

**KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN VAHINGONKORVAUS-
VASTUU OSTOTARJOUSTA VASTUSTAVISTA TOIMENPI-
TEISTÄÄN**

Anna-Maarit Laurila

OTM-tutkielma

Helsingin yliopisto, yksityisoikeuden laitos

Eurooppalaistuuko korvausoikeus

Kevät 2011

Ohjaajat: Lena Sisula-Tulokas ja Jaana Norio-Timonen

SISÄLLYS

| | |
|---|----|
| SISÄLLYS | II |
| I LÄHTEET | V |
| 1. JOHDANTO..... | 1 |
| 1.1 Tutkielman kohde, kysymyksenasettelu ja rajaukset..... | 1 |
| 1.2 Tutkielman metodologiset lähtökohdat ja lähdemateriaali | 6 |
| 1.3 Tutkielman rakenne | 8 |
| 2. OSTOTARJOUSSÄÄNTELYN TAVOITTEISTA..... | 9 |
| 2.1 Tarjoussääntelyn tavoitteista yleisesti | 9 |
| 2.2 Johdon puolueettomuuden varmistaminen | 10 |
| 2.3 Määräysvaltamarkkinoiden toiminnan turvaaminen | 12 |
| 2.4 Vähemmistöosakkaiden suojaaminen..... | 13 |
| 3. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET | 16 |
| 3.1 Eturistiriidat osakkeenomistajien ja johdon edun välillä..... | 16 |
| 3.2 Johdon velvollisuus toimia yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti | 18 |
| 3.3 Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet lyhyesti..... | 22 |
| 3.3.1 Huolellisuusvelvollisuus | 22 |
| 3.3.2 Lojaliteettivelvollisuus..... | 24 |
| 3.4 Johdon velvollisuus myötävaikuttaa ostotarjouksen tekemiseen..... | 26 |
| 3.4.1 Yleistä | 26 |
| 3.4.2 Due diligence -tarkastus..... | 28 |
| 3.4.3 Kilpailevat tarjoukset | 31 |
| 3.5 Johdon mahdollisuus vastustaa julkista ostotarjousta..... | 35 |
| 3.5.1 Johdon käyttämistä puolustusmekanismeista yleisesti | 35 |

| | | |
|---------|--|----|
| 3.5.2 | Johdon mahdollisuus vastustaa julkista ostotarjousta ostotarjousdirektiivin ja TOC:n mukaan..... | 38 |
| 3.6 | Yhteenveto..... | 42 |
| 4. | KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN VAHINGONKORVAUSVASTUU OYL:N JA AML:N PERUSTEELLA..... | 45 |
| 4.1 | Vahingonkorvausvastuusta yleisesti..... | 45 |
| 4.2 | Kohdeyhtiön hallituksen yhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun perusteet..... | 47 |
| 4.2.1 | Kohdeyhtiön hallituksen vastuu yhtiötä kohtaan..... | 48 |
| 4.2.2 | Kohdeyhtiön hallituksen vastuu osakkeenomistajia kohtaan..... | 50 |
| 4.2.2.1 | OYL:n nojalla noudatettavan säädöksen rikkominen..... | 51 |
| 4.2.2.2 | Lojaliteettivelvollisuuden rikkominen..... | 53 |
| 4.2.2.3 | Esteellisyys säännöksen rikkominen..... | 55 |
| 4.2.2.4 | Voiton tuottamista koskevan oletaman rikkominen..... | 58 |
| 4.2.2.5 | Yhdenvertaisuussäännöksen rikkominen..... | 60 |
| 4.3 | Kohdeyhtiön hallituksen arvopaperimarkkinaoikeudellisen vahingonkorvausvastuun perusteet..... | 64 |
| 4.3.1 | AML 9:2:n sisällöstä yleisesti..... | 64 |
| 4.3.1.1 | Yhtiön vastuu johdon tuottamuksesta..... | 65 |
| 4.3.1.2 | Tuottamus, todistustaakka ja AML 9:2..... | 67 |
| 4.3.2 | AML:n aineellisten säännösten rikkominen vahingonkorvausvastuun perusteena..... | 70 |
| 4.4 | Vastuu AML 6:6:n mukaisesta lausunnosta..... | 72 |
| 4.5 | Yhteenveto..... | 77 |
| 5. | KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN TUOTTAMUSARVIOINTI..... | 81 |
| 5.1 | Kohdeyhtiön hallituksen tuottamusarvioinnista yleisesti..... | 81 |
| 5.2 | Tuottamus ja liiketoimintapäätösperiaate..... | 82 |
| 5.3 | Tuottamus ja huolellisuusvelvollisuus..... | 86 |
| 5.4 | Tuottamus ja lojaliteettivelvollisuus..... | 90 |

| | | |
|-----|--|----|
| 5.5 | Johdon tuottamuksen arviointi erilaisissa ostotarjoustilanteissa | 92 |
| 5.6 | Yhteenveto..... | 95 |
| 6. | LOPUKSI..... | 96 |
| 6.1 | De lege ferenda..... | 99 |

I LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

Aarnio, Aulis: Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta. Ajatuksia teoreettisesta ja käytännöllisestä lainopista. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini. Porvoo 1997, s. 35-56.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölaki. Porvoo 1997.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Suomen yhtiöoikeus. Vantaa 2000.

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

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

Andersen, Paul Krüger – Clausen, Nils Jul: Børsretten I. Regulering og markedsaktører. Kööpenhamina 2007.

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990.

Astola, Tiina: Corporate Takeovers Through the Public Markets. Teoksessa Suviranta, Antti (toim.): Finnish National Reports to the Fourteenth Congress of the International Academy of Comparative Law. Helsinki 1994, s. 69-96.

Bebchuk, Lucian A. – Farrel, Allen: Federalism and Corporate Law. The Race to Protect Managers from Takeovers. 99 Columbia Law Review, 1999, s. 1168-1199.

Bebchuk, Lucian A. – Coates, John C. – Subramanian, Guhan: The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. 54 Stanford Law Review, May 2010, s. 887-951.

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C.: *The Modern Corporation & Private Property*. New York 1932.

Bowers, Helen M.: *Fairness Opinions and the Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions*. 96 *Northwestern University Law Review*, 2002, s. 567-577.

Breadley R. – Myers S.: *Principles of Corporate Finance, International Edition*, 7. painos, New York 2003.

Carney, William J.: *Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency Cost Model*. 88 *Wisconsin Law Review*, 1988, s. 386-433.

Coffee, John C. Jr.: *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*. 84 *Columbia Law Review*, June 1984, s. 1145-1294.

Coffee, John C. Jr.: *Shareholders versus Managers: the Strain in the Corporate Web*. 85 *Michigan Law Review*, October 1986, s. 15-104.

Coffee, John C. Jr.: *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*. 60 *The Business Lawyer*, 2004-2005, s. 533-548.

Cooter, Robert – Freedman, Bradley J.: *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*. 66 *New York University Law Review* 1991, s. 1045-1075.

Davies, Paul: *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*. Teoksessa Hopt, Klaus J. – Wymeersch, Eddy (toim.): *European Takeovers - Law and Practice*. London 1992, s. 195-216.

Davies, Paul: *The Notion of Equality in European Takeover Regulation*. Teoksessa Payne, Jennifer (toim.): *Takeovers in English and German Law*. Oxford 2002, s. 9-31.

Davies, Paul – Hopt, Klaus J.: Control Transactions. Teoksessa Kraakman, Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. – Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Oxford 2004, s. 157-193.

Dotevall, Rolf: Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. En aktiebolagsrättslig studie I komparativ belysning. Malmö 1989.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. 94 Harvard Law Review 1981 No. 6, s. 1161-1204.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: Corporate Control Transactions. 91 Yale Law Journal March 1982, s. 698-738.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: Voting in Corporate Law. 26 Journal of Law and Economics 1983, s. 395-427.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: The Corporate Contract. Columbia Law Review 1989, s. 1416-1448.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press. Cambridge 1991.

Eisenberg, Melvin A.: The Conception that a Corporation is a Nexus of Contracts and the Dual Nature of the Firm. 24 Journal of Corporation Law, Summer 1999, s. 819-836.

Ellsworth, Melvin Aron: The Structure of the Corporation – the New Corporate Realities. Stanford 2002.

Evans, Carlton: Documents from the Offeror and Offeree Board. Teoksessa Button, Maurice (toim.): A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2005/2006, s. 183-206.

Farrar, John H.: Business Judgment and Defensive Tactics in Hostile Takeovers. Canadian Business Law Review 15, 1989, s 15-42.

Ferrarini, Guido – Miller, Geoffrey P.: A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. 42 Cornell International Law Journal, Fall 2009, s. 301-334.

Frankel, Tamara: Fiduciary Duties as Default Rules. 74 Oregon Law Review 1995, s. 1209-1278.

Gilson, Ronald J.: A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers. 33 Stanford Law Review, May 1981, s. 819-891.

Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier: The Mechanisms of Market Efficiency. 70 Virginia Law Review 1984, s. 549-644.

Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier: Takeovers in the Boardroom: Burke versus Schumpeter. Business Lawyer (ABA), Vol. 60 Issue 4, August 2005, s. 1419-1434.

Godden, Richard: Implementation of the European Takeover Directive in the United Kingdom. Teoksessa van Hooghten, Paul (toim.): The European Takeover Directive and Its Implementation. Oxford 2009.

Gordon, Jeffrey N.: An American Perspective on Anti-Takeover Laws in the EU. Teoksessa Ferrarini, Guido – Hopt, Klaus J. – Winter, Jaap – Wymeersch, Eddy (toim.): Reforming Company and Takeover Law in Europe. Oxford 2004, s. 541-560.

Gordon, Mark: Takeover Defenses Work. Is That Such a Bad Thing? 55 Stanford Law Review, 2002, s. 819-838.

Grant, Jeremy: Takeovers and the Market for Corporate Control. Teoksessa Grant, Jeremy (toim.): European Takeovers. The Art of Acquisition. London 2005, s. 3-33.

Grant, Jeremy: Takeover Regulation and the Balancing of Interests. Teoksessa Grant, Jeremy (toim.): European Takeovers. The Art of Acquisition. London 2005, s. 34-52.

Hansen, Jesper Lau: The Mandatory Bid Rule. The Rise to Prominence of a Misconception. Teoksessa Wahlgren, Peter (toim.): Scandinavian Studies in Law, Volume 45: Company Law. Tukholma 2003, s. 173-192.

Hansmann, Henry: The Current State of Law and Economics Scholarship. 33 *Journal of Legal Education* 1983, s. 217-236.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier: Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa Kraakman, Reinier – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertige, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward: *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford 2004, s. 21-33.

Harvard Law Review: The Fiduciary Duties of Directors. 105 *Harvard Law Review*, 1992, s. 1590-1612 (HVLIR 1992).

Haussila, Petri: Yhtiön ja yhtiön johdon velvollisuudet ja vastuu arvopaperimarkkinoilla. Teoksessa Aalto-Setälä, Ilkka – Amper, Mikko – Haussila, Petri – Hemmo, Mika – Lintumaa, Sari – Saloheimo, Jorma – Salomaa, Pekka – Strömberg, Harry – Tuomainen, Jouko – Virtanen, Pertti: *Yrityksen ja yhteisön vastuuriskit – oikeudellisen riskienhallinnan perusteet*. Pieksämäki 2004, s. 245-323.

Hemmo, Mika: *Sopimus ja delikti*. Helsinki 1998.

Hemmo, Mika: *Vahingonkorvausoikeuden oppikirja*. Helsinki 2002.

Hemmo, Mika: *Vahingonkorvausoikeus*. Helsinki 2005.

Hidén, Paulus: *Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu*. Helsinki 2002.

Hietala, Harri – Kaivanto, Keijo: *Työsopimus ja johtajasopimus*. Helsinki 2004.

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

Holmström, Tommy – Lindholm, Tomas: Innebörden av aktiebolags styrelsemedlem s.k. fiduciary duty enligt finsk rätt - särskilt med hänsyn till offentliga köpeanbud. *JFT* 3/2005, s. 278-294.

Huttunen, Allan: Kansallisannista. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia III. Turku 2003.

Häyrynen, Janne. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Helsinki 2006.

Häyrynen, Janne: Väärinkäytössääntelyn haasteet arvopaperimarkkinoilla. Lakimies 4/2006 s. 628-633. (Häyrynen 2006 LM).

Jarrel, Gerg A. – Brickley, James A. – Netter, Jeffrey M.: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. 2 Journal of Economic Perspectives 1988 No. 1, s. 49-68.

Johansson, Svante: Implementation of the Takeover Directive in Sweden. Teoksessa van Hooghten, Paul (toim.): The European Takeover Directive and Its Implementation. Oxford 2009, s. 707-742.

Johnson, Charles J. Jr. – McLaughlin, Joseph: Corporate Finance and the Securities Laws. Aspen Publishers, Inc. 2004. Third Edition.

Kaisanlahti, Timo: Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. Oikeustiede – Jurisprudentia XXVIII 1995.

Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999.

Kallunki J-P. – Niemelä J.: Uusi yrityksen arvon määrittäminen. Helsinki 2004.

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka: Oikeustaloustiede – johdantoa käsitteisiin ja lähestymistapoihin. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996, s. 11-45.

Karhu, Juha: Perusoikeudet ja oikeuslähdeoppi. Lakimies 5/2003, s. 789-807.

Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2008, 4. uudistettu painos.

Karppinen, Mika: Kohdeyhtiön hallituksen vahingonkorvausvastuu julkisen ostotarjouksen johdosta annetun lausunnon perusteella. Julkaisematon OTM-tutkielma, 14.4.2009. Helsingin Yliopisto.

Kenyon-Slade, Stephen: Mergers and Takeovers in the US and UK. Law and Practice. Oxford 2004.

Kirchner, Christian – Painter, Richard W.: Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform. 50 American Journal of Comparative Law, 2002, s. 451-476.

Knuts, Gisela: Asiakirjakategorian esittämispyyntö kansainvälisessä välimiesmenettelyssä. Teoksessa Havansi, Erkki – Koulu, Risto – Lindfors, Heidi: Oikeudenkäyntejä ja tuomioistuimia. Juhlakirja Juha Lappalainen 60 vuotta. Helsinki 2007, s. 201-216.

Korva, Mika: Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena. Defensor Legis 3/2004, s. 432-454.

Kurkela, Matti S. – Ståhlberg, Kaarina: Due Diligence yrityskaupassa ja osakkeenomistajan oikeus saada tietoja julkisesta osakeyhtiöstä. Defensor Legis 1997, s. 914-920.

Kurp, Melissa M.: Corporate Takeover Defenses After QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties? 26 Loyola University Chicago Law Journal Vol. 26 Issue 1, Fall 1994, s. 29-60.

Kyläkallio, Juhani: Osakeyhtiö tänään 2 – toiminta ja käytäntö vuoden 1978 lain mukaan. Espoo 1980.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Helsinki 2008.

Lavonen, Heli: Hyötykonfiskaatio arvopaperimarkkinarikosten seuraamuksena. Edilex Asiantuntijakirjoitukset, 24.2.2009.

Lindskog, Stefan: I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt. Teoksessa af Sandeberg, Catarina - Sevenius, Robert (toim.): Börs rätt. Lund 2008, s. 53-71.

Leppiniemi J. – Leppiniemi R.: Tilinpäätöksen tulkinta, 4. painos, Helsinki 2006.

Maher, Megan M.: Director Liability: Michigan's Response to Smith v. Van Gorkom. 33 Wayne Law Review, 1987, s. 1039-1066.

Matheson, John H.: Shareholder Rights and Legislative Wrongs: Toward Balanced Takeover Legislation. 59 George Washington Law Review, August 1991, s. 1425-1568.

Mielityinen, Sampo: Vahingonkorvausoikeuden periaatteet. Helsinki 2006.

Monks, Robert A.G. – Minow, Nell: Corporate Governance. Second Edition. Massachusetts 2001.

Mähönen, Jukka: Lojaliteettivelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet, s. 129-143. Vantaa 2000.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. Helsinki 2006. (Mähönen – Villa 2006 I)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki 2006 (Mähönen – Villa 2006 II)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö III. Corporate Governance. Helsinki 2006. (Mähönen – Villa 2006 III)

Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiön vahingonkorvaus ja identifikaatio (1). Defensor Legis 6/1999, s. 956-987.

Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiön vahingonkorvaus ja identifikaatio (2). Defensor Legis 2/2000, s. 319-342. (Mäntysaari 2000 a)

Mäntysaari, Petri: Verokonsultin vastuusta. Defensor Legis 2/2000, s. 245-273. (Mäntysaari 2000 b)

Mäntysaari, Petri: Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja. Vantaa 2001.

Nees, Anne Tucker: Who's the Boss? Unmasking Oversight Liability within the Corporate Power Puzzle. 35 Delaware Journal of Corporate Law 2010, s. 199-258.

Newton, Ursula: Profit Forecasts and Asset Valuations. Teoksessa Button, Maurice (toim.): A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2005/2006, s. 243-257.

Norri, Matti: Huomioita osakeyhtiölakiuudistuksesta. Defensor Legis 4/2006, s. 732-736.

Norros, Olli: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Helsinki 2009.

Nuolimaa, Risto: Näkökohtia ns. yritysvaltauksista. Lakimies 1/1989, s. 1-9.

Palm, Jukka: Yrityssotot ja määräysvaltamarkkinat. Helsinki 2005.

Pietarinen, Päivi: Arvopaperimarkkinalain mukainen vahingonkorvausvastuu. Edilex asiantuntijakirjoitukset 4.6.2003.

Posner, Richard A.: Comment on Donohue. Law & Society Law Review 1988, s. 927-929.

Pudge, David: Conduct During the Offer; Timing and Revision; and Restrictions Following Offers. Teoksessa Button, Maurice (toim.): A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2005/2006, s. 207-243.

Raade, Paul: Suomalainen myrkkypilleri eli omistusosuuteen kytketty lunastusvelvollisuus osakeyhtiössä. Edilex Asiantuntijakirjoitukset, 26.2.2010.

Raitio, Juha: Johdatus Euroopan integraation historiaan ja eurooppaoikeuteen. Helsinki 2005.

Rothman, Leonard I.: Debunking the "End of History Thesis" for Corporate Law. 33 Boston College International and Comparative Law Review, Spring 2010, s. 219-269.

Routamo, Eero – Ståhlberg, Pauli – Karhu, Juha: Suomen vahingonkorvausoikeus. Helsinki 2006.

Rudanko, Matti: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki 1998.

Savela, Ari: Hostile Takeovers and Directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union. Turku 1999.

Savela, Ari: Arvio osakeyhtiölain vahingonkorvaussäätelyn kehittämistarpeista ja mahdollisuuksista. Oikeusministeriön julkaisu, 22.11.2001.

Savela, Ari: Asiantuntijaryhmän ehdotuksesta julkisia ostotarjouksia koskevaksi yhtiöoikeusdirektiiviksi. Edilex Asiantuntijakirjoitukset. 14.5.2002.

Savela, Ari: Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Helsinki 2006.

af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölain kommentaari II. Helsinki 2004.

Sillanpää, Matti J.: Julkisen ostotarjouksen sääntely Euroopan yhteisössä. Turku 1992.

Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1994.

Sisula-Tulokas, Lena: Sveda, värk och annat Lidande. Helsinki 1995.

Skog, Rolf: Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? – A Critical Analysis. Stockholm 1995

Skog, Rolf: The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock. Teoksessa Scandinavian Studies in Law, Volume 45: Company Law. Tukholma 2003, s. 293-307.

Sillanpää, Matti J.: Arvopaperien markkinointi ja emission järjestäjän vastuu. Marraskuu 2007. Julkaistu Edilexissä 31.7.2010.

Stattin, Daniel: Takeover. Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt. Stockhom 2009.

Stone, Ethan G.: Business Strategists and Election Commissioners: How the Meaning of Loyalty Varies with the Board's Distinct Fiduciary Roles. 31 *Journal of Corporation Law* 2006, s. 893-947.

Stout, Lynn: Takeovers in the Ivory Tower: How Academics are Learning Martin Lipton May Be Right. *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 60 Issue 4, August 2005, s. 1435-1454.

Sundström, Rasmus: Arvopaperimarkkinalain mukaisen tarjousvelvollisuuden kannalta relevantti yksissä tuumin toimimisen käsite. *Lakimies* 3/2009, s. 418-441.

Taxell, Lars Erik: *Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag*. Turku 1963.

Taxell, Lars Erik: *Bolagsledningens ansvar*. Turku 1990.

Taxell, Lars Erik: *Skadestånd vid avtalsbrott*. Turku 1993.

Theobald, Tyler: Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization. *International Trade Law Journal* 2006, s. 60-78.

Thompson, Robert B. – Smith, D. Gordon: Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers. 80 *Texas Law Review* 2001, s. 261-326.

Thorström, Micaela: Förpliktelse hos ledningen i målbolaget vid evalueringen av ett offentligt köpebud. *JFT* 4-5/2002 s. 479-538.

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

Timonen, Pekka – Kaisanlahti, Timo: Yhtiö ja arvopaperimarkkinalainsäädännön leikkauspisteistä *De Lege Ferenda*, 3.3.2002 (asiantuntijaselvitys oikeusministeriölle).

Toiviainen, Heikki: Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Jyväskylä 1992.

Toiviainen, Heikki: Johtajan ja tilintarkastajan vahingonkorvausvastuusta osakeyhtiössä. Lakimies 1994, s. 1021-1056.

Toiviainen, Heikki: Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Jyväskylä 2002.

Toiviainen, Heikki: Esitevastuusta arvopaperimarkkinoilla. Lakimies 2005, s. 562-582.

Toiviainen, Heikki: Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä. Teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): Business Law Forum 2006, s. 25-67.

Toiviainen, Heikki: An Introduction to Finnish Business Law. Helsinki 2008.

Tuchinsky, Dmitry: The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium. 51 New York Law School Law Review, 2006-2007, s. 689-718.

Tuori, Kaarlo: Oikeustiede 2000. Lakimies 6-7/1998, s. 1002-1013.

Turtiainen, Matti: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Helsinki 2004.

Turtiainen, Matti: Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus ja vahingonkorvausvastuu. Edilex, julkaisu internetissä 3.10.2008.

Turunen, Jaakko: Velvollisuus edistää julkisen ostotarjouksen toteutumista ja kielto luovuttaa kohdeyhtiön arvopapereita. Defensor Legis 5/2009, s. 797-803.

Velasco, Julian: How Many Fiduciary Duties Are There in Corporate Law. 83 Southern California Law Review, September 2010, s. 1231-1314.

Viljanen, Mika: Vahingonkorvauksen määrä. Tutkimus vahingoista ja rahoista. Helsinki 2008.

Villa, Seppo: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Jyväskylä 2001.

Villa, Seppo: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki 2006.

Villa, Seppo: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? *Lakimies* 4/2008 s. 563-581.

Virtanen, Jenny: Todistustaakan ja vastuunrajoitusehtojen merkityksestä sopimusvastuussa. *Defensor Legis* 3/2005, s. 484-504.

Ydén, Karin: Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden – med fokus på due diligence-frågor. *JT* 2008-2009, s. 340-355.

Yeung, Amy Y. – Vincent, Charles B.: Delaware's "No-Go" Treatment of No-Talk Provisions: Deal Protection Devices after Omnicare. *33 Delaware Journal of Corporate Law* 2008, s. 311-345.

Virallislähteet ja itsesääntely

Companies Act - Explanatory notes. Saatavilla osoitteesta:

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpgaen_20060046_en.pdf,
viitattu 11.11.2010.

Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21. päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista (ostotarjousdirektiivi)

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

Hallituksen esitys n:o 157 (1988 vp) Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi. (HE 157/1988)

Hallituksen esitys n:o 176 (2001 vp) Eduskunnalle osuuskuntalaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. (HE 176/2001)

Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. (HE 109/2005)

Hallituksen esitys n:o 6 (2006 vp) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamari-lain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta. (HE 6/2006)

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta: Keskuskauppakamarin suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista. 15.12.2006. (Helsinki Takeover Code, TOC)

Komiteamietintö 1989:36: Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla - Arvopaperikauppakomitean II osamietintö. Helsinki 1989. (KM 1989:36)

Komiteamietintö 1991:48: Yhdentävä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö. Helsinki 1991. (KM 1991:48)

Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma. Saatavilla osoitteesta:

http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_fi.htm, viitattu 5.11.2010.

Rahoitustarkastus. Julkaisusarjat. Kannanotto K/422002/PMO. Dnro 2/262/2002. (Rata K/42/2002/PMO)

Rahoitustarkastus: Standardi 5.2a. Arvopaperin tarjoaminen ja listalleotto. (Ratan standardi 5.2a)

Rahoitustarkastus: Standardi 5.2c. Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. (Ratan standardi 5.2c)

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002. Saatavilla osoitteesta:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf
(High Level Group Report on Takeover Bids 2002), viitattu 29.9.2010.

Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids. Commission Staff Working Document. Brussels, 21.2.2007, SEC(2007) 268. Saatavilla osoitteesta:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf
(Commission Staff Working Document), viitattu 30.9.2010.

