinä tukeudutaan myös oikeusvertailevaan lähdeaineistoon Yhdysvalloista ja Kanadasta, jonka sääntely ja prejudikatuuri ovat tuntemattomia kotimaisessa yhtiöoikeudellisessa keskustelussa. Lainopillisia ja oikeusvertailevia osuuksia taustoitetaan analysoimalla osakeyhtiön olemusta, tarkoitusta ja yhteiskuntavastuuta koskevia teorioita.

Patrik Nyström haastaa väitöskirjassaan useita kotimaisen osakeyhtiöoikeudellisen teorianmuodostuksen peruslähtökohtia. Teoksen keskeinen väite ja johtopäätös on, että Suomessa yleistynyt tapa rinnastaa osakeyhtiön etu sen osakkeenomistajien yhteisten etujen kanssa on lainopillinen virhepäätelmä. Hallituksen fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat yhtiöön entiteettinä ja ne antavat eräissä olosuhteissa yhtiön velkojille oikeudellisesti täytäntöönpantavan suojan entiteetin intressin avulla. Tutkimuksessa painotetaan yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen tärkeää yhteyttä, mutta todetaan, että modernissa markkinataloudessa ei voida enää tyytyä näiden keskeisten osakeyhtiöoikeudellisten periaatteiden kategoriseen rinnastamiseen.

Osakeyhtiölain yleisperiaatteiden ja vahingonkorvaussäännösten keskinäiset suhteet ovat olleet epäselvät lain säätämisestä alkaen. Teoksessa annetaan punnittuja suosituksia tulkintaongelmien ratkaisemiseksi. Tutkimus on suunnattu sekä tiedeyhteisölle että käytännön toimijoille. Se on olennaista luettavaa tuomareille, välimiehille, asianajajille, tilintarkastajille ja muille asiantuntijoille, jotka ratkaisevat osakeyhtiölain yleisperiaatteisiin ja vahingonkorvaussäännöksiin liittyviä riitoja. Samalla teos tarjoaa hallituksen jäseninä toimiville henkilöille työvälineen henkilökohtaisen riskienhallinnan järjestämisessä.

LAKIMIESKUNNAN OMA LAATUKUSTANTAJA VUODESTA 1934

toimisto@lakimiesyhdistys.fi
www.lakimiesyhdistys.fi

ISSN-L 0356-7206
ISSN 0356-7206
ISBN 978-951-855-363-5