The Takeover Panel. Practice Statement No. 22. Irrevocable Commitments, Concert Parties and Related Matters, 2008. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/ps22.pdf>

(Takeover Panel Practice Statement), viitattu 15.1.2011.

Valtiovarainministeriö: Yrityssostotarjousdirektiivin täytäntöönpano. Julkiset ostotarjoukset - työryhmän raportti 5/2005. Helsinki 2005. (Työryhmän raportti 5/2005)

Valtiovarainministeriö: Esitevastuutyöryhmän mietintö 10/2005. Työryhmämuistioita. (Esitevastuutyöryhmän mietintö)

Valtiovarainministeriö: Arvopaperimarkkinalain uudistaminen. Arviomuistio. Rahoitusmarkkinaosasta 9.7.2008. (Arviomuistio 2008)

Oikeuskäytäntö

Suomi

KKO 1950 II 32

KKO 1992:165

KKO 1999:19

KKO 1997:110

KKO 1998:115

KKO 1999:27

KKO 2001:70

KKO 2005:14

KKO 2005:141

Euroopan Yhteisöjen tuomioistuin (nyk. Euroopan unionin tuomioistuin)

Flaminio Costa v. E.N.E.L., 6/64 ECR 585 (15.6.1964). (Costa v. Enel)

Courage. Ltd v. Bernard Crehan ja Bernard Crehan v. Courage Ltd ym., C-453/99 (20.11.2001)

(Courage v. Crehan)

Yhdysvallat

Aronson v. Lewis 473 A.2d 805 (Del. Supr. 1984)

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. Supr. 2000)

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. Supr. 1993)

Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156 (Del. Supr. 1995)

In re Caremark International Inc. Derivative Litigation 698 A.2d 969 (Del. Ch. 1996)

In re Santa Fe Pacific Shareholder Litigation 669 A.2d 59 (Del. Supr. 1995)

In re New York Stock Exchange v. Archipelago Merger Litigation, 601646/05 (N.Y. Supr. 2005)

Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc. 638 A.2d 1110 (Del. Supr. 1994)

Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d (Del. Supr. 1989)

Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34, 45 (Del. Supr. 1993).

Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings 506 A.2d 173 (Del. Supr. 1986)

Smith v. van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985)

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

Weinberger v. UOP Inc. 457 A.2d 701 (Del. Supr. 1983)

Williams v. Geier 671 A.2d 1368 (Del. Supr. 1996)

Muut lähteet

Euroclear Finland Oy:n internet-sivut.

http://www.euroclear.eu/2091_FIN_ST.htm, viitattu 25.11.2010.

Lausunto 4.9.2009: Talentum Oyj:n lausunto Alma Media Oyj:n pakollisesta julkisesta ostotarjouksesta 4.9.2009. Saatavilla osoitteesta:

http://www.almamedia.fi/files/am/Liitetiedostot_Sijoittajille/Tarjousasiakirja_taydennys_040909.pdf, viitattu 15.12.2010.

LawyerLinks Advantage: Director Fiduciary Duties. Saatavilla osoitteesta:

http://content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/sec/corporate_law/fiduciary_duties.htm, viitattu 22.11.2010.

Ostotarjous 14.6.2002: KONE Finance Oy:n julkinen ostotarjous Partek Oyj Abp:n osakkeista ja niihin osakeyhtiölain mukaan oikeuttavista arvopapereista 14.6.2002. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.kone.com/corporate/fi/Lehdisto/lehdistotiedotteet/Pages/KONEFinanceCorporation'sPublicTenderOfferfortheSharesandSecuritiesinPartekCorporation.aspx>, viitattu 15.12.2010.

Ostotarjous 3.1.2005: Schibsted ASA:n ostotarjous Alma Media Oyj:n osakkeista 3.1.2005. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.rata.bof.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Esiterekisteri/Yritysjarjestelyt/Documents/Schibsted-Alma-tarjous.pdf>, viitattu 9.10.2010.

Ostotarjous 20.3.2008: Cidron Services Oy:n ostotarjous TietoEnator Oyj:n osakkeista. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.nordiccapi.com/documents/080320fi.pdf>, viitattu 13.11.2010.

Press release, European Commission, Statement No. 13, 2002. (Statement 13/2002)

Pörssitiedote 14.10.2005: OKO:n julkinen ostotarjous Pohjolan osakkeista alkaa 19.10.2005. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=200510146386>, viitattu 27.11.2010.

Pörssitiedote 21.1.2008: Elisa Oyj:n pörssitiedote 21.1.2008. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=200801210186>, viitattu 2.12.2010.

Pörssitiedote 21.4.2008: TietoEnatorin hallituksen lausunto Cidron Services Oy:n ostotarjouksesta. Saatavilla osoitteesta:

http://www.nordea.fi/sitemod/upload/root/fi_org/appx/fin/hen/sasi/pdf/tietoenator_porssitiedote_210408.pdf, viitattu 13.11.2010.

Pörssitiedote 22.4.2008: TietoEnator Oyj:n pörssitiedote 22.4.2008. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=200804220081>, viitattu 13.11.2010.

Pörssitiedote 16.5.2008: TietoEnator Oyj:n pörssitiedote 16.5.2008. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=200805160116>, viitattu 13.11.2010.

Pörssitiedote 26.5.2008: TietoEnator Oyj:n pörssitiedote 26.5.2008. Saatavilla osoitteesta:
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=200805260089>,
viitattu 13.11.2010.

Pörssitiedote 17.8.2009: Alma Media Oyj:n julkinen ostotarjous Talentum Oyj:n osakkeista alkaa
19.8.2009. Saatavilla osoitteesta:
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=200908170089>,
viitattu 27.11.2010.

Haastattelut

Ilmonen, Klaus (Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy): haastattelu 4.1.2011.

Linna, Paula (Roschier Asianajotoimisto Oy): puhelinhaastattelu 11.3.2011.

II LYHENTEET

| | |
|------------|--|
| ABA | American Bar Association |
| ABL | Aktiebolagslag, SFS 2005:551, 16.6.2005 |
| ALI | American Law Institute |
| AML | Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495 |
| BJR | Business judgment rule |
| Del. Ch. | Delaware Court of Chancery |
| Del. Supr. | Supreme Court of Delaware |
| DL | Defensor Legis. Suomen Asianajajaliiton julkaisema aikakausikirja. |
| EYTI | Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, nykyinen Euroopan unionin tuomioistuin |
| FSMA | Financial Services and Markets Act 2000 (Englanti) |
| FIVA | Finanssivalvonta |
| FO | Fairness opinion |
| HE | Hallituksen esitys Eduskunnalle |
| JFT | Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland |
| JT | Juridisk Tidskrift (Ruotsi) |
| KKO | Korkein oikeus |
| KM | Komitea mietintö |
| LFV | Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878 |
| LM | Lakimies. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen aikakausikirja. |
| LUA | Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden 2006:451, 24.5.2006 |
| MBCA | Model Business Corporation Act (Yhdysvallat) |
| NBK | Näringslivets Börskomité (Ruotsi) |
| OK | Oikeudenkäymiskaari 1.1.1734/4 |
| OYL | Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624 |
| Rata | Rahoitustarkastus (1.1.2009 jälkeen Finanssivalvonta) |
| SA | Securities Act (Yhdysvallat) |
| SOU | Statens offentliga utredningar (Ruotsi) |
| SvJT | Svensk Juristtidning (Ruotsi) |
| TOC | Helsinki Takeover Code |
| VahL | Vahingonkorvauslaki 31.5.1974/412 |

| | |
|------|---|
| VM | Valtiovarainministeriö |
| VOYL | Osakeyhtiölaki 29.9.2978/734 (kumottu lailla osakeyhtiölain voimaanpanosta 21.7.2006/625) |
| vp | Valtiopäivät |
| YKL | Keskuskauppakamarin Yrityskauppala-autakunta |

1. JOHDANTO

1.1 Tutkielman kohde, kysymyksenasettelu ja rajaukset

Ostotarjous sääntelyn tarkoituksena on edistää markkinoiden tehokkuutta luomalla järjestelmälliset menettelytavat yritysostojen toteuttamiseksi. Ostotarjous sääntelyn tarpeellisuus perustuu siihen, että arvopaperimarkkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan ja siihen, että markkinoilla käyttäytytään hyvän tavan mukaisesti.¹ Sijoittajien luottamus markkinoiden toimintaan on nähty olevan kaikkien osapuolien edun mukaista, sillä yleinen luottamus muun muassa tasapuolisen kohtelun toteutumiseen julkisissa ostotarjouksissa on edellytys sille, että liikkeeseenlaskijat pystyvät hankkimaan kilpailukykyisesti pääomaa markkinoilta.² Sekä huhtikuussa 2004 annetun ostotarjousdirektiivin³ että arvopaperimarkkinalain uudistamista koskevan hallituksen esityksen⁴ mukaan ostotarjous sääntelyn tärkeimpänä tarkoituksena on parantaa yritysten yleisörahoituksen hankintamahdollisuuksia etenkin kansainvälisesti ja samalla turvata riittävä sijoittajan suojan taso.⁵

Ostotarjousdirektiivissä on otettu kantaa erityisesti julkisen ostotarjouksen kohteeksi joutuneen yrityksen hallituksen asemaan. Direktiivillä on lähtökohtaisesti pyritty rajoittamaan hallituksen oikeutta ryhtyä ostotarjouksen toteutumisen estämiseen tähtääviin toimenpiteisiin.⁶ Lisäksi hallituksen asemaa osakkeenomistajien etujen ajajana ja neuvonantajana on korostettu, sillä hallitus on velvollinen antamaan ostotarjouksen johdosta perustellun lausuntonsa.⁷ Hallituksen epälojaali käytös osakkeenomistajia kohtaan ostotarjoustilanteessa on nähty ongelmalliseksi erityisesti sijoittajan suojan sekä markkinoiden luottamuksen ja tehokkuuden näkökulmasta. Jos sijoittajat eivät kykene luottamaan hallituksen lojaaliin toimintaan ja oikeudellisen järjestelmän toimivuuteen, eivät sijoittajat ole valmiita kantamaan taloudellista riskiä yrityksen toiminnasta, jolloin yritysten pääoman hankinta rahoitusmarkkinoilta vaikeutuu ja talouden toiminta heikkenee. Markkinoiden sääntelyllä ei

¹ HE 6/2006 s. 5.

² Ibid.

³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista (ostotarjousdirektiivi). Lokakuussa 1998 julkaistiin komission tiedonanto ”Rahoituspalvelujen toimintaohjelma”, jonka seurauksena vuonna 1999 hyväksyttiin EU:n rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma. Toimintasuunnitelman kolme strategista tavoitetta olivat yhtenäisten rahan tukkumarkkinoiden luominen, avointen ja turvallisten vähittäiskaupan markkinoiden luominen ja toiminnan vakauden valvontaa varten asetettujen sääntöjen lujittaminen. Toimintasuunnitelman seurauksena EU:n rahoitusmarkkinoita on yhdenmukaistettu usealla direktiivillä mm. ostotarjousdirektiivillä. Ks. rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma.

⁴ HE 6/2006. Modernit arvopaperimarkkinat kehittyivät Suomessa vasta 1980-luvulla ja markkinaosapuolten toimintaa säätelevä arvopaperimarkkinalaki säädettiin vuonna 1989. Tämän jälkeen sääntelyn määrän lisääntyminen on ollut huomattavaa viime vuosikymmeninä, minkä lisäksi rahoitusmarkkinoiden nykyistä kehitystä Suomessa on leimannut erityisesti EU:n yhdenmukaistamistavoitteet.

⁵ HE 6/2006 s. 5.

⁶ Ostotarjousdirektiivin perustelujen kohta 16 sekä 9 artiklan 2-kohta.

⁷ Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1.b)-kohta ja 9 artiklan 5-kohta.

kuitenkaan voida, eikä sillä ole tarkoitukseen, poistaa sijoituspäätöksiin sisältyvää taloudellista riskiä. Sijoittajan riskipositioon ei kuitenkaan kuulu markkinaosapuolten lainvastainen toiminta.⁸

Ostotarjouksen toteutumisen estämiseen tähtäävät toimenpiteet on nähty osakkeenomistajien näkökulmasta tietyissä tilanteissa ongelmallisiksi. Ostotarjouksen ilmaantuminen on tyypillisesti osakkeenomistajan kannalta myönteinen asia, koska ostotarjouksen myötä osakkeenomistajalle syntyy tilaisuus halutessaan myydä osakkeensa kiinteään hintaan, joka on pääsääntöisesti markkinahintaa korkeampi.⁹ Ostotarjouksen kohteeksi joutuneen yrityksen johto taas saattaa pelätä hallituspaikkansa menettämistä ostotarjouksen menestymisen ja määräysvallan siirtymisen seurauksena. Julkinen ostotarjous voi siis näyttäytyä johdolle kielteisenä asiana, mikä luo herkästi intressiristiriidan yrityksen osakkeenomistajien ja johdon välille.

Edellä mainittujen syiden vuoksi johto saattaa erinäisin puolustautumismekanismein pyrkiä torjumaan julkisen ostotarjouksen toteutumisen ajaakseen vain omaa etuaan ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien intressien kustannuksella. Tällöin osakkeenomistajat voivat kärsiä vahinkoa edullisen myyntimahdollisuuden menettämisen seurauksena, mikäli johto onnistuu toimillaan estämään korkeimman mahdollisen tarjouksen tekemisen tai tarjous ei lainkaan toteudu. Asia ei kuitenkaan ole aina näin yksinkertainen. On esitetty, että tietyissä tilanteissa puolustautumiskeinot voidaan katsoa perustelluiksi myös osakkeenomistajien edun kannalta, mikäli niillä tavoitellaan esimerkiksi korkeamman ostotarjouksen toteutumista.¹⁰ Mekanismit, joiden tarkoituksena on ostotarjouksen tekemisen tai toteutumisen estäminen eivät siis ole automaattisesti kiellettyjä, jolloin kysymys onkin siitä, milloin ja missä tilanteissa puolustautumistoimet ovat sallittuja ja milloin ne taas ovat osakkeenomistajille vahingollisia ja siten mahdollisesti kiellettyjä.

Intressiristiriidat osakeyhtiössä johtuvat omistuksen ja johdon eriytymisestä. Kun omistus ja johto ovat osakeyhtiössä eriytyneet, yhtiön johdon oma etu ja tavoitteet poikkeavat enemmän tai vähemmän osakkeenomistajien eduista, jolloin omistuksen ja vallan eriytyminen mahdollistaa intressiristiriitojen syntymisen.¹¹ Markkinoilla vallitsee luonnostaan tiedon epäsymmetrisyys, joka osakeyhtiössä näyttäytyy erityisesti osakkeenomistajien ja johdon eriarvoisessa tiedollisessa asemassa.¹² Johdolla on osakeyhtiössä huomattavasti enemmän tietoa yhtiön tilasta ja omasta toiminnastaan verrattuna osakkeenomistajiin, mikä mahdollistaa johdon opportunistisen käyttäytymisen.

⁸ Häyrynen 2006 LM s. 628.

⁹ Lindskog 2008 s. 66 ja Norros 2009 s. 505.

¹⁰ Ks. esim. Jarrel – Brickley – Netter 1988 s. 58.

¹¹ Ks. esim. Timonen 1997 s. 151 ja Villa 2006 s. 48.

¹² Häyrynen 2006 LM s. 629 ja Mähönen - Villa 2006 I s. 87-88.

Lähtökohtaisesti omistuksen ja vallan eriytyminen on osakkeenomistajien näkökulmasta myönteinen asia, sillä johtamiseen tarvitaan erityisesti suurissa pörssiyhtiöissä erityiskompetenssia, joka useimmiten puuttuu yrityksen osakkeenomistajalta.¹³ Yhtiön hallituksellahan on ylivoimaisesti paras asiantuntemus yhtiön tilasta ja luotettavin näkemys siitä, mikä on yhtiön todellinen arvo. Tästä syystä yhtiön hallituksella tulisi lähtökohtaisesti olla laaja päätösvalta yhtiötä koskevista monimutkaisista liiketoiminnallisista ratkaisuista, joihin myös päätös julkisesta ostotarjouksesta voidaan katsoa lukeutuvan. Ostotarjousdirektiivi kuitenkin lähtee siitä, että päätös ostotarjouksen torjumiin tähtäävistä toimenpiteistä kuuluu yhtiökokoukselle.¹⁴ Tältä osin voidaankin kysyä, onko yhtiökokous oikea taho päättämään niinkin monimutkaisesta ja erityisosaamista vaativasta järjestelystä kuin julkinen ostotarjous. Vaikka osakkeenomistajien ja johdon välillä voi esiintyä intressiristiriita, voidaan näihin omistuksen ja vallan eriytyisestä johtuviin intressikonflikteihin vaikuttaa monin keinoin. Johdon kontrollivallan vastapainoksi on kehitetty useita etutahoja ja erityisesti osakkeenomistajia suojaavia valvonta- ja korjausmekanismeja sekä palkitsemisjärjestelmiä. Yksi näistä keinoista reagoida edellä esitettyyn ongelmaan on siviilioikeudellinen vahingonkorvaus.¹⁵

Tämän tutkimuksen keskeisenä tavoitteena on vastata kysymykseen: *voiko kohdeyhtiön hallitus olla siviiliperusteisessa vahingonkorvausvastuussa ostotarjousta vastustavista toimistaan kohdeyhtiön osakkeenomistajia ja/tai kohdeyhtiötä kohtaan.*¹⁶ Tutkimuksessa pyritään myös selvittämään, *mitkä ovat ne edellytykset*, joiden perusteella johdon vahingonkorvausvastuu voisi syntyä. Jotta edellä mainittuihin kysymyksiin voitaisiin antaa vastaus, tutkimuksessa on ensin määritettävä se, minkälainen kohdeyhtiön johdon asema on ostotarjoustilanteessa ja mitkä ovat hallituksen velvollisuudet. Keskeistä hallituksen aseman ja velvollisuuksien selvittämisessä on vastaaminen kysymykseen: *tuleeko hallituksen ostotarjoustilanteessa ajaa yhtiön, osakkeenomistajien vai jonkin muun tahon etua.* Lisäksi tutkielmassa pyritään selvittämään sitä, voiko kohdeyhtiön hallitus ylipäätään ryhtyä toimenpiteisiin, joiden tarkoituksena on ostotarjouksen vastustaminen. Omana erityiskysymyksenään tarkastellaan vielä hallituksen vastuuta AML 6:6:ssä säädetystä lausunnosta. Hallituksen lausunnon yksityiskohtaisempi tarkastelu rajataan kuitenkin tämän tutkimuksen ulkopuolelle ja tutkimuksen pääpaino on hallituksen vastuussa ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään.¹⁷

¹³ Savela 2002 s. 4. Omistuksen ja vallan eriytymistä koskevaa problematiikka käsiteltiin jo 1930-luvulla Adolf Berlen ja Gardiner Meansin klassikkoteoksessa ”The Modern Corporation and Private Property”. Ks. Berle – Means 1932 s. 64.

¹⁴ Ostotarjousdirektiivin 9 artikla 2-kohta.

¹⁵ Ks. aiheesta esim. Villa 2001 s. 44-45. Muita keinoja ovat esimerkiksi johdon erottamisuhka sekä rangaistusuhka.

¹⁶ Tutkimuksessa ei käsitellä johdon mahdollista vahingonkorvausvelvollisuutta yhtiön muita etutahoja, kuten työntekijöitä tai velkojia kohtaan.

¹⁷ Hallituksen lausuntoa ja siihen liittyvää vahingonkorvausvastuuta on käsitelty kattavasti Karppisen OTM-tutkielmassa. Ks. Karppinen 2009.

Tutkimuksen tarvetta voidaan perustella sillä, että aihetta käsittelevää laajempaa kokonaisuutista ei tietääkseni ole suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa vielä tehty.¹⁸ Tutkimusaiheen tärkeyttä voidaan edelleen korostaa siitä syystä, että väärinkäytösten mahdollisuudet vaarantavat sijoittajien luottamuksen arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja tämän myötä myös markkinoiden tehokkuuden. Riski johdon opportunistisesta käyttäytymisestä sekä osakkeenomistajien ja johdon väliset intressiristiriidat on tunnistettu oikeustaloustieteessä jo varsin kauan, ja edellä kuvatun riskin on nähty esiintyvän vakavimmillaan juuri ostotarjoustilanteessa.¹⁹ Jo ostotarjousdirektiivi velvoittaa jäsenvaltioita vahvistamaan tehokkaat, oikeasuhtaiset ja varoittavat seuraamukset direktiivin nojalla annettujen kansallisten säännösten rikkomisen johdosta.²⁰ Perusteltua on siis tarkastella, voiko siviilioikeudellinen vahingonkorvaus kuulua näihin oikeussuojakeinoihin. Lisäksi aihetta voidaan pitää ajankohittaisena valtiovarainministeriön vuonna 2007 käynnistämän arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistushankkeen vuoksi.²¹ Tarkoituksena tässä hankkeessa on muun muassa selvittää ja selventää yritysjohdon arvopaperimarkkinaoikeudellista vahingonkorvausvastuuta ja myös ottaa kantaa siihen, tulisiko AML 6 luvun yleisperiaatteita ilmentäviä yleissäännöksiä laajentaa esimerkiksi liittämällä niiden joukkoon kohdeyhtiön johdon päätöksenteon riipeys sekä yhtiön ja sen osakkeenomistajien kokonaisedun huomioonottamisen vaatimus.²²

Tutkimuskohde on rajattu AML 6 luvun soveltamisalan mukaisesti Suomessa listattuihin pörssiyrityksiin, jotka ovat joutuneet ostotarjouksen kohteeksi ja niiden hallitusten mahdollisen vahingonkorvausvastuun tarkasteluun. Koska kohdeyhtiön hallitus toimii yhtiöoikeudellisessa roolissaan ostotarjoustilanteessa, tarkastellaan hallituksen mahdollista vahingonkorvausvastuuta ostotarjousta vastustavista toimistaan OYL 22:1:n nojalla. Hallituksen mahdollista vahingonkorvausvastuuta on perusteltua myös tarkastella arvopaperimarkkinaoikeudellisen vahingonkorvaussäännöksen nojalla, sillä julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset löytyvät AML 6 luvusta. Muu vahingonkorvausvastuu, kuten vahingonkorvauslain mukainen vastuu on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Vahingonkorvauslain mukainen vahingonkorvausvastuu rajataan pois siitä syystä, että niin kutsutut puhtaat varallisuusvahingot, joita arvopaperimarkkinoilla esiintyvät vahingot käytännössä ovat, korvataan VahL 5:1:n mukaan vain poikkeuksellisten edellytysten ollessa käsillä.²³

¹⁸ Hallituksen mahdolliseen vahingonkorvausvastuuseen ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään on kuitenkin oikeuskirjallisuudessa viitattu. Ks. esim. Sillanpää 1994 s. 112-113, Savela 1999 s. 229 ja 248-249, Norros 2009 s. 507, Astola 1990 s. 219-229 ja samansuuntaisesti Rapakko 1990 s. 184-185. Ruotsin oikeudesta ks. myös Lindskog 2008 s. 68-69.

¹⁹ Stone 2006, alaviite 64. Ks. johdon ja osakkeenomistajien välisistä ristiriidoista esim. Hansmann – Kraakman 2004 s. 21-23, Davies – Hopt 2004 s. 160 ja Timonen 1997 s. 162.

²⁰ Ostotarjousdirektiivin 17 artikla ja High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 20.

²¹ Ks. arviomuistio 2008 arvopaperimarkkinalain uudistamisesta.

²² Arviomuistio 2008 s. 34 ja 36.

²³ Ks. HE 109/2005 s. 194 ja yhtiöjohdon mahdollisesta vahingonkorvauslakiin perustuvasta vastuusta Norros 2009 s. 47-55, Mähönen – Villa 2006 III s. 307-308 ja Savela 2006 s. 344-345.

Vahingonkorvausvastuun yleisenä edellytyksenä on, että teon tai laiminlyönnin on oltava syy-yhteydessä vahinkoon.²⁴ Syy-yhteyden vaatimus on kuitenkin nähty varsin ongelmalliseksi nimenomaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa, sillä markkinariskiin kuuluvien tappioiden ja korvattavien vahinkojen erottaminen saattaa olla vaikeaa.²⁵ Vaatimus korvattavan vahingon syy-yhteydestä liittyy läheisesti myös vahingon määrää koskevaan problematiikkaan.²⁶ *Norroksen* mukaan oikeustila vahingon syy-yhteydestä ja sen määrän laskemisesta arvopaperimarkkinoilla on Pohjoismaissa jäänyt monia perusasioita myöten varsin epäselväksi.²⁷ Edellä mainituista syistä syy-yhteyttä sekä vahingon määrän laskemista koskevat kysymykset rajataan tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Aihe on kokonaisuudessaan niin monimutkainen ja laaja, ettei näihin kysymyksiin ole mahdollista tämän tutkielman rajoissa perehtyä riittävän syvällisesti. Tässä yhteydessä voidaan kuitenkin huomauttaa, että *Rudanko* on lausunut syy-yhteys –arvioinnista pakollisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä, että sijoittajan korvausvaatimuksen syy-yhteysedellytyksen täyttymiseen riittää, että sijoittaja olisi ollut oikeutettu tarjoukseen, mutta säännösten rikkomisesta on johtunut, ettei sitä ole hänelle tarjottu.²⁸ Voidaan siis todeta, että mikäli kohdeyhtiön hallitus on ostotarjoustilanteessa säännösten vastaisesti onnistunut torjumaan tarjouksen toteutumisen, syy-yhteyden vaatimuksen täytyminen ei todennäköisesti olisi esteenä vahingonkorvausvastuun toteutumiselle.²⁹

Vaikka vahingon määrää koskevat kysymykset rajataan tämän tutkielman ulkopuolelle, osakkeenomistajille näyttäisi voivan aiheutua korvauskelpoista vahinkoa ostotarjouksen perusteettomista vastustustoimista.³⁰ Vahingon, joka johtuu osakkeiden myyntimahdollisuuden menettämisestä, voi-

²⁴ Ks. syy-yhteydestä esim. Hemmo 2005 s. 109-114, Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 321-322 ja s. 361 ja Savela 2006 s. 274. Huomattavaa on, että syy-yhteyden vaatimuksesta ei nimenomaisesti säädetä VahL:ssa tai muissa laeissa, vaan syy-yhteys -vaatimuksen olemassaolo ja sisältö perustuvat vahingonkorvauksen yleisiin oppeihin. *Norros* 2009 s. 200.

²⁵ Syy-yhteyden vaatimuksen olemassaoloon arvopaperimarkkinoilla liittyy tavanomaista vahingonkorvausoikeutta vaikeampia tilanteita, koska arvopaperin kurssikehitys markkinoilla on yhteydessä moniin epävarmoihin ja jopa irrationaaliin tekijöihin, esim. markkinapsykologiaan, joiden vaikutusmekanismeja voi olla mahdotonta selvittää. *Rudanko* 1998 s. 370. Ks. syy-yhteydestä arvopaperimarkkinoilla mm. *Rudanko* 1998 s. 369-379, *Hidén* 2002 s. 164, *Korva* 2005 s. 450, *Lavonen* 2009 s. 34-37 ja *Norros* 2009 s. 200-201.

²⁶ Vahingon määrittäminen arvopaperimarkkinoilla on ylipäätään koettu varsin hankalaksi. Ongelmana on erityisesti korvattavien vahinkojen erottaminen muista markkinatekijöistä johtuvasta kurssilaskusta. Ks. *Rudanko* 1998 s. 383 ja *Hidén* 2002 s. 185.

²⁷ *Norros* 2009 s. 9. Ks. myös syy-yhteyttä koskevan oikeustieteellisen keskustelun kritiikistä ja vahingon määrästä *Lavonen* 2009 s. 35-39. Ks. vahingon määrästä arvopaperimarkkinoilla myös *Rudanko* 1998 s. 383-388, *Mäntysaari* 2001 s. 165-187, *Hidén* 2002 s. 182-192 ja *Turtiainen* 2008 s. 69-84. Huomattavaa lisäksi on, että ellei vahingon määrästä ole näyttöä tai se on vain vaikeuksien esitettävissä, se voidaan OK 17:6:n mukaan arvioida kohtuuden mukaan. *Hemmo* 2005 s. 201-202 ja *Hidén* 2002 s. 182.

²⁸ *Rudanko* 1998 s. 373.

²⁹ Tätä voidaan perustella arvopaperimarkkinaoikeudellisen toimintaympäristön erityispiirteillä. Jotta vahingonkorvaus voisi täyttää tehtävänsä arvopaperimarkkinoilla, kausaliteettiopissa tulee painottaa erityisesti luottamuselementtejä. *Rudanko* 1998 s. 372. Lisäksi korkeimman oikeuden oikeuskäytännössä syy-yhteydeltä ei ole edellytetty aina ”sataprosenttisuutta”, vaan myös tietty vahingonaiheuttamisen todennäköisyys on katsottu riittäväksi. Ks. esim. tapaus KKO 2001:70, jossa todettiin, että vahinko ”olisi saattanut” estyä, jos tuottamuksellista toimintaa ei olisi esiintynyt. Ks. syy-yhteydestä myös tapaus KKO 2005:14.

³⁰ *Norros* 2009 s. 507. Vahingonkorvaus sisältää nimittäin myös korvauksen saamatta jääneestä voitosta, joten vahingonkorvauksen edellytyksenä ei ole se, että osakkeenomistaja olisi joutunut hallituksen toimien johdosta

daan katsoa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin.³¹ Näin ollen myöskään vahingon määrään liittyvät kysymykset eivät sinänsä näyttäisi estävän vahingonkorvausvastuun syntymisen mahdollisuutta ostotarjoustilanteessa.³² Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin kohdeyhtiön hallituksen mahdollisen korvausvastuun perusteeseen eikä vahingon määrään tai syy-yhteyteen liittyviin kysymyksiin.³³

Vahingonkärsijöiden osalta tarkastelu on rajattu nimenomaisesti osakkeenomistajiin ja kohdeyhtiön eikä yhtiön muille sidosryhmille, kuten työntekijöille, velkojille tai yhtiön sopimuskumppaneille aiheutuneita vahinkoja käsitellä. Vahingonkorvausvastuun käytännön toteuttamiseen liittyvät seikat sekä erinäiset prosessuaaliset kysymykset on myös rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle.³⁴ Lisäksi tutkimuksessa ei keskitytä hallituksen mahdollisten torjuntamekanismien yksityiskohtaiseen esittelyyn, vaan tutkimuksen pääpaino on vahingonkorvausvastuuseen liittyvillä kysymyksillä.

1.2 Tutkielman metodologiset lähtökohdat ja lähdemateriaali

Tutkielman pääasiallinen tarkastelutapa on lainopillinen eli *oikeusdogmaattinen*. Toisin sanoen tässä tutkimuksessa *systematisoidaan* ja *tulkitaan* kohdeyhtiön johdon velvollisuuksia säänteleviä oikeusnormeja Suomen voimassaolevan oikeuden mukaan.³⁵ Koska kohdeyhtiön hallitus toimii yhtiöoikeudellisen organin roolissa reagoidessaan AML:ssa säädettyyn julkiseen ostotarjoukseen, tutkimuksessa tulkitaan ja systematisoidaan sekä OYL:n että AML:n vahingonkorvaussäännöksiä liittyen kohdeyhtiön hallituksen mahdolliseen vahingonkorvausvastuuseen ostotarjousta vastustavis-

huonompaan varallisuusasemaan. Osakkeenomistajalle aiheutuu välittömästi vahinkoa mm. tilanteessa, jossa osakkeenomistaja on pakotettu myymään osakkeensa liian halvalla tai osakkeiden myyntimahdollisuus estyy. Ks. aiheesta Savela 2006 s. 246 ja s. 304 sekä Stattin 2009 s. 340.

³¹ Norros 2009 s. 507-508. Tällaisen vahingon korvattavuutta ei tällöin estäisi OYL 22:7.4, jonka mukaan osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta. Osakkeenomistajan kärsimä vahinko voisi esim. ilmetä tilanteessa, jossa kohdeyhtiön johto ostotarjouksen julkistamisen jälkeen onnistuu torjumaan osakkeenomistajille edullisen ostotarjouksen pyrkimyksenään ainoastaan säilyttää oma asemansa kohdeyhtiössä. Tällöinhän osakkeenomistajat menettävät ostotarjouksessa tarjotun preemion, jolloin vahingon määrä todennäköisesti rajoittuisi ostotarjouksessa tarjottuun preemioon eli tarjousvastikkeen ja ennen ostotarjousta vallinneen käyvän arvon erotukseen. Ks. preemiosta Sillanpää 1994 s. 84. Sen sijaan tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus onnistuu torjumaan ostotarjouksen tekemisen jo ennen sen julkistamista, vahingon määrittäminen on ongelmallisempaa, koska ostotarjouksessa tarjottu vastike ei ole yleisessä tiedossa. Tällöin vahinko voitaisiin ajatella lasketavan tarjouksen hypoteettisen suuruuden perusteella. Ks. vahingon määrittämisestä ostotarjousvelvollisuuden laiminlyöntitilanteissa Norros 2009 s. 490-504. Norroksen esittämiä ajatuskulkuja voitaisiin mahdollisesti analogisesti soveltaa myös ostotarjouksen perusteettomiin torjumistilanteisiin.

³² Vahinkoa voi osakkeenomistajien sijasta aiheutua myös kohdeyhtiölle hallituksen perusteettomien ostotarjouksen vastustustoimien johdosta. Kohdeyhtiön vahinko voisi konkretisoida esimerkiksi kolmannelle maksetun vahingonkorvauksen tai FIVA:n määräämän seuraamusmaksun muodossa.

³³ Tältä osin voidaan huomauttaa, että vahingon määrään on vahingonkorvausoikeudellisessa tutkimuksessa kiinnitetty perinteisestikin vähemmän huomiota verrattuna korvausvastuun perusteeseen. Ks. aiheesta mm. Viljanen 2008 s. 16-17 ja Sisula-Tulokas 1995 s. 127.

³⁴ Tutkimuksessa ei käsitellä kanneoikeuteen, kanteen nostamiseen, kanneaikaan tai muihin vastaaviin seikkoihin liittyviä kysymyksiä. Myöskään vahingonkorvausvastuun jakautumista hallituksen jäsenten kesken ei käsitellä tässä tutkimuksessa.

³⁵ Aarnio 1997 s. 36.

ta toimenpiteistään.³⁶ Tutkielman metodina on tarkemmin ilmaistuna *tulkinnallinen lainoppi*, koska tarkoituksena on esittää perusteltuja tulkintoja ja kannanottoja edellä mainittujen vahingonkorvaussäännösten soveltamisesta.³⁷

Tutkielma sisältää myös jonkin verran oikeusvertailevaa aineistoa Yhdysvaltojen, Iso-Britannian ja Ruotsin oikeuden osalta. Yhdysvaltojen ja Iso-Britannian valikoitumiseen tarkastelun kohteeksi on vaikuttanut maiden pitkä sääntelyperinne arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeuden alalla sekä se, että julkisia ostotarjouksia tehdään kyseisissä maissa varsin paljon.³⁸ Ruotsi on taas valittu tarkasteltavaksi siitä syystä, että maa on historiallisesti tarkasteltuna oikeustraditioltaan lähellä Suomea. Tutkielmassa ei kuitenkaan ole mahdollista esittää kovin kattavia ulkomaista oikeutta koskevia analyysyjä, ja oikeusvertailu rajoittuukin etupäässä yksittäisten säännösten, tapausten ja joidenkin ulkomaisessa oikeuskirjallisuudessa esitettyjen kannanottojen pintapuoliseen esittelyyn. Oikeusvertailun tarkoituksena on lähinnä nostaa esiin näkökulmia sekä joitakin tärkeitä kysymyksiä, joita muualla on havaittu esiintyvän julkisten ostotarjousten yhteydessä. Näin oikeusvertailu voi olla avuksi myös oman oikeusjärjestyksemme ymmärtämisessä.³⁹ Ulkomaisiin doktriineihin tutustuminen mahdollistaa myös *de lege ferenda* -tyyppisten pohdintojen esittämisen.

Tutkimuksessa hyödynnetään myös oikeustaloustieteessä esitettyä argumentaatiota, erityisesti niin sanottua päämies-agenttiteoriaa.⁴⁰ Tämä on perusteltua siitä syystä, että hallituksen esityksessä uudeksi osakeyhtiölaiksi johdon ja osakkeenomistajien suhde on nimenomaisesti ymmärretty päämies-agenttisuhteena.⁴¹ Oikeustaloustieteen voidaan myös katsoa vakiintuneen yhdeksi erityisesti osake- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tutkimuksessa käytetyksi tutkimusmetodiksi siihen pohjautuneiden tutkimusten myötä.⁴² Oikeustaloustieteellisten teorioiden on katsottu auttavan oikeudellisen systeemin ymmärtämisessä, minkä lisäksi se tarjoaa metodeita oikeudelliseen argumentaatioon.⁴³

³⁶ Tarkasteltaessa OYL:n ja AML:n mukaista vahingonkorvausvastuuta hallituksen toimista julkisen ostotarjouksen yhteydessä, voidaan säädösten vahingonkorvaussäännösten katsoa olevan läheisessä liitännässä toisiinsa, sillä vahingonkärsijät ja toimintaympäristö ovat molempien vahingonkorvaussäännösten osalta käytännössä samat.

³⁷ Tuori 1998 s. 1003 ja Aarnio 1997 s. 40.

³⁸ Esimerkiksi Iso-Britanniassa julkisia ostotarjouksia on arveltu tehtävän eniten koko Euroopassa ja myös Yhdysvalloissa yritysvaltauksset ovat yleistyneet merkittävästi jo 1960-luvulla. HE 6/2006 s. 16 ja 20. Lisäksi erityisesti yhdysvaltalaisen aineiston hyödyntämistä voidaan perustella sillä, että arvopaperimarkkinoiden vahingonkorvauskysymyksiin on perinteisesti kiinnitetty huomiota juuri Yhdysvalloissa, minkä lisäksi amerikkalaista aiheeseen liittyvää oikeustapausmateriaalia on saatavilla runsaasti verrattuna esimerkiksi Pohjoismaihin.

³⁹ Aarnio 1989 s. 50 ja 235-236.

⁴⁰ Ks. päämies-agenttiteoriasta kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa esim. Kannianen – Määttä – Timonen 1999 s. 38-39. Oikeustaloustiede-käsitteen on katsottu kuvaavan sitä, että tieteellinen tutkimus tapahtuu taloustieteellisillä metodeilla tietyllä yhteiskunnan osa-alueella.

⁴¹ HE 109/2005 s. 41 ja 194.

⁴² Mm. Sillanpää 1994, Kaisanlahti 1999, Palm 2004 ja Häyrynen 2006.

⁴³ Ks. esim. Posner 1975 s. 768 ja Hansmann 1983 s. 227.

Oikeudenalajaottelun näkökulmasta tutkimus sijoittuu arvopaperimarkkina-, yhtiö- ja vahingonkorvausoikeuteen. Tutkielmassa sivutaan näiden oikeudenalojen keskinäisiä suhteita, erityisesti kohdeyhtiön johdon vahingonkorvausvastuun tarkoituksenmukaisuutta osana arvopaperimarkkinaoikeudellista seuraamusjärjestelmää. Esimerkiksi kilpailuoikeudessa tunnettu niin sanottu *private enforcement* –ajattelu korostaa yksityisen täytäntöönpanon merkitystä ja sen täydentävää vaikutusta julkisten seuraamusten rinnalla.⁴⁴ Kuten kilpailuoikeudessa, myös arvopaperimarkkinaoikeudellisissa kontekstissa yksityisen täytäntöönpanon joustavuus sekä yksittäisen sijoittajan aseman parantaminen puoltavat vahingonkorvausvastuun tarkoituksenmukaisuutta yhtenä sanktiojärjestelmän muodoista.

Tutkielman oikeuslähdeopillisena lähtökohtana on *Aarnion* kehittämä malli oikeuslähteiden jaotellusta niiden sitovuuden perusteella kolmeen eri ryhmään. Nämä ryhmät ovat vahvasti velvoittavat, heikosti velvoittavat sekä sallitut oikeuslähteet.⁴⁵ Tämän tutkimuksen kannalta merkittäviä vahvasti velvoittavia oikeuslähteitä ovat Suomen oikeuden osalta OYL ja AML. Heikosti velvoittaviin oikeuslähteisiin taas kuuluvat edellä mainittujen säädösten esityöt sekä KKO:n ratkaisut.⁴⁶ Keskeisinä sallittuina oikeuslähteinä tämän tutkimuksen näkökulmasta ovat kotimainen ja ulkomainen oikeuskirjallisuus, Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunnan suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista sekä reaaliset argumentit. Reaalisia argumentteja ovat esimerkiksi oikeusvertailun avulla tuotetut kannanotot.⁴⁷ Huomattavaa oikeuslähdejaotellussa on vielä Euroopan Unionin oikeudelle annettu etusija kansalliseen lainsäädäntöön nähden, joka tämän tutkimuksen kannalta tulee esiin erityisesti ostotarjousdirektiivin tulkinnassa.⁴⁸ Käytännön näkökulmaa tutkielmaan on pyritty lisäämään arvopaperimarkkinaoikeudellisiin kysymyksiin erikoistuneiden asianajajien haastattelujen kautta.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielman *jakso yksi* muodostaa tutkielmalle kehyksen, jossa esitellään tutkielman aihe, tutkimusongelma sekä metodi, jonka avulla aihetta lähestytään. *Jaksossa kaksi* pyritään luomaan se oikeudellinen konteksti, jossa ostotarjoussääntelyä on tulkittava. Jakson tarkoituksena on perustella ostotarjoussääntelyn tarpeellisuutta ja sääntelyn tuottamia suojamekanismeja erityisesti osakkeenomista-

⁴⁴ Ks. aiheesta komission valkoinen (KOM(2008) 165) ja vihreä kirja (KOM(2005)672).

⁴⁵ Aarnio 1989 s. 220-221. Vahvasti velvoittaviin oikeuslähteisiin kuuluvat laki ja maantapa, heikosti velvoittaviin lainvalmistelutyöt ja tuomioistuinratkaisut. Loput oikeuslähteet eli oikeustiede, oikeusperiaatteet, moraali ja reaaliargumentit kuuluvat sallittujen oikeuslähteiden ryhmään. Sallitut oikeuslähteet vahvistavat argumentaatiota, mutta niiden sivuuttamisesta ei ole ennustettavia seurauksia. Ks. esim. Aarnio 1989 s. 220-221.

⁴⁶ Kotimaisia johdon asemaa julkisissa ostotarjouksissa käsitteleviä tuomioistuinratkaisuja ei kuitenkaan ole, joten tutkimuksessa viitataan myös ulkomaiseen tuomioistuinikäytäntöön, joka on kuitenkin vain sallittu oikeuslähde.

⁴⁷ Ks. toisin Tuori 2000 s. 174-175, joka ei pidä reaalisia argumentteja itsenäisinä oikeuslähteinä.

⁴⁸ Ks. aiheesta esim. Karhu 2003 s. 791-795.

jan näkökulmasta ja markkinoiden tehokkuuden kannalta. *Jaksossa kolme* pyritään hahmottamaan kohdeyhtiön hallituksen asemaa ostotarjoustilanteessa sekä selvittämään hallituksen mahdollista velvollisuutta myötävaikuttaa tarjouksen tekemiseen tai vaihtoehtoisesti hallituksen oikeutta ryhtyä ostotarjouksen torjumiseen tähtääviin toimenpiteisiin. *Jaksossa neljä* käsitellään vahingonkorvausvastuuseen liittyviä edellytyksiä ja rajoituksia. Jaksossa käsitellään ensin hallituksen vahingonkorvausvastuuta yleisesti ja pyritään tuomaan esille vastuuta mahdollisesti puoltavia näkökantoja. Tämän jälkeen siirrytään yksityiskohtaisempaan OYL:n ja AML:n vahingonkorvaussäännösten tarkasteluun ja pyritään löytämään ne OYL:n ja AML:n aineelliset säännökset, joiden perusteella mahdollinen vahingonkorvausvastuu osakkeenomistajia kohtaan voisi syntyä. *Jaksossa viisi* tarkastellaan hallituksen tuottamusarviointia. Tutkielma päättyy *jaksoon kuusi*, jossa esitetään tutkimuksen keskeiset johtopäätökset.

2. OSTOTARJOUSSÄÄNTELYN TAVOITTEISTA

2.1 Tarjous sääntelyn tavoitteista yleisesti

Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan sanomalehdessä tai muussa tiedotusvälineessä julkaistua taikka osakkeenomistajille henkilökohtaisesti toimitettua tarjousta ostaa osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita.⁴⁹ Julkisia ostotarjouksia säännellään arvopaperimarkkinain (AML, 495/1989) 6 luvussa, joka sisältää säännökset myös tarjousvelvollisuudesta. Ostotarjous sääntelyn tärkeimmiksi tavoitteiksi AML 6 lukua koskevassa hallituksen esityksessä on mainittu tarkoitus parantaa yritysten yleisörahoituksen hankintamahdollisuuksia etenkin kansainvälisesti ja turvata samalla riittävä sijoittajansuojan taso.⁵⁰ Koska yritysten edullisen pääoman hankintaa rahoitusmarkkinoilta on pidetty kansantalouden suotuisan kehityksen kannalta tärkeänä, ostotarjous sääntelyllä on haluttu turvata sijoittajan vakaa luottamus arvopaperimarkkinoiden toimintaan myös tilanteessa, jossa määräysvalta yhtiössä siirtyy.⁵¹

AML 6 luvun taustalla olevan ostotarjousdirektiivin mukaan sääntelyn pääperiaatteita ovat a) kohdeyhtiön osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun turvaaminen, b) osakkeenomistajien riittävän tiedonsaannin ja vapaan harkinnan turvaaminen, c) kohdeyhtiön johdon lojaalin toiminnan varmis-

⁴⁹ HE 157/1988 s. 51 ja HE 6/2006 s. 5. Julkiset ostotarjoukset jaetaan vapaaehtoiisiin ja pakollisiin julkisiin ostotarjouksiin (AML 6:1.1). Ostotarjous sääntely koskee sekä vapaaehtoista tarjousta, jossa tarjouksen tekijä tekee omasta aloitteestaan ja oma-ehtoisesti tarjouksen julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta kohdeyhtiöstä että pakollista ostotarjousta, joka on tehtävä, kun osakkeenomistajan ääniosuus kasvaa yli 30 tai 50 prosentin kohdeyhtiössä. Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 334.

⁵⁰ HE 6/2006 s. 5.

⁵¹ Pääomien hankkiminen edellyttää sijoittajien vakaata luottamusta markkinoiden toimintaan, jolloin sijoittajien on voitava luottaa siihen, että arvopaperisäästämisen riskit liittyvät arvopaperit liikkeeseen laskeneiden yritysten taloudelliseen kannattavuuteen eivätkä markkinarakenteiden vääristymiin tai uhkaan markkinaosapuolten epäeettisestä toiminnasta. HE 6/2006 s. 5.

taminen muun muassa niin, ettei johto saa evätä arvopapereiden haltijoilta mahdollisuutta tehdä itsenäisesti ostotarjousta koskevaa päätöstä, d) kohdeyhtiön ja tarjoajayhtiön hinnanmuodostuksen turvaaminen, e) tarjoajayhtiön maksukykyisyyden varmistaminen sekä f) mahdollisimman pienen haitan aiheutuminen kohdeyhtiön liiketoiminnalle.⁵²

Sekä ostotarjousdirektiivin että kansallisen lainsäädännön tavoitteena voidaan havaita pyrkimys suojata osakkeenomistajia johdon epälojalilta ja opportunistiselta käyttäytymiseltä, jotta sijoittajien luottamus ja siten myös arvopaperimarkkinoiden toimivuus olisivat turvattuja. Markkinoiden tehokkuuden kannalta ostotarjoussääntelyä on perusteltu myös niin sanottujen määräysvaltamarkkinoiden toimivuudella⁵³, minkä lisäksi ostotarjoussääntelyn keskeiseksi tavoitteeksi on nähty vähemmistöosakkeenomistajan suojantarve tilanteessa, jossa yhdellä taholla on määräysvalta tai se tavoittelee sitä.⁵⁴ Seuraavaksi tarkastellaankin ostotarjoussääntelyn tavoitteita hieman lähemmin johdon epälojalin toiminnan estämisen, määräysvaltamarkkinoiden toimivuuden sekä vähemmistönsuojan kannalta.

2.2 Johdon puolueettomuuden varmistaminen

Kuten edellä on jo esitetty, ostotarjoussääntelyn tavoitteena sekä kotimaisessa oikeudessa että ostotarjousdirektiivissä voidaan havaita pyrkimys estää johdon epälojalii toiminta ostotarjoustilanteissa.⁵⁵ Tätä tavoitetta voidaan pitää perusteltuna jo markkinoiden tehokkaan ja luotettavan toiminnan näkökulmasta, koska sijoittajien on voitava luottaa siihen, ettei heidän sijoituksensa arvo perusteettomasti vaarannu johdon opportunistisen käytöksen vuoksi. Sijoittajathan rahoittavat yrityksen toimintaa ja näin ollen kantavat myös taloudellisen riskin yhtiön liiketoiminnan menestymisestä.⁵⁶ Johdon epälojalii käytös osakkeenomistajia kohtaan johtuu pääsääntöisesti johdon ja osakkeenomistajien välisistä intressiristiriidoista, jotka puolestaan johtuvat johdon ja omistuksen eriytymisestä osakeyhtiössä. Näitä intressiristiriitoja tarkastellaan lähemmin jaksossa 3.1. Johdon mahdollisen epälojalin ja osakkeenomistajien edun vastaisen toiminnan vuoksi ostotarjoussääntelyn tulisi-kin tarjota tehokkaat suojaimekanismit hillitsemään johdon haitallista käytöstä.⁵⁷

⁵² Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1-kohta. Ks. myös Norros 2009 s. 477 ja TOC s. 7.

⁵³ Ks. esim. Timonen 1997 s. 200-203 ja Hansen 2003 s. 176, joka puhuu pohjoismaisista markkinoista yleisesti. Suomalaisen lainvalmisteluaineiston osalta ks. Työryhmämuistio 5/2005 s. 71, jossa nykyisen AML:n julkisia ostotarjouksia koskevia säännöksiä perustellaan nimenomaan määräysvaltamarkkinoiden toiminnan edistämiseksi.

⁵⁴ Palm 2005 s. 266. Samansuuntaisesti Rudanko 1998 s. 372.

⁵⁵ HE 6/2006 s. 5 ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1.c) -kohta.

⁵⁶ Ks. esim. Sillanpää 1994 s. 91-92 ja Easterbrook – Fischel 1983 s. 398.

⁵⁷ Esimerkiksi ostotarjousdirektiivi kuitenkin velvoittaa jäsenvaltioita vahvistamaan tehokkaat, oikeasuhtaiset ja varoittavat seuraamukset direktiivin nojalla annettujen kansallisten säännösten rikkomisen johdosta. Ostotarjousdirektiivin 17 artikla.

Ostotarjousdirektiivissä pyrkimys johdon neutraalin suhtautumisen varmistamiseen ostotarjoustilanteessa tulee esiin varsin vahvasti. Direktiivissä ei ole tyydytty pelkästään johdon epälojaalin suhtautumisen kieltämiseen, vaan lähtökohtana on pidetty sitä, ettei johdon tule itsenäisesti päättää ostotarjouksen torjumiseen tähtäävistä toimista lainkaan, vaan näille toimille on saatava yhtiökokouksen hyväksyntä.⁵⁸ Direktiivi ja sen valmisteluasiakirjat korostavatkin osakkeenomistajien asemaa ostotarjousta koskevassa päätöksenteossa, mitä on perusteltu osakkeenomistajien kantamalla taloudellisella riskillä sekä Euroopan rahoitusmarkkinoiden toimivuudella.⁵⁹ Ostotarjousdirektiivin pyrkimys johdon neutraalin suhtautumisen varmistamiseen ostotarjoustilanteessa poikkeaa esimerkiksi yhdysvaltalaisesta doktriinista, joka mahdollistaa puolustuskeinojen käytön johdon toimesta varsin suuressa määrin.⁶⁰ Yhdysvalloissa, toisin kuin Euroopassa, on vanhastaan korostettu johdon aktiivista roolia yritysvaltauksissa.⁶¹ Tämä johtuu siitä, että mikäli johdolle ei annettaisi mahdollisuutta puolustautua valtauksilta, johtaisi tämä siihen, ettei yritysjohto pystyisi valtausyritysten pelossa enää ryhtymään pitkän tähtäimen toimenpiteisiin yritystoiminnan kehittämiseksi.⁶² Tämä puolestaan johtaisi ainoastaan osakkeenomistajien lyhyen tähtäimen edun maksimointiin.

Ostotarjousdirektiivin onkin tässä suhteessa nähty suojaavan tarjouksentekijää kansainvälisesti vertaillen varsin vahvasti, kun johdolla ei lähtökohtaisesti ole itsenäistä oikeutta ryhtyä tarjouksen torjumiseen tähtääviin toimenpiteisiin.⁶³ Ostotarjousdirektiivin pyrkimystä rajoittaa melko voimakkaasti yhtiön johdon asemaa ostotarjoustilanteessa voidaankin arvostella esimerkiksi siitä syystä, että osakkeenomistajat eivät välttämättä ole parhain taho päättämään monimutkaisesta ja erityisosaamista vaativasta ostotarjousjärjestelystä ja heidän päämääränään saattaa olla vain lyhyen tähtäimen voiton maksimointi. Kielteinen suhtautuminen ostotarjousdirektiivin 9 artiklan mukaiseen johdon päätösvallan rajoitukseen on näkynyt myös käytännössä, sillä useat jäsenvaltiot tekivät artiklan soveltamista koskevan varauman.⁶⁴ Ostotarjoussääntelyn onkin vastoin direktiivin pyrkimyksiä

⁵⁸ Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan 2-kohta. Huomattavaa kuitenkin on, että ostotarjousdirektiivin 12 artiklan mukaan jäsenvaltiot voivat olla soveltamatta direktiivin 9 artiklan 2-kohtaa. Suomi ei kuitenkaan tällaista varaumaa ole tehnyt.

⁵⁹ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 20-21.

⁶⁰ Ferrarini – Miller 2009 s. 313.

⁶¹ Ks. esim. Lipton 1979 s. 104.

⁶² Lipton 1979 s. 109, 115 ja 119 ja Stout 2005 s. 1435. Liptonin mukaan valtausriskin olemassaolo pakottaisi johdon toimimaan ainoastaan lyhytnäköisten sijoittajien hyväksi.

⁶³ Ferrarini – Miller 2009 s. 315-316. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ostotarjouksia sääntelevä Williams Act ei suojaa tarjouksen tekijää yhtä voimakkaasti. Ferrarini ja Miller ovat esittäneet tämän johtuvan Euroopan ja Yhdysvaltojen erilaisesta poliittisesta dynamiikasta, koska ns. ”pienet osavaltiot” voivat Yhdysvalloissa estää lainsäädännön muutokset senaatissa johtuen osavaltioiden väestömäärään sitomattomasta edustuksesta. Näin ollen jo varsin pieni vähemmistö kykenee estämään lainsäädännön muutokset Yhdysvalloissa. Huomattavaa on, että myös ostotarjousdirektiiviä valmisteltaessa tarjouksentekijää oli tarkoitus suojata vielä vahvemmin kuin minkälaiseen ratkaisuun päädyttiin nykyisessä ostotarjousdirektiivissä. Jäsenvaltioiden ryhmittymä kuitenkin onnistui torjumaan ehdotukset, jonka seurauksena kiistaa herättäneiden 9 ja 11 artikloiden soveltaminen tehtiin jäsenvaltiolle vapaaehtoisiksi.

⁶⁴ Näihin maihin lukeutuivat Belgia, Tanska, Saksa, Italia, Luxemburg, Alankomaat ja Puola. Report 21.2.2007, SEC (2007) 268, s. 12.

odotettu muodostuvan jäsenvaltioissa kohdeyhtiötä ja sen johdon päätösvaltaa suojaavaksi tarjouksentekijän suojaamisen sijaan.⁶⁵

2.3 Määräysvaltamarkkinoiden toiminnan turvaaminen

Määräysvaltamarkkinoita (*market for corporate control*) on perinteisesti tarkasteltu ostotarjoussääntelyn ja tarjousvelvollisuuden yhteydessä. Määräysvaltamarkkinat tarkoittavat arvopaperimarkkinoiden valvontatehtävää toteuttavaa mekanismia, jonka johdosta tehottomat yhtiöt joutuvat yritysoston kohteeksi.⁶⁶ Määräysvaltamarkkinoiden kohteena on osakeomistukseen perustuva määräysvalta kohdeyhtiössä ja kauppaa käydään osakkeiden valta- eli hallintaoikeuksilla.⁶⁷ Määräysvaltamarkkinoiden valvontavaikutus perustuu rahoitusteorian lähtökohtaan, jonka mukaan yrityksen johtamisen tehokkuus tai sen puute heijastuu yrityksen markkina-arvoon, ja sitä kautta myös sen arvopaperin kurssiin.⁶⁸ Jos yritystä johdetaan huonosti, osakkeen kurssi laskee, mikä luo muille yrityksille mahdollisuuden hankkia määräysvalta heikosti johdetussa yrityksessä julkisen ostotarjouksen avulla. Mikäli osakkeenomistajat hyväksyvät ostotarjouksen, vaihtuu määräysvalta yhtiössä ja samalla tehottomaksi arvioitu johto joutuu joko väistymään tai toteuttamaan ostajan päätöksentekoon perustuvaa strategiaa.⁶⁹ Jos määräysvallan hankkinut yritys onnistuu johtamaan yritystä paremmin, osakkeen kurssi nousee ja määräysvallan hankkinut vaurastuu. Kokonaisuutena määräysvaltamarkkinamekanismin on nähty edistävän sekä osakkeenomistajien intressejä toteuttamalla johdon valvontatehtävää että arvopaperimarkkinoiden toimivuutta ja kansantaloutta ohjaamalla yritysten resursseja tehokkaampaan käyttöön.⁷⁰

Toisaalta yritysostoilla on ainakin teoriassa nähty olevan myös negatiivisia vaikutuksia. Yritysostojen yhteydessä saattaa olla olemassa riski siitä, että kohdeyhtiön osakkeenomistajien, työntekijöiden ja velkojien edut vaarantuvat. Liian tehokkailla määräysvaltamarkkinoilla vaarana on se, että esimerkiksi pitkän tähtäimen tutkimustoimintaan panostavat yritykset joutuvat valtausuhan alaisiksi. Tällöin lyhyen tähtäimen voiton maksimointi menee pitkäjänteisen ajattelun edelle, millä voi olla yleisen edun kannalta haitallisia vaikutuksia. Mikäli ostajayhtiö maksaa määräysvallasta ylihintaa,

⁶⁵ Ferrarini – Miller 2009 s. 331-332 ja 334. Ferrarini ja Miller esittävät tämän johtuvan tarjouksen tekijöiden ja kohdeyhtiöiden erilaisista poliittisista voimasuhteista. Mitä voimakkaampi tarjouksen tekijöiden poliittinen asema on, sitä rajoittavampaa ostotarjoussääntely suhteessa johtoon jäsenvaltioissa on. Sääntelyyn vaikuttaa lisäksi ostotarjoussääntelyn maantieteellinen ulottuvuus, sillä laajemmalla alueella ostotarjoussääntely todennäköisesti suojaa vahvemmin tarjouksentekijöitä ja pienemmällä maantieteellisellä alueella kohdeyhtiötä.

⁶⁶ Timonen 1997 s. 199 ja s. 191-192. Vrt. Sillanpää 1994 s. 31, jossa määräysvaltamarkkinoita ei pidetä mekanismina vaan erillisinä markkinoina pääomamarkkinoiden ja johtajamarkkinoiden ohella.

⁶⁷ Timonen 1997 s. 200.

⁶⁸ Timonen 1997 s. 199-200 ja Sillanpää 1994 s. 95.

⁶⁹ Timonen 1997 s. 200 ja Andersen – Clausen 2007 s. 193.

⁷⁰ Timonen 1997 s. 200. Ks. määräysvaltamarkkinoista ja julkisista ostotarjouksista myös esim. Tuchinsky 2006-2007 s. 693-695 ja Carney 1988 s. 386-391.

voi sen taloudellinen asema heikentyä vaarantaen sen työntekijöiden ja velkojien aseman. Yritysos-
tot voivat myös johtaa monopolien ja niihin liittyvien haitallisten vaikutusten syntymiseen.⁷¹

Empiirisissä tutkimuksissa on kuitenkin havaittu yritystojen kokonaisvaikutusten olevan usea-
massa tapauksessa positiivisia kuin negatiivisia.⁷² Euroopan komissio onkin todennut, että sen ta-
voitteena on lisätä ostotarjouksia, jotta eurooppalaisen yritysjohton tasoa voidaan nostaa ja euroop-
palaista kilpailukykyä siten lisätä.⁷³ Myös esimerkiksi AML:n säätämisen aikaisessa kotimaisessa
lainsäädäntöaineistossa todetaan, että yritysvaltausten katsotaan kuuluvan markkinoiden tehokkaa-
seen toimintaan eikä lainsäätäjän pyrkimys ole ehkäistä niitä.⁷⁴ Siten esimerkiksi yritysjohton osto-
tarjouksen aiheettoman vastustamisen omien eikä osakkeenomistajien intressien ajamiseksi voidaan
katsoa vaikuttavan negatiivisesti markkinoiden tehokkuuteen, kun yritysostoja saattaa jäädä toteu-
tumatta eikä johdon valvontatehtävä toteudu tarkoitetulla tavalla.

2.4 Vähemmistöosakkaiden suojaaminen

Tarjousvelvollisuuden sääntelyn tavoitteena on perinteisesti pidetty vähemmistöosakkeenomistajien
aseman turvaamista tilanteissa, joissa määräysvalta kohdeyhtiössä siirtyy. Koska vähemmistöosak-
keenomistajien suojaa turvaavat säännökset velvoittavat lähinnä tarjouksentekijää pakollisen julki-
sen ostotarjouksen tilanteissa, aihetta sivutaan tässä tutkielmassa vain hyvin lyhyesti ja pintapuoli-
sesti tutkimuksen pääpainon ollessa kohdeyhtiön johtoon kohdistuvilla velvoitteilla. Vähemmistö-
osakkaiden suojaaminen on kuitenkin ostotarjoussääntelyn keskeisiä tavoitteita, joten aiheen sivuut-
taminen täysin ostotarjoussääntelyn tavoitteita tarkasteltaessa ei olisi perusteltua.

Vähemmistöosakkeenomistajan kannalta määräysvallan keskittyminen voi johtaa arvopaperin vaih-
dantakelpoisuuden huonontumiseen ja sellaisiin muutoksiin yhtiön toimintaperiaatteissa ja osakas-
politiikassa, että tämän omistuksen arvo vaarantuu.⁷⁵ Yleisenä näkemyksenä nimittäin on, että mää-
räävää valtaa käyttävä on taipuvainen käyttämään asemaansa hyväkseen vähemmistöosakkaiden
kustannuksella.⁷⁶ Arvopaperin omistuksen on oltava riittävän jakautunutta, jotta mikään yksittäinen

⁷¹ Timonen 1997 s. 204 ja Palm 2005 s. 283

⁷² Hansen 2003 s. 175-176

⁷³ Statement 13/2002. Ks. myös Grant 2005a s. 5.

⁷⁴ KM 1989:36 s. 263-264.

⁷⁵ HE 157/1988 s. 53, HE 6/2006 s. 43, Astola 1990 s. 168, Sillanpää 1994 s. 10 ja s. 82, Karjalainen - Laurila -
Parkkonen 2008 s. 354 ja Sundström LM 2009 s. 419.

⁷⁶ Karjalainen - Laurila - Parkkonen 2008 s. 354 ja Kaisanlahti 1999 s. 71. Hansenin mukaan väärinkäytön mah-
dollisuudet liittyvät kaikkiin tilanteisiin, jossa määräysvalta on keskittynyt. Hansen kuitenkin esittää, että tätä
riskiä ei pitäisi pyrkiä torjumaan ostotarjoussääntelyn kautta vaan tehokkaan yhtiölainsäädännön avulla. Ks. Han-
sen 2003 s. 184.

taho ei pystyisi ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä.⁷⁷ Tämän vuoksi vähemmistöosakkeenomistajalle on annettu mahdollisuus saada osakkeensa lunastetuksi tilanteessa, jossa jollakin taholla on määräysvalta yhtiössä.⁷⁸ Tarjousvelvollisuuden sääntelyllä on haluttu turvata osakkeenomistajien *tasapuolinen kohtelu* antamalla heille oikeus *määräysvaltapreemioon*.⁷⁹ Edellä mainittujen tilanteiden lisäksi tarjousvelvollisuudella on myös pyritty takaamaan *osakkeenomistajan valinnanvapaus* silloin, kun kohdeyhtiön osakkeista on tehty määräysvallan hankkimiseen tähtäävä ostotarjous. Kun määräysvallan käyttäjä vaihtuu, osakkeenomistajilla on mahdollisuus päättää, haluavatko he luopua osakkeistaan.

Osakkeenomistajien vähemmistönsuojaan liittyy läheisesti osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun vaatimus, joka on ostotarjoussääntelyn keskeisiä periaatteita niin Suomessa kuin Euroopassakin. AML 6:2:n mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia eriarvoiseen asemaan.⁸⁰ Tasapuolisen kohtelun vaatimus koskee sekä vapaaehtoisia että pakollisia julkisia ostotarjouksia ja se käsittää kaksi keskeistä osatekijää. Ensimmäinen tasapuolisen kohtelun osatekijöistä edellyttää, että tarjouksen on katettava kaikki kyseisen arvopaperilajin haltijat.⁸¹ Tarjouksen ehtojen osalta tasapuolisen kohtelun vaatimus taas koskee ensisijaisesti asianomaisen arvopaperilajin omistajien keskinäistä suhdetta. Siten samaan lajiin kuuluvasta arvopaperista ei saa tehdä tietylle omistajalle tarjousta ehdoin, jotka eroavat siitä, mitä tarjotaan muille kyseisen arvopaperilajin omistajille.⁸² Tarjouksen tasapuolisuuden vaatimukseen voidaan katsoa kuuluvan myös AML 6:13, jossa säännellään arvopaperien hankkimista ostotarjousta paremmin ehdoin tarjousaikana tai sen jälkeen.⁸³

⁷⁷ HE 157/1988 s. 5. Arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta edellyttää, että markkinoilla kaupan olevat arvopaperit ovat todellisen vaihdannan kohteena, minkä lisäksi arvopaperin vaihdannan on oltava niin suurta, ettei vähäinen kysynnän tai tarjonnan lisääntyminen suhteettomasti vaikuta arvopaperin kurssiin. HE 157/1988 s. 5 ja Astola 1990 s. 168.

⁷⁸ HE 157/1988 s. 53, HE 6/2006 s. 43, Astola 1990 s. 168, Sillanpää 1994 s. 10 ja s. 82, Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 354 ja Sundström LM 2009 s. 419.

⁷⁹ Hansen 2003 s. 181 ja Skog 1995 s. 12.

⁸⁰ Myös ostotarjousdirektiivin 3. artiklan a) -kohta edellyttää, että ”kaikkia kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti; lisäksi muita arvopapereiden haltijoita on suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä”.

⁸¹ Toisin sanoen julkista ostotarjousta ei siis voi tehdä vain osalle tarjouksen kohteena olevan arvopaperilajin haltijoista. Tasapuolisen kohtelun vaatimus ei kuitenkaan estä tarjouksen tekijää tekemästä rajoitettua tai ehdollista tarjousta. Tarjous voi siten koskea esimerkiksi vain tiettyä osaa arvopaperin haltijoiden arvopapereista, jos rajoitus on sama kaikille ja jos kaikilta tarjouksen hyväksyneiltä arvopaperien haltijoilta hankitaan suhteellisesti sama määrä arvopapereita. Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 337 ja Ratan standardi 5.2c s.14.

⁸² Tasapuolisuuden vaatimus tarjouksen ehtojen osalta ei kuitenkaan tarkoita sitä, että useampaa arvopaperilajia koskevan tarjouksen ehtojen tulisi olla yhdenmukaisia arvopaperilajien kesken vaan eri osakelajeista tehdyn ostotarjouksen ehdot voidaan määrittää osakelajikohtaisesti. HE 6/2006 s. 33, Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s.337-338. Tasavertaisuudesta julkisissa ostotarjouksista ks. myös Astola 1990 s. 160 ja yhdenvertaisuudesta ks. Sillanpää 1994 s. 119 ja s. 198, Kaisanlahti 1998 s. 84 ja Villa LM 2008 s. 571.

⁸³ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 340.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden turvaamiseen ostotarjoustilanteessa liittyy myös osakkeenomistajan oikeus määräysvaltapreemioon.⁸⁴ Pakollisessa ostotarjouksessa tasapuolisen kohtelun vaatimuksen on katsottu edellyttävän korkeimman hinnan mallin soveltamista tarjousvastikkeen suuruutta laskettaessa. Korkeimmalla hinnalla tarkoitetaan tässä sitä korkeinta hintaa, jonka pakollisen ostotarjouksentekijä tai yhdessä hänen kanssaan toimivat henkilöt ovat maksaneet kohdeyhtiön arvopapereista tiettyinä tarjousvelvollisuutta edeltävänä ajanjaksona.⁸⁵ Korkeimman hinnan mallin soveltaminen mahdollistaa sen, että vähemmistöosakkeenomistajat pääsevät osallisiksi enemmistöosakkaan maksamasta määräysvaltapreemiosta. Tätä on pidetty vähemmistöosakkeenomistajien kannalta kohtuullisena, sillä etenkin tapauksissa joissa määräysvallan tuottava osuus yhtiön osakkeenomistajien hankittua julkisten markkinoiden ulkopuolelta, saatetaan osakkeista maksaa huomattavasti markkinahintaa korkeampi vastike.⁸⁶ Tällöin määräysvaltapreemion on katsottu sisältyvän osakkeen todelliseen markkinahintaan, mikä siis poikkeaa sen julkisesta markkinahinnasta.⁸⁷ Määräysvaltapreemion maksaminen myös vähemmistöosakkaalle on katsottu keskeiseksi vähemmistöosakkaan suojamekanismiksi ostotarjoustilanteessa.

Yksi keskeisimmistä tarjousvelvollisuutta tukevista näkökannoista on vähemmistöosakkeenomistajan mahdollisuus irtaantua osakeomistuksestaan, kun määräysvalta yhtiössä vaihtuu. On pidetty kohtuullisena, että osakkeenomistaja voi myydä osakkeensa oikeudenmukaiseen hintaan, mikäli yhtiössä tapahtuu muutoksia esimerkiksi yhtiön toimintaperiaatteissa tai osakaspolitiikassa.⁸⁸ Muu-

⁸⁴ Määräysvaltapreemiolla tarkoitetaan sitä osake-erästä maksettavaa ylihintaa, joka sisältyy määrävän osake-erän kaupan. Osake-erän todellinen markkina-arvo ilman tai ennen ostotarjoustilannetta on nimittäin riippuvainen siitä, minkälaiseen määräysvaltaan osakkeet oikeuttavat, joten jo merkittävän blokin saati määrävähemmistöön tai enemmistöön oikeuttavan osake-erän hintaan sisältyy määräysvaltapreemio. Pienosakkaan sijoitukseen tällaista preemiota ei ennen ostotarjousta sisälly. Ks. Timonen 1997 s. 308.

⁸⁵ Ks. esim. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 49, jossa lausutaan että "...the principle of equivalent treatment of all holders of securities of the same class requires that the price to be offered in the mandatory bid should, ..., be equal to the highest price paid by the offeror for shares in that class, whether on or off the market, during a certain period preceding the date of the acquisition of securities by the offeror, which resulted in the change of control in the company". Ostotarjousdirektiivin 4. artiklassa tarjousvastikkeen määrätymisen aikaväliksi on asetettu 6-12 kuukautta määräysvallan siirtymisestä. Suomessa on päädytty kuuden kuukauden määräaikaan (AML 6:11).

⁸⁶ Oikeuskirjallisuudessa korkeimman hinnan mallia on kuitenkin arvosteltu. Esimerkiksi *Timonen* on pitänyt hinnan määrittelyyn liittyvää yhdenvertaisuusvaatimusta liian kaavamaisena, sillä yhdenvertaisuusvaatimuksen mukaisesti lunastustilanteessa jokaista osaketta pidetään samanarvoisena riippumatta siitä, minkä kokoisista osake-eristä ja minkälaisista kaupantekotilanteista on kysymys. Vähemmistöosakkaan osakkeeseen ei lähtökohtaisesti sisälly määräysvaltapreemiota eikä tätä ole myöskään perusteltua lahjoittaa hänelle. Timonen 1997 s. 308. Ks. myös Hansen 2003 s. 181. Esterbrookin ja Fischelin mukaan enemmistöosakkeenomistajien tulisi hyötyä määräysvaltaan oikeuttavien osakkeiden omistuksesta, koska näiden osakkeiden arvo on alun perinkin suurempi verrattuna vähemmistöosakkeenomistajien omistusten arvoon. Yritys tasata (enemmistö)osake-erästä saatavissa olevaa voittoa saattaa johtaa siihen, ettei mitään jaettavissa olevaa voittoa olekaan. Easterbrook – Fischel 1982 s. 698.

⁸⁷ KM 1991:48 s. 393; Astola s. 173, High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 50. Ks. myös Kaisanlahti 1995 s. 156, jonka mukaan "määräysvaltaa tulisi käyttää kaikkien osakkaiden hyväksi ja sitä on pidettävä yhtiön omaisuuteen kuuluvana eränä". Ks. toisin Hansen 2003 s. 181.

⁸⁸ Ostotarjousvelvollisuutta on pidetty tarpeellisena keinona nimenomaan ostotarjouksen "pakottavuuden" eliminoimiseksi. Jollei ostotarjousvelvollisuutta olisi, vähemmistöosakas voisi joutua tilanteeseen, jossa hänelle olisi "edullisempää" osallistua ostotarjoukseen, vaikka hän katsoisi tarjotun vastikkeen olevan pienempi kuin osakkeen

tokset yhtiön määräysvaltasuhteissa saattavat nimittäin johtaa yhtiön arvon laskuun, minkä lisäksi määräysvallan keskittyminen mahdollisesti heikentää yhtiön arvopapereiden likviditeettiä ja tätä kautta osakkeiden myyntiä hintaan, joka vastaa niiden aiempaa markkinahintaa tai substanssiarvoa.⁸⁹

Oikeuskirjallisuudessa edellä esitettyihin ostotarjousvelvollisuutta tukeviin perusteluihin on kuitenkin suhtauduttu varsin kriittisesti. Osakkeenomistajille on esimerkiksi rahoitusteoriaan tukeutuen asetettu velvollisuus riskien hajauttamiseen, mikä tekisi tarjousvelvollisuudesta tarpeettoman myös niissä tilanteissa, joissa yhtiön osakekurssi todella laskee.⁹⁰ Kun otetaan kuitenkin huomioon ostotarjousvelvollisuuden perimmäiset tavoitteet eli osakkeenomistajien tasapuolinen kohtelu ja valinnanvapaus, on tarjousvelvollisuus mielestäni perusteltu.

3. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET

3.1 Eturistiriidat osakkeenomistajien ja johdon edun välillä

Johdon ja osakkeenomistajien mahdolliset ristiriidat osakeyhtiössä johtuvat omistuksen ja johdon eriytymisestä. Yrityksen johdon asema ja riskit ovat hyvin erilaiset verrattuna osakkeenomistajiin, sillä osakkeenomistajat ovat ensisijaisesti kiinnostuneita maksimoimaan voittonsa, kun taas johdolla on pelissä tärkein omaisuuseränsä eli henkinen pääoma. Jos yhtiö ei menesty, laskee johtajan markkina-arvo niin sanotuilla managerimarkkinoilla, mikä puolestaan merkitsee johtajan henkisen pääoman vähentymistä.⁹¹ Tästä syystä johtaja saattaa olla taipuvainen varovaisempaan riskinottoon, kuin mikä olisi osakkeenomistajien edun mukaista ja pyrkimään suojaamaan asemansa osakkeenomistajien edun kustannuksella.⁹² Lisäksi huomattavaa on, että johtaja ei pysty hajauttamaan pääomaansa samoin kuten osakkeenomistajat, vaan johtaja on riippuvainen sen yhtiön tuloksesta, jonka palveluksessa hän työskentelee.⁹³

Vaikka omistuksen ja vallan eriytyminen onkin lähtökohtaisesti myönteinen asia sekä johdon että osakkeenomistajien kannalta, johtaa eriytyminen väistämättä ristiriitoihin eri intressitahojen väli-

todellinen arvo. Tämä johtuu siitä, että vähemmistöosakkaalla ei välttämättä ole ostotarjouksen jälkeen mahdollisuutta saada osakkeitaan myydyiksi edes tarjotun vastikkeen mukaisesta hinnasta. Ostotarjousvelvollisuus, joka turvaa vähemmistöosakkaalle ainakin edeltävän ostotarjouksen mukaista korvausta vastaavan vastikkeen osakkeistaan, antaa osakkeenomistajalle mahdollisuuden harkita ostotarjouksen edullisuutta tarjoukseen nähden jälkikäteen. Osakkeenomistaja voi siis jättäytyä julkisen ostotarjouksen ulkopuolelle ilman menetyksen uhkaa ja ottaa huomioon sen, miten muut osakkaat ovat reagoineet tarjoukseen. Kaisanlahti 1995 s. 175-176 ja Kaisanlahti 1999 s. 77-78. Ks. myös Ferrarini – Miller 2009 s. 312.

⁸⁹ Astola 1990 s. 168, Skog 1995 s. 47-48. Ks. toisin Kaisanlahti 1995 s. 164, joka esittää, että enemmistökauppojen kohteena olleiden yhtiöiden osakkeiden kurssit eivät ole muuttuneet kauppojen seurauksena.

⁹⁰ Kaisanlahti 1995 s. 160-164 ja Kaisanlahti 1999 s. 75-76.

⁹¹ Ks. managerimarkkinoista ja eturistiriidoista esim. Turtiainen 2004 s. 160.

⁹² Villa 2001 s. 43.

⁹³ Kanninen 1996 s. 99.

lä.⁹⁴ Osakkeenomistajien ja johdon välisestä intressiristiriidasta voi seurata ammattijohdon luontainen epälojalisuus ja pyrkimys maksimoida osakeyhtiön voitto omaksi yksityiseksi hyödykseen.⁹⁵ Koska yhtiön rahoitus ja johto ovat eriytyneet, osakkeenomistaja ei voi olla varma, että johtaja edistää parhaalla tavalla omistajan etua eikä eturistiriitatilanteessa toimi ainoastaan omaa etuaan tavoitellen.⁹⁶ Osapuolten välisten intressiristiriitojen hallitsemiseksi tarvitaankin erilaisia kannustin- ja palkkiojärjestelmiä (esimerkiksi tulosperusteinen palkkaus ja optio-oikeudet yhtiön osakkeisiin) sekä valvonta- ja korjausmekanismeja (esimerkiksi erottamisuhka, rangaistusuhka ja vahingonkorvaus).⁹⁷

Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien intressien välille voi syntyä jännitteitä. Kohdeyhtiön osakkeenomistajan kannalta ostotarjouksen ilmaantuminen voidaan katsoa myönteiseksi asiaksi, sillä ostotarjouksen myötä osakkeenomistajalle syntyy tilaisuus halutessaan myydä osakkeensa kiinteään hintaan, joka on tavallisesti markkinahintaa korkeampi.⁹⁸ Kohdeyhtiön johdon kannalta ostotarjous voidaan toisaalta nähdä kielteisenä, koska ostotarjouksen menestymisen ja näin ollen myös määräysvallan siirtyminen voi johtaa kohdeyhtiön johdon vaihtamiseen kokonaan tai osittain.⁹⁹ Johto saattaa siis asemansa menettämisen pelossa pyrkiä ensisijaisesti suojaamaan omaa etuaan ostotarjoustilanteessa, koska johto edellä kuvatulla tavalla on riippuvainen sen yhtiön tuloksesta, jonka palveluksessa hän työskentelee.

Yritysvaltaustilanteessa osakkeenomistajien ja johdon välinen vastakkainasettelu saattaa korostua myös siitä syystä, että johdon omistusosuus yhtiössä on yleensä suhteellisen pieni ja tämän vuoksi omistajat kärsivät osakkeen kurssin laskemisesta huomattavasti enemmän kuin yritysjohto. Johdon tärkein panoshan osakeyhtiössä on johdon henkinen pääoma, jolloin johto kärsii huomattavasti enemmän ostotarjouksen menestymisestä ja määräysvallan vaihtumisesta verrattuna tilanteeseen, jossa yhtiö säilyy itsenäisenä, vaikka sen kurssi esimerkiksi väliaikaisesti laskisi johdon torjuntatoimien seurauksena. Tästä syystä johto saattaa pyrkiä puolustamaan omaa asemaansa silläkin uhallalla, että osakkeen kurssi näiden toimien vaikutuksesta laskee.¹⁰⁰ Johdon ja osakkeenomistajien in-

⁹⁴ Timonen 1997 s. 151 ja 163 ja Sillanpää 1994 s.93. Timonen on tiivistänyt yritysjohtoon ja osakkeenomistajien intressiristiriidan aiheuttajat seuraavasti: a) molemmat kilpailevat saman tuotoksen jakamisesta, b) osapuolten sijoittamat investoinnit tai panokset ovat luonteeltaan erilaisia, c) osakkeenomistajilla on sijoituksilleen erilaisia tavoitteita ja tuotto-odotuksia sekä osapuolilla on erilaiset mahdollisuudet hajauttaa ja realisoida sijoituksiaan sekä d) osapuolilla erilaiset riskit sekä voitto- tai tappio-odotukset yrityskauppatilanteessa.

⁹⁵ Mähönen 2001s.143.

⁹⁶ Timonen 2000 s. 50.

⁹⁷ Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 238.

⁹⁸ Davies – Hopt 2004 s. 160, Gordon J 2004 s. 543-544 ja Norros 2009 s. 505.

⁹⁹ Johdolla voi olla hyvinkin erityyppisiä motiiveja yritysvaltauksen torjumiseksi. Asemansa säilyttämisen lisäksi johto voi vastustaa valtausta suojellakseen osakkeenomistajia tai itse yritystä. Johto voi asettua tarjousta vastaan suojellakseen myös yhtiön muita sidosryhmiä, kuten työntekijöitä ja velkojia. Savela 1999 s. 19.

¹⁰⁰ Sillanpää 1994 s. 93.

tressit eivät siis välttämättä ole ostotarjoustilanteissa yhtenevät, jolloin ostotarjous luo kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien välille herkästi eturistiriidan.¹⁰¹ Kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien eturistiriita voi johtaa siihen, että johto asettaa oman etunsa osakkeenomistajien edun edelle ostotarjoustilanteessa pyrkien myötävaikuttamaan itselleen edullisimman lopputuloksen syntymiseen. Tämä voi tapahtua esimerkiksi johdon pyrkimyksenä estää tarjouksen toteutuminen.¹⁰²

Eturistiriita on tunnustettu myös ostotarjousdirektiiviä valmistelleen High Level Groupin raportissa.¹⁰³ Raportissa korostetaan eturistiriidan merkitystä osakkeenomistajien ja johdon välillä, sillä johdon oma performanssi ja kyky johtaa yritystä kyseenalaistetaan ostotarjoustilanteissa, minkä myötä johdon oma asema yrityksessä vaarantuu. Mahdollista on, että johto pyrkii suojaamaan maineensa ja säilyttämään työpaikkansa eikä näin ollen pyri maksimoimaan osakkeenomistajien omistuksen arvoa. Raportissa lisäksi huomautetaan, että yritysvaltausta torjuvat mekanismit ovat usein varsin kalliita ja niillä estetään mahdollisten synergiaetujen saavuttaminen ostotarjouksen jäädessä toteutumatta.¹⁰⁴ Myös erityisesti yhdysvaltalaiset tuomioistuimet ovat ottaneet kantaa eturistiriidan mahdollisuuteen ja sen seurauksiin.¹⁰⁵ Vihamielisissä ostotarjouksissa johdon omat intressit voivat ilmetä esimerkiksi siten, ettei johto ryhdy lainkaan neuvotteluihin tarjouksentekijän kanssa ja pyrkii näin ainoastaan säilyttämään oman asemansa.¹⁰⁶ Tällöin johdolla on mahdollisuus estää edullisen ostotarjouksen toteutuminen jo varsin varhaisessa vaiheessa pyrkiessään esimerkiksi säilyttämään asemansa tuomat palkka- ja muut etuudet.¹⁰⁷ Oikeuskirjallisuudessa onkin katsottu, että eturistiriita osakkeenomistajien ja johdon välillä ilmenee vakavimmillaan juuri ostotarjoustilanteessa.¹⁰⁸

3.2 Johdon velvollisuus toimia yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti

Kohdeyhtiön johdon asemasta tai velvollisuuksista julkisten ostotarjousten yhteydessä ei ole juuri-kaan lain tasoista sääntelyä. Arvopaperimarkkinalaki asettaa kohdeyhtiön hallitukselle tiettyjä vel-

¹⁰¹ Ks. esim. Davies – Hopt 2003 s. 160, Monks – Minov 2001 s. 196, Farrar 1989 s. 22, Timonen 1997 s. 202, Rapakko 1990 s. 132-133, Savela 1999 s. 231-232, Thorström 2002 s. 536 ja Norros 2009 s. 505.

¹⁰² Näin esim. Rapakko 1990 s. 133. Johdon suhtautumisesta julkisiin ostotarjouksiin on syytä vielä huomauttaa, että tapauksissa, joissa johdon palkitsemisjärjestelmä on tietyissä määrin sidottu yhtiön osakkeen arvoon johto saattaa olla taipuvainen asettumaan yritysvaltauksen kannalle, mikäli tarjouksesta on luvassa johdolle suoraa taloudellista hyötyä. Tästä huolimatta johto kuitenkin näkee yritysvaltauksset pääsääntöisesti negatiivisena asiana. Bebhuk – Farrell 1999 s. 8-9.

¹⁰³ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 21.

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ Ks. esim. tapaus Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985). Ks. eturistiriidasta myös Rothman 2010 s. 237 ja Yeung – Vincent 2008 s. 322-324.

¹⁰⁶ Ystävällismielisissä ostotarjoustilanteissa eturistiriidan mahdollisuus on varsin marginaalinen, sillä tarjouksentekijä usein neuvottelee kohdeyhtiön johdon kanssa tarjouksesta, jolloin osakkeenomistajat hyötyvät johdon kokemuksesta ja asiantuntemuksesta. Gilson 1981 s. 850. Ks. myös Theobald 2006 s. 62.

¹⁰⁷ Ks. esim. Thompson – Smith 2001 s. 263-299. Intressiristiriidan olemassaolo on Yhdysvalloissa nähty erityisen vaaralliseksi tilanteissa, joissa yrityskaupalle tai liiketoimintojen myymiselle tarvitaan johdon suostumus jo ennen kuin asiaa voidaan käsitellä yhtiökokouksessa

¹⁰⁸ Stone 2006 alaviite 64.

voitteita¹⁰⁹, mutta ainoastaan AML 6:6:ssä säännelty kohdeyhtiön johdon velvollisuus antaa lausunto julkisen ostotarjouksen johdosta nimenomaisesti luo velvoitteen kohdeyhtiön johdolle tarjoustilanteessa. Myöskään osakeyhtiölakiin ei sisälly nimenomaisesti ostotarjoustilanteeseen liittyviä kohdeyhtiön hallituksen asemaa ja velvollisuuksia koskevia säännöksiä.¹¹⁰ Hallituksen roolia on siten arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa asettaen lähtökohdaksi näissä tilanteissa yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu.¹¹¹

OYL 1:8:n mukaan ”yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua”.¹¹² Lainkohdan ja sen perustelujen mukaan *yhtiön etu* vaikuttaakin olevan hallituksen jäsenen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien ensisijainen kohde.¹¹³ Itsenäisestä yhtiön edun käsitteestä on kuitenkin oltu oikeuskirjallisuudessa montaa mieltä.¹¹⁴ Käsitettä ”yhtiön etu” pohdittaessa ongelmana on se, että yhtiöllä ei sinänsä ole mitään itsenäistä olemusta eikä omia intressejä, jolloin yhtiön edun voidaan katsoa päätyvän eri intressitahojen etuun.¹¹⁵ Tästä syystä johdon velvollisuutta edistää ”yhtiön etua” onkin perusteltua tarkastella nimenomaisesti osakkeenomistajien näkökulmasta.

Esimerkiksi oikeustaloustieteessä esitetyssä päämies-agenttiteoriassa korostetaan yhtiön johdon lojaalisuutta suoraan osakkeenomistajia kohtaan.¹¹⁶ Johdon velvollisuuksia on perusteltua tarkastella päämies-agenttiteorian avulla, sillä osakeyhtiölain perusteluissa johdon asema on selkeästi ym-

¹⁰⁹ Ks. esim. AML 6:4, 6:8 ja 6:9. Julkisten ostotarjousten osalta merkitykselliseksi voidaan katsoa myös AML 2:7:ssä säännelty yhtiön jatkuva tiedonantovelvollisuus. Yhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sen arvopaperin arvoon.

¹¹⁰ Huomattavaa kuitenkin on, että osakeyhtiölain perusteluissa sivutaan johdon asemaa julkisissa ostotarjouksissa. Ks. HE 109/2005 s. 41. Näihin perusteluihin palataan myöhemmin tässä kappaleessa (3.2).

¹¹¹ TOC s. 10, Savela 1999 s. 194, Thorström 2002 s. 513.

¹¹² Ks. HE 109/2005 s. 40 ja HE 27/1977 s. 2. Myös ostotarjousdirektiivissä todetaan, että kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti. Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1.c)-kohta.

¹¹³ Hallituksen esityksen mukaan OYL 1:8 on kaksiosainen ja se sisältää ensiksikin velvollisuuden toimia huolellisesti ja toiseksi velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti. HE 109/2005 s. 40. OYL 1:8:n mukaisia velvoitteita kutsutaan johdon *fidusiarisiksi velvollisuuksiksi*. Mähönen – Villa 2006 I s. 92 ja Kaisanlahti 1994 s. 93. Ks. jäljempänä jakso 3.3.

¹¹⁴ Ks. esim. Savela 2006 s. 70, Mähönen – Villa 2006 I s. 115, Savela 1999 s. 196-197, Norros 2009 s. 505 ja Thorström s. 496 ja 511 sekä Ruotsin oikeudesta Lindskog 2008 s. 67.

¹¹⁵ Savela 2006 s. 70 ja Nuolimaa 1989 s. 187. Ks. toisin Toiviainen 2002 s. 135-136, jonka mukaan osakeyhtiö on itsenäinen oikeushenkilö, jolla on osakeyhtiölaissa tai yhtiöjärjestyksessä määritelty oma tarkoitus, minkä vuoksi yhtiön tulee olla päämies eikä osakkeenomistajakollektiivin agentti. Ks. myös Toiviainen 1992 s. 167-175.

¹¹⁶ Osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa päämiehellä tarkoitetaan yleensä yrityksen osakkeenomistajaa, joka ei itse käytä liiketoimintaa koskevaa päätösvaltaa yhtiössä vaan luovuttaa sen yrityksen ammattijohtajan eli agentin käsiin. Päämies-agenttiteoriasta Suomen oikeudessa ks. esim. Timonen 1997 s. 143, Mähönen – Villa 2006 I s. 86 ja Kannianen – Määttä – Timonen s. 38-39. Yhdysvalloissa agenttuurisäännöt (the law of agency) muodostavat perustavanlaatuisen oikeudellisen pohjan monelle liiketoimintasuhteelle. American Law Instituten vuonna 2006 julkaisemassa Restatement (Third) of Agency Law agenttuurisuhde on määritelty seuraavasti: ”Agency is the fiduciary relationship that arises when one person (a ”principal”) manifests assent to another person (an ”agent”) that the agent shall act on the principal’s behalf and subject to the principal’s control, and the agent manifests assent or otherwise consents so to act.” Restatement (Third) of Agency Law. § 1.01. Ks. myös Cooter – Freedman 1991 s. 1046-1047.

märretty päämies-agenttisuhteena.¹¹⁷ Päämies-agenttiteoriassa johdon velvollisuutta edistää suoraan osakkeenomistajien etua voidaan perustella niin sanotulla epäsymmetrisellä informaatiolla. Tämä tarkoittaa sitä, että päämiehellä (osakkeenomistajilla) on huomattavasti vähemmän tietoa agentin (johdon) käyttäytymisestä kuin agentilla itsellään, mikä mahdollistaa agentin opportunistisen käyttäytymisen. Osakkeenomistajat (päämies) eivät välttämättä ole tietoisia johdon (agentin) toimista eivätkä pysty valvomaan johtoa ilman, että tästä aiheutuisi valvontakustannuksia, jotka todennäköisesti ylittäisivät valvomalla saadut hyödyt. Edellä esitetty ongelma näyttää osakkeenomistajille riskinä siitä, että johto ei onnistu maksimoimaan osakkeenomistajien taloudellisia etuja.¹¹⁸ Tästä syystä agentin asemassa olevan johdon tulee siis yleisten agentin ja päämiehen suhdetta koskevien periaatteiden mukaan toimia osakkeenomistajien edun edellyttämällä tavalla.¹¹⁹ Esimerkiksi ostotarjoustilanteessa hallituksella on selkeä tiedollinen ylivoima osakkeenomistajiin nähden, sillä johdolla on käytössään sellaista informaatiota yhtiön tilanteesta, joka ei ole osakkeenomistajien tiedossa. Johdolle muodostuisi helposti mahdollisuus ajaa tarjoustilanteessa omaa etuaan, jollei johdolla olisi velvollisuutta edistää suoraa osakkeenomistajien etua.

Modernin yrityksen teorian yhtenä lähtökohtana on ajatus yrityksestä sopimuksenaisten suhteiden kokonaisuutena eli sopimusverkkona.¹²⁰ Mallin mukaan yrityksen taloudellinen toimintakyky lähtee yksilöistä. Yrityksen sisältö muodostuu eri intressitahojen, kuten osakkeenomistajien, välisistä sopimussuhteista ja näiden intressitahojen asema perustuu sekä sääntelyyn että tahojen välisiin sopimussuhteisiin. Ajattelutavan mukaan yhtiöoikeudellinen lainsäädäntö on nähtävissä mallisopimuksena, josta ilmenevät tietyt sopimuksenaisten suhteissa merkitykselliset ehdot. Yhtiöltä saatavien etujen epätasainen jakaminen merkitsee mallin mukaan sopimustasapainon muutosta, jota ei voida sallia ilman sopijapuolten (osakkeenomistajien) hyväksyntää.¹²¹ Sopimusverkkomallilla voidaan myös perustella hallituksen velvollisuutta toimia osakkeenomistajien edut huomioivalla tavalla ostotarjoustilanteessa, sillä hallituksen pyrkimystä lisätä vain omaa hyvinvointiaan ei voida sallia ilman osakkeenomistajien suostumusta.¹²²

¹¹⁷ Perustelujen mukaan johdon asemassa ”voidaan nähdä piirteitä osakkeenomistajien asiamiehen asemasta ja asiainhuollosta” ja ”yhtiön ja johdon suhde voidaan rinnastaa paljolti päämiehen ja asiamiehen suhteeseen.” HE 109/2005 s. 41 ja 194. Näin myös mm. Mähönen – Villa 2006 I s. 92 ja Salonen 2000 s. 99.

¹¹⁸ Mähönen – Villa I 2006 s. 87. Riski realisoituu joko 1) osakkeenomistuksen aikana, jaettavien varojen ollessa vähäisemmät kuin jos johto olisi toiminut tehokkaammin, 2) osakkeet myytäessä, jolloin ostaja maksaa osakkeista vähemmän, tai 3) yhtiötä likvidoidaessa, jolloin jako-osa on pienempi.

¹¹⁹ Ks. esim. Sillanpää 1994 s. 93.

¹²⁰ Ks. aiheesta esim. Timonen 1997 s. 157-162, Eisenberg 1999 s. 812-836 ja Coffee 1986 s. 99. Sopimusteoria pohjautuu Ronald Coasen vuonna 1937 julkaisemaan artikkeliin *The Nature of the Firm*, jossa Coase hahmottelee yritystä välineenä transaktiokustannusten pienentämiseen. Ks. Timonen 1997, s. 139.

¹²¹ Timonen 1997 s. 262.

¹²² Ks. esim. Eisenberg 1999 s. 832.

Oikeuskirjallisuudessa on myös korostettu johdon velvollisuutta toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti ostotarjoustilanteissa. Esimerkiksi *Savela* on esittänyt, ettei olisi edes järkevää pyrkiä määrittelemään yhtiön etua, koska osakeyhtiö on ainoastaan keinotekoisesti luotu oikeudellinen apukäsite, joka ei itse pysty millään tavoin nauttimaan osakseen koituneesta menestyksestä ja hyvinvoinnista.¹²³ *Norros* ja *Thorström* eivät suhtaudu yhtä kriittisesti yhtiön edun käsitteeseen, mutta näkevät osakkeenomistajien edun erityisesti ostotarjoustilanteissa olevan johdon lojaalisuuden ensisijainen kohde.¹²⁴ Päinvastaista ajattelua edustaa *Toiviainen*, jonka mukaan yhtiöllä on omistajistaan erillinen laissa tai yhtiöjärjestyksessä määrätty päämääränsä. *Toiviainen* on kritisoinut oikeustaloustieteen tapaa tarkastella yhtiöoikeutta ja oudoksuu päämies-agenttiteoriaa muun muassa sen vuoksi, että teoria asettaa osakkeenomistajien kollektiivin yritysjohtoon päämieheksi.¹²⁵ *Toivaiasen* esittämää näkemystä voidaan kuitenkin mielestäni kyseenalaistaa jo uuden osakeyhtiölain perusteluiden valossa.¹²⁶

Oltiinpa yhtiön edun käsitteestä mitä mieltä tahansa, voidaan osakkeenomistajien hyödyttämisen katsoa olevan johdon keskeinen tavoite ostotarjoustilanteissa. Tätä voidaan perustella muun muassa osakeyhtiölaissa säännellyllä voiton tuottamisolellamalla, sillä yhtiön etu kuitenkin samastuu käytännössä osakeyhtiön toiminnan tarkoitukseen eli osakkeenomistajien hyödyttämiseen.¹²⁷ Osakeyhtiökonstruktio on luotu nimenomaisesti osakkeenomistajien varallisuusaseman parantamiseksi ja yritysjohto palkattu ensisijaisesti edistämään osakkeenomistajien etua.¹²⁸ Osakeyhtiölain perusteluissa lisäksi selvästi todetaan, että tietyissä tilanteissa ”yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus ja velvollisuus toimia yhtiön, viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti kohdistuu yhtiön sijasta välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon”. Hallituksen esityksessä todetaan edelleen, että esimerkiksi yhtiön osakkeiden tullessa julkisen ostotarjouksen kohteeksi yhtiön johdolla on ”velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulok-

¹²³ *Savela* 1999 s. 197. *Savela* myös toteaa, että yhtä rationaalista kuin pyrkiä määrittämään ns. yhtiön etua olisi puhua esimerkiksi vuokrasopimuksen edun käsitteestä.

¹²⁴ *Norros* 2009 s. 505 ja *Thorström* s. 496 ja 511. Näin myös *Palm* 2005 s. 318 ja Ruotsin oikeudesta *Lindskog* 2008 s. 67.

¹²⁵ Ks. *Toiviainen* 1992 s. 169 ja *Toiviainen* 2002 s. 135.

¹²⁶ Perustelujen mukaan johdon asemassa ”voidaan nähdä piirteitä osakkeenomistajien asiamiehen asemasta ja asiainhuollosta” ja ”yhtiön ja johdon suhde voidaan rinnastaa paljolti päämiehen ja asiamiehen suhteeseen.” HE 109/2005 s. 41 ja 194. *Toivaiasen* kantaa vastaan puhuvat myös ristiriidat *Toivaiasen* argumentaatiossa, sillä hän perustelee näkemystään viittaamalla *Daviesin* teokseen, jossa esitetään täysin päinvastainen päätelmä johdon velvollisuuksista, toisin sanoen johdon lojaalisuuden tulisi kohdistua suoraan osakkeenomistajiin. *Davies* 1997 s. 603. *Daviesin* mukaan ”...directors’ duties should be seen as being owed to those who have the ultimate financial interest in the company: the shareholders when the company is going concern and the creditors once the company’s capital has been lost.”

¹²⁷ OYL 1:5. Säännöksen mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Samoin myös *Mähönen – Villa* 2006 s. 115 ja *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 78.

¹²⁸ *Kaisanlahti* 1999 s. 196. Ks. myös *Mäntysaari* 2002 s. 57, jonka mukaan puhtaan yhtiöintressin voidaan katsoa vastaavan yleistä osakastahon intressiä.

seen” eli ostotarjoustilanteissa tämä tarkoittaa ”sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaansaamiseksi”.¹²⁹ Myös arvopaperimarkkinalain perusteluissa todetaan, että kohdeyhtiön johdon tulisi toimia ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajan edun mukaisesti.¹³⁰ Tiivistetysti voidaan siis sanoa, että johdon velvollisuus on ostotarjoustilanteissa edistää osakkeenomistajien etua.

3.3 Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet lyhyesti

3.3.1 Huolellisuusvelvollisuus

Kuten edellä on jo esitetty, johdon huolellisuusvelvoite on määritelty OYL 1:8:ssä, jonka mukaan ”yhtiön johdon on *huolellisesti toimien* edistettävä yhtiön etua”.¹³¹ Johdon on siis suoritettava kaikki tehtävänsä huolellisesti ja johdolta edellytetään yhtiön edun vaatimissa tilanteissa aktiivista toimintaa.¹³² Julkisissa ostotarjoustilanteissa johdon voidaan siis katsoa olevan velvollinen huolellisesti toimien edistämään yhtiön toisin sanoen osakkeenomistajien kollektiivin etua.

Lain esitöiden mukaan riittävänä huolellisuutena päätöksenteossa voidaan pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä (ja mahdollistama) asianmukainen tieto, ja tämän tiedon perusteella on tehty yhtiön edun näkökulmasta johdonmukainen päätös tai muu toimi. Lisäksi edellytyksenä on, ettei päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten mahdolliset eturistiriidat.¹³³ Johdon huolellisuutta tulee arvioida objektiivisin perustein eli johdon toimintaa verrataan siihen, miten huolellinen henkilö toimisi vastaavassa tilanteessa.¹³⁴ Huolellisuusarvioinnissa on syytä ottaa huomioon myös se, että liiketoiminnassa päätökset ovat aina jossain määrin epävarmoja, eikä aina ole taloudellisesti järkevää tai edes mahdollista hankkia kaikkea mahdollista tietoa päätöksen taustaksi. Lisäksi yritystoimintaan kuuluu riskin ottaminen, mikä vaikuttaa myös huolellisuusarviointiin.¹³⁵ Huolellisuusstandardilla on merkitystä erityisesti arvioitaessa johdon va-

¹²⁹ Kurs. kirjoittajan. HE 109/2005 s. 41. Myös Ruotsissa johdon tulee Tukholman pörssin säännön II.17 mukaan toimia ostotarjousta koskevilla kysymyksissä osakkeenomistajien edun mukaisesti. Tukholman pörssin säännön perusteluissa korostetaan johdon keskeistä roolia ostotarjousprosessissa ja sitä, että johdon tulisi koko menettelyn ajan ajaa osakkeenomistajien kollektiivin etua, eikä keskittyä vain omien intressiensä tai tietyn osakasryhmittymän etujen ajamiseen. Nasdaq OMX Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 1.10.2009, II.17 kommentar, s. 40.

¹³⁰ HE 6/2006 s. 21. Osakkeenomistajien etua on korostettu myös TOC:ssa. Ks. suositus 2 ja sen perustelut s. 10.

¹³¹ Kurs. kirjoittajan. Säännöksen perusteluissa todetaan, että johdolla tarkoitetaan tässä yhteydessä hallitusta sekä mahdollista toimitusjohtajaa ja hallintoneuvostoa ja säännös koskee johdon toimintaa nimenomaan tässä ominaisuudessa. HE 109/2005 s. 40.

¹³² Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 37 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 37. Tällaiset tilanteet voivat liittyä esimerkiksi yhtiön liiketoiminnallisten etujen suojelemiseen, kuten saatavien perintään tai hallinnollisiin prosesseihin ryhtymiseen.

¹³³ HE 109/2005 s. 41.

¹³⁴ HE 109/2005 s. 41 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 37 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 77.

¹³⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 37 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 77. Huolellisuuden vaatimus korostuu päätökseen tai toimeen liittyvän riskin kasvaessa.

hingonkorvausvastuuta osakeyhtiölain 22 luvun mukaan. Huomattavaa kuitenkin on, että huolellisuusvelvollisuus kohdistuu tässä itse yhtiöön ja tämän velvollisuuden rikkominen perustaa vastuun ainoastaan yhtiötä, ei sen osakkeenomistajia tai kolmatta tahoa kohtaan.¹³⁶

Yhtiöoikeudessa esiintyvä huolellisuusvelvollisuus vastaa pitkälti muualla Euroopassa ja myös Yhdysvalloissa noudatettua huolellisuusstandardia.¹³⁷ Samankaltaisuus voidaan havaita jo osakeyhtiölain hallituksen esityksestä, sillä nykyisen osakeyhtiölain perusteluissa, toisin kuin VOYL:ssa tai sen perusteluissa, mainitaan erikseen sekä huolellisuus- että lojaliteettivelvollisuus, jotka muistuttavat paljon angloamerikkalaisessa oikeudessa tunnettuja niin kutsuttuja *duty of care* - ja *duty of loyalty* -velvollisuuksia.¹³⁸ Oikeusvertailuun on toki suhtauduttava aina kriittisesti. Mähönen ja Villa ovat kuitenkin todenneet, että erityisesti angloamerikkalaista doktriinia on mielekästä käyttää hyväksi myös Suomen oikeuden vastaavia velvollisuuksia tulkittaessa, sillä johdon fidusiaariset velvollisuudet ovat angloamerikkalaisessa oikeudessa huomattavasti kehittyneemmät ja selkeämmin päämies-agenttisuhteelle perustuvat kuin Suomessa.¹³⁹ Yhdysvaltalaisesta oikeudesta onkin tässä suhteessa pidetty kansainvälisesti vertaillen edistyksellisenä, joten sen huomioimista voidaan pitää hyödyllisenä myös Suomen oikeutta tarkasteltaessa.¹⁴⁰

Yhdysvaltalaisen huolellisuusvelvoitteen eli *duty of care*n mukaan johdon tulee toiminnassaan noudattaa riittävää huolellisuutta. Johdon tulee noudattaa sitä huolellisuutta, mitä normaalisti huolellinen henkilö noudattaisi vastaavissa olosuhteissa.¹⁴¹ Huolellisuuden on Yhdysvalloissa katsottu tarkoittavan ennen kaikkea velvollisuutta hankkia riittävästi informaatiota päätöksen taustaksi aiotusta toimenpiteestä.¹⁴² Huolellisuusvelvollisuuden yhteydessä johdon toimia arvioidaan niin sanotun

¹³⁶ OYL 22.1.2. Se, että huolellisuusvelvollisuuden rikkominen perustaa vastuun ainoastaan yhtiötä, ei osakkeenomistajaa tai muuta henkilöä kohtaan, kuvastaa yleistä yhteisöoikeudellista pääsääntöä, jonka mukaan yhteisön johtoon kuuluvan agentin asemasta ja tehtävistä seuraavan yhtiöön kohdistuvan yleisen fidusiaarisen huolellisuusvelvollisuuden laiminlyönti ei vielä sellaisenaan perusta vahingonkorvausvastuuta yhteisön jäsenen ja kolmanteen nähdén. Mähönen – Villa III s. 300.

¹³⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 38.

¹³⁸ HE 109/2005, s. 41. VOYL:ssä esim. lojaliteettivelvollisuudesta ei ollut nimenomaista mainintaa, mutta se oli kuitenkin johdettavissa muun muassa VOYL:n 8 luvun 10 §:n esteellisyysäännöksestä sekä 8 luvun 14 §:n yleislausekkeesta. Ks. esim. Mähönen 2000 s. 138-139.

¹³⁹ Mähönen – Villa 2006 I s. 111. Yhdysvaltalaisen aineiston käyttöä voidaan perustella myös sillä, että yhdysvaltalainen taloustiedepohjainen oikeusajattelu on lähiaikoina noussut merkittävään asemaan kotimaisessa osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisessa ajattelussa. Norros 2009 s. 19. Ks. esim. Mähönen – Villa 2006 I s. 39-44. Yhdysvaltalainen aineisto on ollut merkittävässä osassa muun muassa Rapakon, Kisanlahden, Savelan, Rudangon ja Hidénin tutkimuksia. Ks. Rapakko 1990, Kisanlahti, Savela 1999, Rudanko 1998 ja Hidén 2002.

¹⁴⁰ Norros 2009 s. 17. Ks. myös Haussila 2004 s. 324 ja Savela 1999 s. 26.

¹⁴¹ HVL 1992 s. 1592. American Bar Associationin laatimassa Model Business Corporation Actissä riittävä huolellisuus on määritelty seuraavasti: "Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith; (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interest of the corporation; and (3) with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances." MBCA 8.30 (a) & (b). MBCA:n voidaan katsoa olevan lakina keskeinen, sillä sitä noudatetaan 24 osavaltiossa.

¹⁴² Monks – Minov 2001 s. 168.

business judgment rulen (BJR) eli liiketoimintapäätösperiaatteen avulla.¹⁴³ Periaate ilmaisee ajatuksen, jonka mukaan tiettyssä laajuudessa virheelliset päätökset on hyväksyttävä liike-elämään kuuluvina, vaikka niistä aiheutuisikin taloudellisia menetyksiä.¹⁴⁴ Johdon huolellisuusvaatimuksen sisältö konkretisoitui tapauksessa *Smith v. Van Gorkom*¹⁴⁵, jossa osakkeenomistajat vaativat hallituksen jäseniltä vahingonkorvausta sillä perusteella, että hallitus oli hyväksynyt yhtiötä koskevan fuusiosopimuksen puutteellisiin tietoihin perustuen. Delawaren korkein oikeus totesi, että yhtiön hallitus ei voinut saada liiketoimintapäätösperiaatteen¹⁴⁶ antamaa suojaa, sillä se oli toiminut törkeän huolimattomasti epäonnistuessaan tiedonhankkimisvelvollisuudessaan.¹⁴⁷ Yhdysvalloissa huolellisuusperiaatteen rikkominen voi siis johtaa johdon vahingonkorvausvastuuseen osakkeenomistajia kohtaan, minkä lisäksi yhdysvaltalaisen doktriinin mukaan erityisesti riittävällä ja asianmukaisella tiedonhankinnalla on korostunut merkitys toiminnan huolellisuuden arvioinnissa.¹⁴⁸ Tätä voidaan pitää keskeisenä myös määritettäessä kotimaisen huolellisuusvelvollisuuden sisältöä. Tarkasteltaessa kotimaisen huolellisuusvelvollisuuden sisältöä tulkinta-apua voidaan ajatella haettavan myös BJR:n eli liiketoimintapäätösperiaatteen sisällöstä. Näihin kysymyksiin palataan tarkemmin hallituksen tuottamuksen arvioinnin yhteydessä luvussa 5.

3.3.2 Lojaliteettivelvollisuus

Kuten huolellisuusvelvollisuuden, myös johdon lojaliteettivelvollisuuden perusta on OYL 1:8:ssä, jonka mukaan ”yhtiön johdon *tulee* huolellisesti toimien *edistää yhtiön etua*”.¹⁴⁹ Vaikka johdon velvollisuus kohdistuu lainkohdan mukaan yhtiöön, voidaan johdon lojaalisuuden jaksossa 3.2 esitetyin perustein katsoa ostotarjoustilanteissa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin. Doktriinista voidaan siis tiivistäen todeta, että velvollisuus edistää yhtiön etua tarkoittaa velvollisuutta toimia lojaalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Osakkeenomistajien edulla tarkoitetaan tällöin yhtiön

¹⁴³ Savela 1999 s. 122.

¹⁴⁴ Ks. esim. Savela 2006 s. 88-89, Mähönen – Villa 2006 I s. 112. BJR:n mukaan hallituksen jäsenet eivät ole vastuussa liiketoimintapäätöksen tekemisestä, jos 1) kyseessä ei ole oikeustoimi henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole intressiristiriitaa käsiteltävän asian suhteen, 2) hallitus käsittelee asiaa ja ratkaisee sen, 3) hallituksen jäsenet hankkivat asianmukaisen informaation ennen päätöksentekoa ja 4) hallituksen toimet eivät ole täysin perusteettomia tai epärationaalisia.

¹⁴⁵ *Smith v. van Gorkom* 488 a.2d 858 (Del. Supr. 1985).

¹⁴⁶ Nk. *business judgment rule*. Periaatteesta tarkemmin hallituksen tuottamuksen arvioinnin yhteydessä luvussa 5.

¹⁴⁷ *Smith v. van Gorkom* 488 a.2d 858(Del. Supr. 1985) s. 873 ja 881. Tapaus herätti suurta huomiota Yhdysvalloissa, sillä tapauksen jälkeen hallituspaikkaan saatettiin liittää vahingonkorvausvastuu aiempaa helpommin. Tapauksista myös kritisoitiin siitä, että hallitukset saattaisivat ryhtyä tapauksen johdosta päätöksenteossaan liian varovaisiksi välttääkseen mahdollisen korvausvastuun. Toisaalta tapaus selkeytti hallituksen huolellisuusvelvoitetta erityisesti tarpeellisen tiedonhankinnan osalta. Maher 1987 s. 1039-1066.

¹⁴⁸ Myös Iso-Britannian osakeyhtiölain mukaan johtoon kuuluvan henkilön tulee toimia huolellisesti (*duty to exercise reasonable care, skill and diligence*). Iso-Britannian osakeyhtiölain mukaan tämä tarkoittaa ”the care, skill and diligence that would be exercised by a reasonably diligent person with (a)the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the functions carried out by the director in relation to the company, and (b)the general knowledge, skill and experience that the director has.” Companies Act 2006, Section 174.

¹⁴⁹ Kurs. kirjoittajan. Jo vuoden 1978 osakeyhtiölain perusteluissa on todettu johdon velvollisuus edistää yhtiön parasta (HE 27/1977 vp s. 52). Yhdysvalloissa ja Ruotsissa tätä velvollisuutta on jo vanhastaan kutsuttu lojaliteettivelvollisuudeksi. Dotevall 1989 s. 278.

kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua, joka on siis lähtökohtaisesti yrityksen voiton, toisin sanoen osakkeenomistajien sijoituksen arvon maksimointi.¹⁵⁰

Johdon oma etu ei saa missään tilanteessa ohittaa yhtiön (sen osakkeenomistajien) etua.¹⁵¹ Lyhyesti ilmaistuna lojaliteettivelvollisuus tarkoittaa agentille (johdolle) asetettua kieltoa käyttää sen haltuun uskottua varallisuutta omaksi hyväkseen tai tavoitella omaa, henkilökohtaista etuaan päämiehen (osakkeenomistajan) kustannuksella.¹⁵² Lojaliteettivelvollisuuden mukaisesti johto ei siis saa toimia omien etujensa, yhtiön ulkopuolisen edun tai vain tiettyjen osakkeenomistajien yksityisten etujen mukaisesti. Lojaliteettivelvollisuudella voidaan siten nähdä olevan yhteys yhdenvertaisuusperiaatteen, sillä velvollisuus suojaa vähemmistöosakkeenomistajaa määräävän osakkeenomistajan yrityksiltä vaikuttaa opportunistisesti käytännössä itse valitsemaansa johtoon.¹⁵³ Näin ollen lojaliteettivaatimuksen voidaan katsoa tulevan esille esimerkiksi OYL 1:7:ssä, jonka mukaan yhtiön johto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Lojaliteettivelvollisuus kohdistuu kaikkiin osakkeenomistajiin eikä ainoastaan niihin, joiden suopeudesta johtoon kuuluvien aseman säilyminen riippuu.¹⁵⁴

Angloamerikkalaisen oikeuden lojaliteettivelvollisuuden piirteissä on monia samoja periaatteita OYL:n ja muiden Pohjoismaiden osakeyhtiölakien kanssa.¹⁵⁵ Yhdysvalloissa tunnettu *duty of loyalty* edellyttää sitä, että yhtiön johdon tulee toimia lojaalisti suoraan yhtiön osakkeenomistajia kohtaan eikä johto saa asettaa omia intressejään yhtiön ja osakkeenomistajien edelle.¹⁵⁶ Yhdysvaltalainen lojaliteettidoktriini on varsin ankara, sillä yhtiön johdon uskollisuusvelvollisuus yhtiötä ja sen osakkeenomistajia kohtaan on poikkeukseton eikä liiketoimintapäätösperiaate suojaa lojaliteettivelvollisuuden rikkomistilanteissa.¹⁵⁷ Jos johto siis rikkoo velvollisuutensa toimia lojaalisti osakkeenomistajia kohtaan, johto voi joutua osakkeenomistajia kohtaan vahingonkorvausvastuuseen. Tätä voitaneen pitää mahdollisena myös Suomen oikeudessa.¹⁵⁸

¹⁵⁰ Mähönen – Villa 2006 I s. 115 ja Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 44 ja 193.

¹⁵¹ Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 193 ja Thorström 2002 s. 495.

¹⁵² Mähönen – Villa 2006 I s. 116.

¹⁵³ Mähönen – Villa 2006 I s. 115 ja 117 ja Salonen 2000 s. 106. Sillä seikalla, että lojaliteettivelvollisuus on nimienomaisesti ilmaistu osakeyhtiölaissa, vaikka termiä ei itse laissa sellaisenaan käytetäkään, on erittäin tärkeä merkitys erityisesti vähemmistösuojan korostumisen kannalta.

¹⁵⁴ Mähönen – Villa 2006 I s. 115.

¹⁵⁵ Salonen 2000 s. 111. Salosen mukaan angloamerikkalaisen yhtiöoikeuden säännösten tulkinta- ja oikeusperiaatteet soveltuvat periaatteessa sellaisenaan myös Suomen oikeudessa arvioitaessa OYL:n lojaliteettivelvollisuutta.

¹⁵⁶ Monks – Minow 2001 s. 168 ja Savela 1999 s. 119-129. Ks. oikeuskäytännöstä myös Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. Supr.1988) s. 1284.

¹⁵⁷ Ks. fidusiaaristen velvollisuuksien pakottavuudesta mm. Frankel 1995 s. 1209-1278.

¹⁵⁸ Mähönen – Villa 2006 I s. 136. Aiheeseen palataan jaksossa 4.2.2.2. Yhdysvaltalaiseen *duty of loyalty* yhteydessä johdon lojaalisuutta ostotarjoustilanteissa arvioidaan myös niin sanotun *entire fairness* -standardin avulla. Standardin soveltaminen johtaa siihen, että yhtiön johdolla on todistustaakka siitä, että järjestely on ollut sekä

Lojaliteettivelvollisuus tunnetaan myös Iso-Britanniassa ja Ruotsissa. Iso-Britannian osakeyhtiölain mukaan johdolla on velvollisuus edistää yhtiön etua. Lain perustelujen mukaan lojaliteettivelvollisuuteen kuuluva hyvän uskon vaatimus ohjaa erityisesti tapaa, jolla yhtiön johto edistää yhtiön menestystä osakkeenomistajien eduksi.¹⁵⁹ Ruotsinkin oikeuden mukaan osakeyhtiön hallituksen jäsenellä ja toimitusjohtajalla on lojaliteettivelvollisuus yhtiötä kohtaan. Velvollisuus konkretisoituu johdon jäsenen velvollisuutena pidättäytyä käyttämästä asemaansa yhtiössä tavalla, joka on vastoin yhtiön etua. Yhtiön edulla tarkoitetaan tällöin *kaikkien osakkeenomistajien etua*.¹⁶⁰

Osakkeenomistajien etu näyttäisi olevan siis keskeisessä asemassa tulkittaessa lojaalisuusvelvoitetta Yhdysvalloissa, Iso-Britanniassa sekä Ruotsissa. Oikeusvertailevista näkökohdista voidaan näin ollen saada vahvistusta tulkinnalle, jonka mukaan yhtiön johdon lojaliteettivelvoitteen tulisi kohdistua suoraan osakkeenomistajiin.¹⁶¹

3.4 Johdon velvollisuus myötävaikuttaa ostotarjouksen tekemiseen

3.4.1 Yleistä

Julkinen ostotarjous voi olla osakkeenomistajien kannalta edullisempi vaihtoehto verrattuna tilanteeseen, jossa tarjousta ei lainkaan esitetä. Tästä syystä yrityksen johdolla katsottu olevan ainakin jonkinasteinen velvollisuus myötävaikuttaa ostotarjouksen tekemiseen tietyissä tilanteissa.¹⁶² Tämä velvollisuus ilmenee jo suoraan osakeyhtiölain hallituksen perusteluista. Hallituksen esityksessä nimittäin todetaan, että julkisissa ostotarjouksissa yhtiön johdolla on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen eli johdon tulee ryhtyä sellaisiin toimiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaansaamiseksi.¹⁶³ Samansuuntainen pyrkimys on käänteisesti havaittavissa myös ostotarjousdirektiivissä ja direktiiviä valmistelleen High Level Group -työryhmän raportissa. Ostotarjousdirektiivissä on pyritty rajoittamaan johdon oikeutta ryhtyä toimiin, joiden tarkoituksena on ostotarjouksen toteutumisen estäminen, minkä li-

kokonaisuudessaan kohtuullinen että vastike on ollut kohtuullinen osakkeenomistajien kannalta. Savela 1999 s. 120 ja Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. Supr. 1982) s. 711 ja Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. Supr.1988) s. 1280.

¹⁵⁹ Companies Act 2006 Section 172 ja Explanatory Notes 2005, 325; Guidance, 64 kohta.

¹⁶⁰ Dotevall 1989 s. 277-278. Ks. lojaliteettivelvollisuudesta Ruotsin oikeudessa myös Ydén 2008-2009 s. 341, joka toteaa, että ”Lojalitetsplikten innebär således att styrelsen skall agera i bolagets intresse. Med bolagets intresse avses aktieägarnas gemensamma intresse.”

¹⁶¹ Yhdysvaltojen oikeudesta voidaan lisäksi hakea tulkinta-apua esimerkiksi tarkasteltaessa lojaliteettivelvollisuuden ankaruutta ja velvollisuuden rikkomisesta mahdollisesti seuraavaa vahingonkorvausvastuuta.

¹⁶² Esimerkiksi Norros 2009 s. 509, Rapakko 1990 s. 133-134 sekä samansuuntaisesti Sillanpää 1994 s. 111-112.

¹⁶³ HE 109/2005 s. 41.

säksi osakkeenomistajien oikeutta tehdä itsenäisesti ostotarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä koskeva päätös on korostettu.¹⁶⁴

Kun hallitus saa tiedon¹⁶⁵ julkista ostotarjousta koskevasta yhteydenotosta, hallituksen on arvioitava, onko yhteydenotto vakavasti otettava.¹⁶⁶ Jos hallitus pitää yhteydenottoa vakavasti otettavana, hallituksen on ilman aiheetonta viivytystä selvitettävä asiaa, arvioitava ehdotettua tarjousta sekä hankittava arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot.¹⁶⁷ Hallituksen on pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen, mikä edellyttää paitsi itse tarjouksen, myös yhtiön muiden vaihtoehtojen huolellista arviointia.¹⁶⁸ Hallituksen tulee siis riittävän ja asianmukaisen informaation¹⁶⁹ perusteella arvioida itse tarjousta, mutta myös verrata sitä yhtiön muihin vaihtoehtoihin, joita voivat olla esimerkiksi jatkaminen itsenäisenä yhtiönä ennalta määrätyn strategian mukaisesti tai jonkin rakenteellisen ratkaisun toteuttaminen.¹⁷⁰ Jos hallitus päätyy arvioinnissaan siihen, että tarjous on osakkeenomistajien kannalta edullisin vaihtoehto, hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvä tarjouksen aikaansaamiseksi.¹⁷¹

¹⁶⁴ Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1. c)-kohta ja 9 artiklan 2-kohta. Ks. myös High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 20 ja 27.

¹⁶⁵ Tarjouksentekijä pääsääntöisesti lähestyy kohdeyhtiön hallitusta tai toimitusjohtajaa ennen tarjouksen julkistamista. Lähestyminen voi tapahtua joko virallisesti esimerkiksi kirjeen tai niin sanotun *indicative offerin* muodossa taikka vaihtoehtoisesti epävirallisesti esimerkiksi suullisella yhteydenotolla kohdeyhtiön toimitusjohtajaan. Jos ostotarjous on vihamielinen, tarjouksentekijä ei välttämättä lähesty kohdeyhtiön hallitusta lainkaan tai lähestyy niin myöhään, esimerkiksi tarjouksen julkistamista edeltävänä iltana, ettei etukäteinen reagointi ostotarjoukseen ole mahdollista. TOC suosituksen 2 perustelut s. 10 ja Ilmonen (haastattelu) 4.1.2011.

¹⁶⁶ TOC suosituksen 2 perustelut s. 10-11. Arviointiin vaikuttavat mm. yhteydenoton konkreettisuus ja uskottavuus, tarjousvastikkeen määrä ja muoto, tarjouksen toteutumismahdollisuudet sekä muut yksittäiseen tilanteeseen liittyvät seikat. TOC suosituksen 2 perustelut s. 11. Osakkeista maksettava hinta on painavin kriteeri arvioitaessa ostotarjousta koskevan yhteydenoton vakavasti otettavuutta. Lisäksi arviointiin voivat vaikuttaa mahdollisesti vaadittavat luvat kilpailuviranomaisilta. Linna (haastattelu) 11.3.2011.

¹⁶⁷ Kohdeyhtiön hallitus ei siis voi olla passiivinen saatuaan ostotarjousta koskevan yhteydenoton, jos yhteydenottoa voidaan pitää edes vähäisessä määrin vakavasti otettavana. Jos taas yhteydenotto on selvästikin perusteeton edellä mainittujen arviointikriteerien perusteella, hallitus voi olla passiivinen ja jättää asian käsittelyn sillensä. Käytännössä kuitenkin hallitus aina reagoi jollakin tapaa potentiaalista julkista ostotarjousta koskevaan yhteydenottoon. Linna (haastattelu) 11.3.2011.

¹⁶⁸ TOC suosituksen 2 perustelut s. 10-11.

¹⁶⁹ Ks. riittävästä informaatiosta jakso 5.3.

¹⁷⁰ TOC suosituksen 3 perustelut s. 10.

¹⁷¹ Käytännössä tämä voi tarkoittaa neuvottelujen aloittamista tarjouksentekijän kanssa. TOC suositus 3:n perustelut s. 11-12. Mikäli kohdeyhtiön hallitus päättää aloittaa neuvottelut tarjouksentekijän kanssa, yleisenä käytäntönä on, että kohdeyhtiön hallitus ja tarjouksentekijä solmivat keskenään salassapitosopimuksen (nk *non disclosure agreement*). Kohdeyhtiön hallituksen ja tarjouksentekijän välisissä neuvotteluissa voidaan käsitellä muun muassa tarjouksen hintaa, ehtoja, hallituksen ostotarjouksen johdosta annettavaa suositusta, osakkeenomistajilta hankittavia niin sanottuja peruuttamattomia sitoumuksia (*irrevocable commitments*) sekä tarjouksen peruutusehtoja. Ilmonen (haastattelu) 4.1.2011. Ks. myös *irrevocable commitments* -sitoumuksista esim. The Takeover Panel, Practice Statement No. 22 (2008) s.1-5. Hallitus voi pyrkiä neuvottelutilanteessa korottamaan kohdeyhtiöstä maksettavaa tarjousvastiketta esimerkiksi lupautumalla antamassaan lausunnossaan suosittamaan osakkeenomistajia hyväksymään ostotarjouksen tai sallimalla tietyn laajuisen due diligence -tarkastuksen suorittamisen kohdeyhtiössä, mikäli tarjousvastike ylittää hallituksen vaatimalle tasolle. Ilmonen (haastattelu) 4.1.2011 ja Linna (haastattelu) 11.3.2011. Kohdeyhtiöstä maksettavaa tarjousvastiketta voidaan pyrkiä korottamaan due diligence -tarkastuksen sallimisen kautta myös niin, että tietty, lisäarvoa tuottava kohdeyhtiön strateginen järjestely ei vielä ole yleisessä tiedossa, mutta due diligence -materiaaliin tutustumisen myötä tarjouksentekijä vakuuttuu kohdeyhtiön ”korkeamasta” arvosta. Linna (haastattelu) 11.3.2011.

Johdolla ei kuitenkaan voida katsoa olevan kaikissa tapauksissa velvollisuutta myötävaikuttaa tarjouksen tekemiseen. Kuten edellä jo esitettiin, saatuaan tiedon mahdollisesta ostotarjouksesta hallituksen tulee huolellisesti arvioida tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja sekä pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen.¹⁷² Hallitus voi arvioinnissaan päätyä siihen, että tehty tai suunnitteilla oleva tarjous ei ole osakkeenomistajille edullinen vaihtoehto, jolloin hallitus voi pyrkiä samaan aikaan kilpailevan tarjouksen tai vaihtoehtoisesti katsoa, että yhtiön osakkeenomistajien edun mukaista on jatkaa liiketoimintaa itsenäisenä aikaisemman strategian mukaisesti.¹⁷³

Tiivistetysti voidaan kuitenkin esittää, että kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus myötävaikuttaa julkisen ostotarjouksen syntymiseen ainakin tilanteessa, jossa ostotarjouksen on arvioitu olevan osakkeenomistajien edun kannalta paras mahdollinen vaihtoehto. Jos osakkeenomistajat eivät halua tarttua tarjoukseen, heillä on aina oikeus kieltäytyä hyväksymästä julkista ostotarjousta.¹⁷⁴

3.4.2 Due diligence -tarkastus

Due diligence -tarkastuksella tarkoitetaan potentiaalisen yritysostajan kohdeyhtiössä suorittamaa tarkastusta. Ostaja pyrkii tarkastuksessa saamaan realistisen kuvan oston kohteesta ja arvosta ennen sitovan tarjouksen antamista kaupan olevista osakkeista.¹⁷⁵ Due diligence -tarkastuksen suorittamisella on epäilemättä varsin suuri merkitys tarjouksentekijälle, sillä tarkastuksen avulla ostaja voi varmistua siitä, että tarjouksen tekeminen on rationaalista. Due diligence -tarkastuksen suorittamista on pidetty niin merkittävänä, että sen suorittaminen on mahdollista asettaa tarjouksen toteutumisen ehdoksi.¹⁷⁶ Yhtiötä koskevien tietojen antaminen ulkopuoliselle edellyttää kuitenkin erityistä syytä.¹⁷⁷

¹⁷² TOC suositus 9:n perustelut s. 18.

¹⁷³ TOC suositus 9:n perustelut s. 18.

¹⁷⁴ Tästä huolimatta voidaan todeta, että johdolla tulisi mahdollisesti olla tätä laajempikin velvollisuus myötävaikuttaa tarjouksen tekemiseen. Tätä voidaan perustella esimerkiksi sillä, että osakkeenomistajilla on aina oikeus kieltäytyä hyväksymästä julkistettua tarjousta, jolloin ”vaatimattomimpienkin” tarjousten ilmaantumisesta ei olisi kohdeyhtiölle tai sen osakkeenomistajille haittaa.

¹⁷⁵ Due diligence -selvitys kohdistuu pääasiallisesti niiden riskien ja vastuiden kartoitukseen, jotka eivät käy ilmi julkistetusta materiaalista, kuten yhtiön tilinpäätöksestä. Due diligence -tarkastuksesta ks. esim. Johnson – McLaughlin 2004 s. 305, Stattin 2009 s. 205-236, Palm 2005 s. 326-329 sekä Kurkela – Ståhlberg 1997 s. 914-920.

¹⁷⁶ Tarjouksen tekijälle voi olla tärkeää asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Olennaisia ehtoja ovat muun muassa tarvittavat viranomaisluvut ja niiden ehdot, tietyn omistusosuuden saavuttaminen tarjouksessa, kohdeyhtiötä koskevat merkittävät tiedot tai muutokset tai due diligence -tarkastuksen salliminen. TOC suositus 19 ja sen johdanto s. 30. Due diligence -tarkastuksen suorittaminen oli esimerkiksi Kone Finance Oy:n Partek Oyj:stä tekemän julkisen ostotarjouksen ehtona. Ostotarjous 14.6.2002. Ks. esimerkkeinä ehdollisista ostotarjouksista OKO:n ostotarjous Pohjolan osakkeista 19.10.2005, pörssitiedote 14.10.2005 sekä Alma Media Oyj:n julkinen ostotarjous Talentum Oyj:n osakkeista, pörssitiedote 17.8.2009.

¹⁷⁷ TOC suositus 12 ja sen perustelut s. 21-23. Norros kiinnittääkin huomiota siihen, onko ylipäänsä hyväksyttävää osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun ja sisäpiiritiedon käytön kiellon kannalta, että kohdeyhtiö antaa tarjouksentekijälle tilaisuuden hankkia yhtiöstä tietoa laajemmin kuin mitä yhtiö kertoo tavanomaisen pörssitiedotuksen kautta. Norros edelleen toteaa, että yleisesti vakiintunut käsitys kuitenkin on, ettei tarkastuksen sallimiselle ole mitään periaatteellista estettä. Norros 2009 s. 509 alaviite 1629.

Suomessa julkisen ostotarjouksen kohteena olevalla yhtiöllä ei ole laissa asetettua velvollisuutta luovuttaa yhtiötä koskevia tietoja tarjouksentekijälle. Due diligence -tarkastuksesta ja sen sallimisesta ei ylipäättänsäkään ole laintasoista sääntelyä, vaan kysymystä on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa.¹⁷⁸ Hallituksella on osakeyhtiölain 6 luvun 2 §:n mukaan yleistoimivalta yhtiötä koskevassa päätöksenteossa johon päätös due diligence -tarkastuksen sallimisesta myös lukeutuu.

Hallituksen toimivalta due diligence -tarkastuksen sallimisesta päätettäessä saattaa kuitenkin olla ongelmallista, sillä osakkeenomistajien ja hallituksen intressien välillä voi jaksossa 3.1 kuvatulla tavalla esiintyä ristiriitaa. Kohdeyhtiön hallituksen toiveena voi esimerkiksi olla, ettei tarkastusta suoritettaisi lainkaan, jolloin mahdollisesti pystyttäisiin estämään ostotarjouksen toteutuminen. Osakkeenomistajat saattavat taas kannattaa tarkastuksen sallimista, jotta ostotarjouksen tekemisen edellytykset eivät vaarantuisi. Toisaalta intressiristiriitaa due diligence -tarkastusta koskevissa kysymyksissä voi esiintyä myös tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön välillä. Tämä johtuu siitä, että koska due diligence -tarkastus kohdistuu usein esimerkiksi yrityksen tutkimus- ja kehitystyön tasoon, potentiaalisiin uusiin tuotteisiin, tilauskantoihin sekä eri tuoteryhmien kannattavuuteen, tilanteessa, jossa potentiaalinen ostaja on kilpailija, sensitiivisten tietojen luovuttaminen potentiaalisella ostajalle on ongelmallista, jos takeita kaupan toteutumisesta ei ole.¹⁷⁹ Tällöin kohdeyhtiö voi toivoa, ettei due diligence -tarkastusta suoritettaisi lainkaan tai että tarkastus suoritettaisiin ainoastaan suppeasti ja rajattuna. Tällä tavoin voitaisiin välttää riski siitä, että kilpailijan tietoon tulee sellaista informaatiota, joka voi vahingoittaa kohdeyhtiötä.¹⁸⁰ Edellä mainituista syistä johtuen velvollisuutta due diligence -tarkastuksen sallimisella ei kaikissa tapauksissa ole.

Osakkeenomistajien edun voidaan kuitenkin tietyissä tilanteissa katsoa edellyttävän, että riittävän perusteellinen tarkastus voidaan suorittaa kohdeyhtiössä ja näin saada aikaan paras mahdollinen tarjous.¹⁸¹ Yhtiön johdolla on katsottu näin ollen olevan velvollisuus antaa riittävästi tietoa kohdeyhtiöstä mahdolliselle tarjouksentekijälle, mikäli tästä ei aiheudu yhtiölle vahinkoa ja tarkastuksen salliminen on muutenkin perusteltua.¹⁸² Hallituksen täytynee sallia siis varsin yksityiskohtainenkin selvitys kohdeyhtiön tilasta, mikäli tämä on osakkeenomistajien edun mukaista tai tarkastuksen

¹⁷⁸ Vaikka Suomessa ei ole laintasoista sääntelyä due diligence -tarkastuksen sallimisesta, on tähän kysymykseen otettu kantaa TOC:ssa. Ks. TOC suositus 12 ja sen johdanto sekä perustelut s. 21-23.

¹⁷⁹ Palm 2005 s. 327

¹⁸⁰ Palm 2005 s. 326-327.

¹⁸¹ Tarkastuksen suorittaminenhan voi olla ostotarjouksen toteutumisen ehtona. Jos due diligence -tarkastusta ei tällaisessa tilanteessa sallita, jää koko ostotarjous toteutumatta.

¹⁸² Lindskog 2008 s. 66. Esimerkiksi Ydén on todennut Ruotsin oikeuden osalta, että hallituksen tulee tarkastuksen sallimista koskevissa kysymyksissä arvioida mm. sitä, onko tarjouksentekijä vakavasti otettava ja että tarjous on riittävän houkutteleva osakkeenomistajien kannalta. Ydén 2008-2009 s. 350.

suorittaminen on tarjouksentekijälle välttämätöntä.¹⁸³ Hallituksen lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuuksista on kuitenkin katsottu seuraavan se, että hallituksen tulee suojata ”yhtiön etua” harkittaessa sitä, millä edellytyksillä ja missä laajuudessa due diligence -tarkastus voidaan kohdeyhtiössä sallia. Kun ”yhtiön etu” erityisesti ostotarjoustilanteissa tarkoittaa nimenomaisesti osakkeenomistajien etua, tulisi potentiaalisella ostajalla olla riittävän laaja oikeus saada tietoa yhtiöstä, jotta hän voi jättää kohdeyhtiöstä parhaan mahdollisen tarjouksen.¹⁸⁴

Jos potentiaalinen tarjouksentekijä on esimerkiksi kohdeyhtiön kilpailija, hallituksella voi kuitenkin olla perusteltu syy kieltää tarkastuksen suorittaminen tarjouksentekijältä, sillä yhtiötä koskevien liikesalaisuuksien paljastaminen voi aiheuttaa yhtiölle vahinkoa.¹⁸⁵ Tästä huolimatta hallituksen ei tulisi edellä mainitussa tilanteessa automaattisesti kieltää due diligence -tarkastuksen suorittamista kohdeyhtiössä, vaan huolellisesti arvioida, aiheutuuko tarkastuksen sallimisesta haittaa yhtiölle. Jos tarjous on osakkeenomistajille edullinen, hallitus voi suojata yhtiön salassapitointressejä esimerkiksi antamalla tarjouksentekijälle tietoja yhtiöstä eri vaiheissa.¹⁸⁶ Hallitus voi kieltää tarkastuksen suorittamisen, mikäli huolellisen arvioinnin perusteella tarkastuksen sallimisesta aiheutuu haittaa kohdeyhtiölle eikä tarjous ole ylipäättäänkään osakkeenomistajien edun mukainen. Due diligence -tarkastuksen sallimisen osalta voidaankin esittää, että *osakkeenomistajien etu* on ratkaiseva tekijä tarkastusta koskevassa päätöksenteossa, sillä lähtökohtaisesti hallituksen tulee sallia due diligence -tarkastus, mikäli tämä on osakkeenomistajien edun mukaista.¹⁸⁷

Vaikka kohdeyhtiön johdon tulisi lähtökohtaisesti sallia due diligence -tarkastuksen tekeminen tilanteissa, jossa tämä on osakkeenomistajien edun mukaista tai tarjouksen tekemisen kannalta välttämätöntä, johdolla ei edellä esitetyin perustein ole kaikissa tapauksissa velvollisuutta tarkastuksen sallimiseen.¹⁸⁸ Tilanne voi muodostua ongelmalliseksi, mikäli ostotarjousta suunnitteleva on pyytänyt mahdollisuutta tarkastukseen, mutta jossa pyyntöön ei ole suostuttu tai johto on heittäytynyt

¹⁸³ Kurkela – Ståhlberg 1997 s. 917, Palm 2005 s. 327 ja TOC suositus 12 ja sen perustelut s. 22.

¹⁸⁴ Kussakin tilanteessa joudutaan erikseen harkitsemaan, miten laaja tutkimus on välttämätöntä. Palm 2005 s. 328. Mikäli tarkastuksen suorittaminen on osakkeenomistajille tehtävän julkisen ostotarjouksen edellytyksenä ja kyseessä on osakkeenomistajien kannalta kokonaisuutena arvioiden edullinen tarjous, tarkastuksen voidaan yleensä katsoa olevan osakkeenomistajien edun mukaista. TOC suositus 12 ja sen perustelut.

¹⁸⁵ TOC suositus 12 ja sen perustelut s. 22.

¹⁸⁶ Ibid.

¹⁸⁷ Tässä tapauksessa tarkastuksen sallimista ei rajoittaisi esimerkiksi osakeyhtiölain 1 luvun 7 §, sillä tietojen antamisesta ei yleensä voida katsoa aiheutuvan osakeyhtiölaissa tarkoitettua epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle muiden osakkeenomistajien kustannuksella, vaikka tarjouksen tekijä olisikin ennestään yhtiön osakkeenomistaja. TOC suositus 12 ja sen perustelut s.22. Ks. yhdenvertaisuudesta due diligence –tarkastusta koskevissa kysymyksissä Ruotsin oikeuden osalta Ydén 2008-2009 s. 348-349.

¹⁸⁸ Esimerkiksi Tukholman pörssin säännön II.20 mukaan hallituksen tulee sallia se, että kohdeyhtiö myötävaikuttaa due diligence -tarkastuksen tekemiseen vain, jos mahdollinen ostotarjous on hallituksen näkemyksen mukaan osakkeenomistajien kannalta kiinnostava. Ks. myös Ydén 2008-2009 s. 347.

passiiviseksi ja ostotarjous on tämän seurauksena jäänyt toteutumatta.¹⁸⁹ Kohdeyhtiön osakkeenomistajathan saattavat pitää tätä etunsa vastaisena ja katsoa hallituksen olevan vastuussa tarjouksen toteutumatta jäämisestä ja tämän myötä osakkeiden myyntimahdollisuuden menettämisestä.

Johdon vahingonkorvausvastuuta due diligence -tarkastuksen kieltämisen perusteella on Ruotsin oikeuden osalta pohtinut *Ydén*. *Ydén* suhtautuu vastuun mahdollisuuteen epäillen, koska yhtiöjohdolla ei kuitenkaan ole velvollisuutta tarkastusmahdollisuuden tarjoamiseen kaikissa tapauksissa.¹⁹⁰ *Ydén* kuitenkin toteaa, että tarkastuksen epäämistä koskeva päätös, joka ei ole tarpeeksi hyvin perusteltu voisi mahdollisesti johtaa johdon vahingonkorvausvastuuseen.¹⁹¹ Vastuuta voitaisiinkin mielestäni perustella sillä, että koska hallituksella on velvollisuus myötävaikuttaa mahdollisimman hyvän ostotarjouksen aikaan saamiseksi,¹⁹² on hallituksella velvollisuus myös tarkastusmahdollisuuden tarjoamiseen, jos tämä on osakkeenomistajien edun mukaista tai sen suorittaminen on välttämätöntä tarjouksentekijälle.¹⁹³ Mikäli hallitus tällaisessa tilanteessa ei tarjoa tarkastusmahdollisuutta tarjouksentekijälle, on tämä selvästikin osakkeenomistajien edun vastaista, jos hallitus ei ole tehnyt due diligence -tarkastuksen kieltämistä koskevaa päätöstään rationaalisin perustein. Hallituksenhan on OYL 1:8:ssä säädetyn huolellisuusvelvollisuutensa mukaan tehtävä päätöksensä tarkastuksen sallimisesta tai kieltämisestä huolellisen arvioinnin ja riittävän selvityksen perusteella, minkä lisäksi päätöksen tulee olla perusteltu ja rationaalinen sekä osakkeenomistajien edun mukainen.¹⁹⁴ Jos näiden edellytyksien ei voida katsoa täyttyvän hallituksen päätöksenteossa ja tämän seurauksena ostotarjous ei toteudu tarkastusmahdollisuuden puuttumisen vuoksi, menettävät osakkeenomistajat edullisen myyntimahdollisuuden, jolloin myös vahingonkorvausvastuun olemassaoloa olisi mielestäni syytä harkita.

3.4.3 Kilpailevat tarjoukset

Kilpailevalla ostotarjouksella tarkoitetaan jonkun toisen tahon tekemää ostotarjousta sellaisen yhtiön osakkeista, joista jokin muu taho on jo tehnyt tai ilmoittanut aikovansa tehdä julkisen ostotarjouksen. Kilpaileva tarjous voi poiketa alkuperäisestä ostotarjouksesta ostettavien osakkeiden määrän,

¹⁸⁹ TOC:ia voidaankin kritisoida siitä, että sen laatinut Keskuskauppakamarin yrityskauppalauslautakunta on ollut due diligence -tarkastusta koskevan suosituksen muotoilussa melko varovainen, sillä se ei ole asettanut yritysjohdolle varsinaista velvollisuutta tarkastuksen tarjoamiseen tarjouksen tekijälle, vaikka tämä tietyissä tilanteissa olisikin varsin perusteltua.

¹⁹⁰ Ks. *Ydén* 2008-2009 s. 349-351. *Ydén* puhuikin Ruotsin oikeudessa esiintyvistä paradokseista due diligence -tarkastuksen sallimista koskevissa kysymyksissä. Paradoksi johtuu siitä, että koska johdolla ei ole katsottu olevan selkeää velvollisuutta myötävaikuttaa tarkastuksen sallimiseen, johdolla on katsottu olevan hyväksyttävä syy tarkastuksen epäämiseen, vaikka tarkastuksen salliminen ja ostotarjous kokonaisuudessaan olisivatkin osakkeenomistajien edun mukaisia.

¹⁹¹ *Ydén* 2008-2009 s. 350.

¹⁹² HE 109/2005 s. 41 ja Rapakko 1990 s. 133.

¹⁹³ Palm 2005 s. 327.

¹⁹⁴ Due diligence -tarkastuksen sallimista tai kieltämistä koskevaa hallituksen päätöksentekoa tulee arvioida yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa. TOC suositus 12 ja sen johdanto s. 21. Ks. tarjouksen vakavasti otettavuuden arvioinnista TOC suositus 2:n perustelut s. 11.

hinnan tai tarjousvastikkeen laadun osalta. Ostotarjous katsotaan kilpailevaksi, jos se koskee saman kohdeyhtiön osakkeita ja julkistetaan ennen ensimmäisen tarjouksen vastaamisajan päättymistä.¹⁹⁵

Kohdeyhtiön johdolla ei ole lakiin perustuvaa velvollisuutta aktiivisesti etsiä vaihtoehtoisia ostotarjouksia.¹⁹⁶ Koska kohdeyhtiön hallituksen tulee ostotarjoustilanteessa pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen, tulee hallituksen kuitenkin selvittää kilpailevan ostotarjouksen edellytyksiä, mikäli kohdeyhtiön johto saa vakavasti otettavan yhteydenoton kilpailvalta tarjouksentekijältä.¹⁹⁷ Hallituksen tulee pyrkiä saamaan yhtiön arvopapereille mahdollisimman hyvä hinta, mutta myös varmistaa, että kilpaileva tarjous on toteuttamiskelpoinen. Jotta kohdeyhtiön hallitus saisi aikaan aidon kilpailutilanteen mahdollisten tarjouksentekijöiden välillä ja tätä kautta yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean hinnan eli osakkeenomistajien kannalta parhaan mahdollisen lopputuloksen, kohdeyhtiön hallituksen tulee lähtökohtaisesti toimia niin, että kaikilla vakavasti otettavilla kilpailevilla tarjouksentekijöillä on yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva tarjous. Jos kohdeyhtiön hallitus on esimerkiksi sallinut ensimmäiselle tarjouksentekijälle due diligence -tarkastuksen, hallituksen tulee kilpailevan tarjouksentekijän pyynnöstä lähtökohtaisesti sallia tälle olennaisilta osiltaan vastaavan laajuinen due diligence -tarkastus edellyttäen, että tämä on osakkeenomistajien edun mukaista, ja että kilpailevia tarjouksia ja niiden tekijöitä koskevat olosuhteet ovat muuten vastaavanlaiset.¹⁹⁸ Mikäli johdolla ei olisi edellä kuvattua velvollisuutta, kohdeyhtiön johto voisi, jakamalla informaatiota epätasaisesti ja asettamalla tarjouksentekijät eri asemaan keskenään, aiheuttaa sen, että joku potentiaalisista tarjouksentekijöistä luopuu tarjouskilpailusta. Tästä syystä ostotarjoussääntelyn tulisi varmistaa potentiaalisten tarjouksentekijöiden yhdenvertainen kohtelu informaation jakamista koskevissa kysymyksissä, jos tarjouksentekijöitä koskevat olosuhteet ovat vastaavanlaiset.¹⁹⁹

Tilanne muuttuu ongelmalliseksi, jos hallitus kokee esimerkiksi yhden potentiaalisen tarjouksentekijän mahdollisen ostotarjouksen vihamieliseksi. Tällöin hallitus saattaa omaa etuaan ajaen ja ilman liiketaloudellista perustetta pyrkiä suosimaan yhtä tarjouksentekijöistä toisen tarjouksentekijän kus-

¹⁹⁵ Sillanpää 1992 s. 39.

¹⁹⁶ Ks. esim. TOC suositus 3 ja sen perustelut s. 11-12.

¹⁹⁷ Hallituksen tulee selvittää asiaa, hankkia kilpailevasta ehdotuksesta riittävät ja asianmukaiset tiedot sekä verrata ehdotusta aiempaan tarjoukseen. TOC suositus 14 ja sen perustelut s.24.

¹⁹⁸ TOC suositus 14 ja sen perustelut s. 24-25. Ks. due diligence -tarkastuksesta lähemmin jakso 3.4.2. Vastaavanlainen velvollisuus on voimassa myös Ruotsissa. Nasdaq OMX Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 1.10.2009, II.20 kommentar, s. 44. Kohdeyhtiön johdolla ei Ruotsissa kuitenkaan muuten ole velvollisuutta varsinaisesti myötävaikuttaa tarjouksen tekemiseen ja periaatteessa johto voi kieltäytyä luovuttamasta yhtiötä koskevaa informaatiota tarjouksentekijälle, jos tähän on perusteltu syy. Johansson 2009 s. 737. Johansson huomauttaakin, että informaation luovutusta koskevat toimet katsotaan harvoin ostotarjoussääntelyn vastaisiksi, vaikka niillä selvästi pyrittäisiin vain torjumaan julkinen ostotarjous. Ks. myös Ruotsin oikeudesta myös Ydén 2008-2009 s. 350.

¹⁹⁹ Ks. Davies – Hopt 2004 s. 183.

tannuksella. Esimerkiksi tilanteessa, jossa tarjousvastikkeet muodostuvat tarjoaja yhtiöiden arvopapereista, vastikkeita ja tarjouksentekijöitä koskevia olosuhteita on huomattavasti hankalampi verrata keskenään verrattuna tilanteeseen, jossa tarjousvastikkeet muodostuvat kokonaisuudessaan rahasta. Tällöin hallitus voi pyrkiä torjumaan itselleen epäedullisemman tarjouksen menestymisen kieltämällä due diligence -tarkastuksen suorittamisen kohdeyhtiössä vetoamalla siihen, että tarjouksentekijöitä koskevat olosuhteet eivät ole vastaavanlaiset vastikearvopapereihin liittyvien tekijöiden vuoksi, vaikka hallitus sallikin tarkastuksen tekemisen toiselle tarjouksentekijälle.²⁰⁰

Hallitus voi pyrkiä kilpailevien tarjouksien tilanteessa torjumaan potentiaalisen ostotarjouksen myös vetoamalla siihen, ettei hallitus usko tarjouksentekijän rahoituksen luotettavuuteen tai siten, ettei hallitus kilpailuoikeudellisten ongelmien vuoksi voi sallia due diligence -tarkastuksen tekemistä kohdeyhtiössä. Edellä esitetyissä tilanteissa hallituksen vastuuta haitallisista toimistaan voikin olla vaikeaa toteuttaa, koska ehdotonta velvollisuutta due diligence -tarkastuksen sallimiseksi ei ole, sillä kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus suojata yhtiön liikesalaisuuksia.²⁰¹ Jos hallitus vilpittömässä mielessä ei esimerkiksi suostu kohdeyhtiön kilpailijan esittämään tarkastusta koskevaan pyyntöön vedoten siihen, että yhtiön liikesalaisuuksien luovuttaminen kilpailijalle ei ole yhtiön tai sen osakkeenomistajien edun mukaista, ei hallituksella voida katsoa olevan velvollisuutta tarkastuksen sallimiselle.²⁰² Luonnollisesti, jos hallitus kilpailevien tarjousten tilanteessa ainoastaan omia intressejään ajaen pyrkii epäasianmukaisin perustein suosimaan tai vastustamaan yhtä tarjouksentekijöistä, voidaan hallituksen toiminta katsoa kielletyksi jo osakeyhtiölain periaatteiden valossa. Hallituksen epäasianmukaista toimintaa saattaa kuitenkin olla varsin vaikeaa näyttää toteen.

Kuten kappaleessa 3.4.2 esitettiin due diligence -tarkastuksen sallimisesta, hallituksen toimintaa on arvioitava OYL:n yleisperiaatteiden mukaan, eli hallituksen kilpailevaa tarjouksentekijää koskevien päätösten (esim. päätös due diligence -tarkastuksen sallimisesta) on oltava rationaalisia ja osakkeenomistajien edun mukaisia, minkä lisäksi niiden on perustuttava huolelliseen arviointiin ja riittävään selvitykseen.²⁰³ Hallituksen riittämättömään selvitykseen perustuvaa päätöstä esimerkiksi due diligence -tarkastuksen kieltämisestä sellaiselta varteenotettavalta kilpailevan tarjouksentekijältä, jonka tarjoama vastike on korkeampi tai tarjottaessa erilajisia vastikkeita vähintään yhtä edullinen verrattuna muihin tarjouksiin, voidaan pitää epärationaalisena ja osakkeenomistajien edun vastaise-

²⁰⁰ Kilpailevien tarjousten tilanteessa tarkastuksen salliminen jälkimmäiselle tarjouksen tekijälle edellyttää, että ehdotetulla kilpailevalla tarjouksella on kohdeyhtiön hallituksen arvioin mukaan realistiset mahdollisuudet toteutua, jolloin tarjouksen on yleensä oltava yhtiön osakkeenomistajien kannalta edullisempi tai tarjottaessa erilajisia vastikkeita vähintään yhtä edullinen kuin jo julkistettu ensimmäinen tarjous. TOC suositus 14 ja sen perustelut s.25.

²⁰¹ Ks. TOC suositus 12 ja sen perustelut s.21-23 ja Palm 2005 s. 327.

²⁰² Ks. näin Ruotsin oikeudesta Johansson 2009 s. 737.

²⁰³ OYL 1:8 ja HE 109/2005 s. 41.

na.²⁰⁴ Tällöin hallituksen toimintaa voidaan pitää kiellettyinä OYL:n periaatteiden valossa. Kiinnostava vertailukohta tiedonjakamista koskevaan problematiikkaan kilpailevien tarjousten tilanteessa löytyy Iso-Britanniasta, jonka City Code Rule 20.2 mukaan kohdeyhtiölle on asetettu velvollisuus antaa samat tiedot kilpailevan tarjouksentekijälle, kuin mitä hallitus on antanut ensimmäisen tarjouksentekijälle, vaikka toinen tarjouksentekijä olisikin ”epätoivottu”.²⁰⁵ Edellä mainittu säännös voisi olla perusteltu myös Suomen oikeudessa, sillä säännöksellä voitaisiin välttää hallituksen toimintaan liittyvät hankalat näyttökysymykset liittyen due diligence -tarkastuksen sallimiseen kilpailevien tarjousten tilanteessa.

Mikään ei kuitenkaan estä yritysjohtoa kartoittamasta mahdollisia kilpailevia ehdokkaita. Tämä näkökanta ilmenee TOC:n lisäksi myös ostotarjousdirektiivistä, jonka mukaan johdolla on oikeus etsiä kilpailevia tarjouksia.²⁰⁶ Ulkomailla onkin vakiintuneesti katsottu, että kilpailevien tarjousten osalta kohdeyhtiön johdon tulee noudattaa niin sanottua *level playing field* -periaatetta, jonka mukaan kohdeyhtiön johto ei saa asettua minkään tarjouksen puolelle tai aktiivisesti pyrkiä suosimaan jotakuta tarjousehdokkaista.²⁰⁷ Tämän periaatteen noudattamisen voidaan katsoa olevan myös ostotarjousdirektiivin tavoitteena, sillä johdon neutraalia suhtautumista ostotarjoukseen on korostettu direktiivin säätämisen yhteydessä.²⁰⁸ Kilpailevien ostotarjousten osalta voidaan siis todeta, että kohdeyhtiön johto voi aktiivisesti etsiä muita tarjousehdokkaita, mutta velvollisuutta tähän ei kuitenkaan ole. Lisäksi yhtiön johdon tulisi vähintäänkin pyrkiä käyttäytymään korostetun tasapuolisesti eri tahoja kohtaan ostotarjoustilanteissa, koska puolueellinen käyttäytyminen voidaan tulkita yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaamiseksi ja se voi äärimmillään johtaa vahingonkorvausvastuuseen.²⁰⁹

²⁰⁴ Ks. TOC suositus 14 ja sen perustelut s. 25.

²⁰⁵ Ks. kilpaileville tarjouksentekijöille annettavasta informaatiosta ja velvollisuus jakaa informaatiota tasapuolisesti Pudge 2005 s. 216. Kilpailevan tarjouksentekijän on kuitenkin yksilöitävä haluamansa tieto, eikä se ainoastaan voi vaatia saavansa ”kaikkea sitä tietoa, joka on annettu toiselle tarjouksentekijälle”. Tasapuolisuuden vaatimus tietojen jakamisessa koskee myös suullisesti annettua tietoa. Tietojen luovuttamista potentiaalisella tarjouksentekijälle ei ole voitu välttää edes sillä, että tarjouksentekijä on kohdeyhtiön kilpailija. Pudge 2005 s. 217.

²⁰⁶ Ostotarjousdirektiivin johdanto-osa kohta 22. Ks. myös High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 27 ja TOC suositus 14 s. 24. Myös Ruotsissa johdolla on oikeus etsiä kilpailevia tarjouksia, mutta johto ei kuitenkaan saa pyrkiä edistämään yhden tarjouksentekijän julkista ostotarjousta ilman asiallista perustetta. LUA 5:2.1 ja Nasdaq OMX Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 1.10.2009, II.17 kommentar, s. 40 ja 44.

²⁰⁷ Ks. Level playing field -periaatteesta esim. Ferrarini – Miller 2009 s. 315-316 ja High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 39-44.

²⁰⁸ Ferrarini – Miller 2009 s. 8, 315-316 ja High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 39-44. Ferrarini ja Miller ovatkin todenneet ostotarjousdirektiivistä seuraavasti: ”The Takeover Directive can be understood as creating a relatively level playing field -- where market forces, rather than political or legal power of incumbent managers, will determine the outcome of a takeover contest.”

²⁰⁹ Sillanpää 1994 s. 112.

3.5 Johdon mahdollisuus vastustaa julkista ostotarjousta

3.5.1 Johdon käyttämistä puolustusmekanismeista yleisesti

Julkinen ostotarjous antaa kohdeyhtiön osakkeenomistajille usein mahdollisuuden myydä osakkeensa nopeasti ja pörssikurssia korkeampaan hintaan. Huolimatta ostotarjouksen selvistä hyödyistä sekä omistajille että tarjouksentekijälle on kuitenkin mahdollista, että yhtiön johto ei tue tarjousta vaan ryhtyy aktiivisesti vastustamaan sitä.²¹⁰ Johdon puolustautumistoimenpiteet on nähty haitalliseksi erityisesti siitä syystä, että johdon tavoitteet saattavat poiketa osakkeenomistajien intresseistä.²¹¹

Johdon puolustautumistoimenpiteet eivät kuitenkaan ole automaattisesti oman edun tavoittelua tai osakkeenomistajien edun vastaisia. Mikäli esimerkiksi tarjousvastikkeen voidaan katsoa olevan liian alhainen tai tarjouksen muuten olevan yhtiön edun vastainen, voidaan esittää, että puolustautumistoimenpiteet ovat tietyissä tapauksissa mahdollisesti oikeutettuja.²¹² Johdon aktiivista toimintaa valtaustilanteissa onkin perusteltu sillä, että johdolla on mahdollisuus torjua opportunistisesti ajoitetut²¹³ tai sellaiset tarjoukset, joissa osakkeista muutoin tarjotaan liian alhainen hinta.²¹⁴ Aktiivisesti yritysvaltausta vastustava johto ei siis välttämättä toimi osakkeenomistajien etujen vastaisesti. Usein yhtiön johto haluaa pysäyttää valtauksen, jotta se voi analysoida tarjousta, ilmaista mielipiteensä tarjouksesta osakkeenomistajille sekä ryhtyä mahdollisiin toimenpiteisiin osakkeenomistajien edun maksimoimiseksi esimerkiksi etsimällä kilpailevia, korkeampia tarjouksia. Erilaiset puolustuskeinot on katsottu perustelluiksi, jos niillä tavoitellaan esimerkiksi parempaa tarjousta, riittämättömän tarjouksen torjumista tai yhtiön pitkä tähtäimen tavoitteiden toteutumista.²¹⁵

Kohdeyhtiöllä ja erityisesti sen johdolla on käytössään laaja valikoima erilaisia mekanismeja uhkaavan yritysvaltauksen torjumiseksi. Torjuntamekanismien kehitys on pääasiassa tapahtunut Yhdysvalloissa, mutta useat mekanismit ovat käyttökelpoisia myös Suomessa. Torjuntamekanismit on mahdollista jakaa tarjouksen ajankohdan perusteella, toisin sanoen ryhdytäänkö toimiin ennen vai jälkeen ostotarjouksen.²¹⁶ Toinen torjuntamekanismien luokitteluvaihtoehto jaottelee torjuntatoimet

²¹⁰ Ks. esim. Easterbrook – Fischel 1981 s. 1161 ja Gordon M 2002 s. 820.

²¹¹ Ks. jakso 3.1.

²¹² Ks. esim. Gordon M 2002 s. 329, jonka mukaan ostotarjouksen torjuminen on tietyissä tapauksissa ollut sekä johdon että osakkeenomistajien näkökulmasta paras tapa reagoida julkiseen ostotarjoukseen.

²¹³ Tarjouksen tekijä voi tehdä ostotarjouksen hetkellä, jolloin kohdeyhtiön osakkeen kurssi on historiallisesti alhaisella tasolla. Esimerkiksi Talentum Oyj:n hallitus perusteli Alma Media Oyj:n ostotarjouksen johdosta antamassaan lausunnossa tarjouksen hylkäämistä mm. tällä perusteella. Lausunto 4.9.2009.

²¹⁴ Jarrel – Brickley – Netter 1988 s. 58.

²¹⁵ Gordon, M 2002 s. 830.

²¹⁶ Savela 1999 s. 18 ja Skog 2004 s. 296. Mekanismeista käytetään kansainvälisesti termejä *pre-bid and post-bid measures*.

sen mukaan, onko niillä osakkeenomistajien hyväksyntä vai ei.²¹⁷ Tämän tutkimuksen kannalta relevantimpia torjuntamekanismeja ovat toimet, joilla ei ole osakkeenomistajien hyväksyntää, sillä mikäli osakkeenomistajat ovat hyväksyneet ostotarjouksen vastustamiseen tähtäävät toimenpiteet, ei kysymys johdon mahdollisesta vahingonkorvausvastuusta osakkeenomistajia kohtaan aktualisoidu. Esimerkkinä torjuntatoimesta, joka ei välttämättä vaadi kohdeyhtiön osakkeenomistajien hyväksyntää voidaan mainita yhtiön keskeisten liiketoimintojen myyminen.²¹⁸ Tarkoituksena keskeisten liiketoimintojen myymisessä on vähentää tarjouksentekijän kiinnostusta kohdeyhtiötä kohtaan ja saada valtaaja perääntymään valtausyrityksessään.²¹⁹ Muita yritysvaltausten mahdollisia torjuntamekanismeja ovat muun muassa suunnatut annit, niin kutsuttu myrkkypilleri (*poison pill*)²²⁰, kauppaa suojaavat sopimukset (*lock-up agreements*)²²¹, valtakirjojen kerääminen (*proxy fight*)²²², yhtiöjohdon taloudelliset edut irtisanomistilanteessa (*golden parachutes*) sekä niin kutsuttu *pacman*-menetelmä eli tilanne, jossa kohdeyhtiö ryhtyy itse tavoittelemaan määräysvaltaa tarjoajayhtiössä ja pyrkii näin estämään valtausyrityksen.²²³ Johto voi myös esimerkiksi hidastaa ostotarjousprosessia haastamalla valtaajan oikeuteen tai kehittää kilpailuoikeudellisen ongelman valtaamalla itse jonkun

²¹⁷ Savela 1999 s. 18.

²¹⁸ KM 1989:36 s. 228, Sillanpää 1994 s. 181 ja 276, Savela 1999 s. 288. Keskeisten liiketoimintojen myyminen tunnetaan kansainvälisesti paremmin nimellä *sale of crown jewel*. Ks. esim. Coffee 1984 s. 1262.

²¹⁹ Savela 1999 s. 288. Nuolimaan mukaan kruununjalokivien myyminen hallituksen toimesta on mahdollista siinä määrin, kun yrityksen omaisuuden myynti kuuluu johdon kompetenssiin. Nuolimaa 1989 s. 6. Ks. toisin Savela 1999 s. 242, jonka mukaan yritysvaltausten torjumiseen tähtäävät toimet ovat luonteeltaan sellaisia, että hallitus ei voi ryhtyä niihin ilman yhtiökokouksen valtuutusta. Esimerkkinä ostotarjoustilanteesta, jossa kruununjalokivien myyminen oli tärkeässä asemassa voidaan mainita Schibsted ASA:n ostotarjous Alma Media Oyj:n osakkeista 3.1.2005. Alma Median hallitus reagoi tarjoukseen pyytämällä osakkeenomistajilta valtuutusta yhtiön toiminnan uudelleen järjestämiseksi, johon olennaisena osana liittyi Broadcasting-divisioonan myyminen Alma Median osakkeistajille. Ostotarjous 3.1.2005.

²²⁰ Myrkkypilleriksi kutsutaan yhtiöjärjestyksen määräystä, jonka mukaan valtaustilanteessa yhtiö voi suunnata suosimalleen taholle äänioikeudeltaan merkittäviä osakkeita, joihin liittyy myös oikeus niiden vaihtamiseen yhtiön muiksi osakkeiksi taikka lunastuttamiseen yhtiöllä. KM 1989:36 s. 227. Myrkkypillerilausekkeella voidaan toisaalta tarkoittaa myös yhtiöjärjestykseen perustuvaa velvollisuutta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeita, kun osakkeenomistajan omistusosuus kohdeyhtiössä kasvaa tietyn rajan yli. Ks. suomalaisesta myrkkypilleristä esim. Sillanpää 1994 s. 130-137, Astola 1996 s. 87, Timonen 1997 s. 297 ja Raade 2010 s. 117-120 ja ulkomaisesta oikeuskirjallisuudesta esim. Bebchuk – Coates – Subramanian 2002 s. 905.

²²¹ Kauppaa suojaavilla sopimuksella tarkoitetaan sellaisia sopimuksia, joissa kohdeyhtiö sopii kolmannen tahon kanssa tietyistä, kauppaa suojaavasta ehdosta. Sopimuksen tarkoituksena on suojata tarjouksen tekijää kilpailevilta tarjouksilta. Kohdeyhtiö voi esimerkiksi sopia, että ostaja saa option hankkia kohdeyhtiön osakkeita tai omaisuutta tai että kohdeyhtiö ei saa neuvotella muiden potentiaalisten ostajien kanssa. Ks. esim. Savela 1999 s. 265 ja TOC suositus 5 ja sen perustelut s.13 ja yhdysvaltalaisesta oikeuskäytännöstä mm. Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d (Del. Supr. 1989).

²²² Tilanteessa, jossa yhtiön hallitus haluaa ryhtyä toimenpiteeseen, johon yleisesti tarvitaan osakkeenomistajien hyväksyntä, hallitus voi ryhtyä keräämään valtakirjoja osakkeenomistajilta hankkeen toteuttamiseksi. Osakkeenomistajan allekirjoittama valtakirja valtuuttaa johdon äänestämään osakkeenomistajan puolesta yhtiökokouksessa. Osakkeenomistajat, jotka eivät yhdy johdon näkemykseen, voivat laatia ja lähettää valtakirjoja muille osakkeenomistajille pyrkien varmistamaan, että johto ei saa tarpeeksi kannatusta yhtiökokouksessa. Ks. esim. Savela 1999 s. 259-269 ja Christensen 1991 s. 308. Valtakirjastaistelu on Suomessa käyty Elisa Oyj:n ja islantilaisen pääomasijoitusyhtiön suomalaisen tytäryhtiö Novator Finland Oy:n välillä. Ks. Pörssitiedote 21.1.2008 ja Helsingin Sanomat 21.1.2008, Islantilaiset kärsivät tappion Elisa-äänestyksessä.

²²³ Ks. torjuntamekanismeista esim. Savela 1999 s. 258-314, Matheson 1991 s. 1457 ja Ferrarini – Miller 2009 s. 307-311.

valtaajan kilpailijoista.²²⁴ Lisäksi johto voi pyrkiä torjumaan julkisen ostotarjouksen kieltämällä potentiaaliselta tarjouksentekijältä mahdollisuus suorittaa due diligence –tarkastus kohdeyhtiössä joko ennen ostotarjouksen julkistamista tai sen jälkeen tai olemalla passiivinen tarjouksentekijän tarkastusta koskevaan pyyntöön vastaamisessa.²²⁵

Kansainvälisesti vertaillen johdolla on perinteisesti ollut Yhdysvalloissa merkittävä rooli puolustautuessa epätoivotuilta yritysvaltauksilta.²²⁶ Yhdysvaltalaisen ajattelutavan mukaan johto on paras taho päättämään yhtiötä koskevista toimenpiteistä, sillä osakkeenomistajien tavoitteena saat-taisi olla ainoastaan lyhyen tähtäimen voiton maksimointi.²²⁷ Mikäli johdolle ei annettaisi mahdolli-suutta puolustautua valtauksilta, johtaisi tämä siihen, ettei yritysjohto pystyisi valtausyritysten pe-lossa enää ryhtymään pitkän tähtäimen toimenpiteisiin.²²⁸ Erityisesti Delawaren korkein oikeus²²⁹ on joutunut ottamaan kantaa puolustuskeinojen sallittavuutta koskeviin ongelmiin. Tiivistetysti näi-den tuomioistuimen linjausten perusteella voidaankin esittää, että ostotarjouksen torjuntamekanis-mit ovat Yhdysvalloissa sallittuja, jos: a) johto kykenee näyttämään toimineensa hyvässä uskossa ja hankkineensa riittävästi selvitystä päätöksensä tueksi, minkä lisäksi puolustustoimien tulee olla oikeassa suhteessa uhkaan nähden (*Unocal*-testi)²³⁰, b) kilpailevien tarjousten tilanteessa, johto pyr-kii maksimoimaan osakkeista saatavan hinnan (*Revlon*-velvollisuus)²³¹ ja c) torjuntamekanismi ei ole pakottava eikä ehkäisevä (*Unitrin*)²³².

Yhdysvallat tarjoaakin mielenkiintoisin esimerkin sääntelystä, joka mahdollistaa puolustuskeinojen käytön ostotarjoustilanteessa varsin suuressa määrin. Seuraavaksi aihetta lähdetään tarkastelemaan Suomen voimassa olevan oikeuden mukaisesti.

²²⁴ Ks. esim. Kurp 1994 s. 53. Vastustus voi myös johtaa siihen, että kohdeyhtiön valtaakin joku muu taho kuin alkuperäinen tarjouksen esittäjä. Easterbrook – Fischel 1981 s. 267.

²²⁵ Ilmonen (haastattelu) 4.1.2011.

²²⁶ Ks. esim. Lipton 1979 s. 104. Päinvastaista oikeuskulttuuria edustavat taas Ruotsi ja Iso-Britannia, joissa johdolla ei ole oikeutta ryhtyä ostotarjouksen torjumiseen tähtääviin toimenpiteisiin ilman yhtiökokouksen hyväksyntää. Ks. Iso-Britannian osalta City Code General Principle 7 ja Rule 21.1 sekä Kenyon-Slade 2004 s. 693-694 ja Ruotsin osalta *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, LUA 2006:451, 5:1. Ruotsin ostotar-joussääntely perustuukin suurelta osin Iso-Britannian City Codeen. Ks. ks. Sillanpää 1994 s. 34 av. 114 ja Julkiset ostotarjoukset työryhmän raportti s. 29.

²²⁷ Ks. tapaus Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

²²⁸ Lipton 1979 s. 109, 115 ja 119 ja Stout 2005 s. 1435. Liptonin mukaan valtausriskin olemassaolo pakottaisi johdon toimimaan ainoastaan lyhytnäköisten sijoittajien hyväksi. Lipton myös esitti, että johdolla olisi oltava valta torjua ostotarjous suoraan neljällä perusteella. Perusteet olivat a) tarjouksen riittämättömyys, b) tarjouksen laitto-muus, c) valtaajan määräysvallan hankkimisen laittomuus ja d) huoli valtauksen negatiivisista vaikutuksista yhtiön työntekijöihin ja yhtiön toimintaympäristöön. Lipton 1979 s. 103.

²²⁹ Delawaren oikeuskäytännöllä on ollut erittäin keskeinen rooli ostotarjouksiin liittyvien oikeudellisten doktriini-en kehittämisessä. Valtaosa suurista yrityksistä on rekisteröity juuri Delawareen. Ks. esim. Monks – Minow 2001 s. 196.

²³⁰ Delawaren korkein oikeus muotoili vaatimukset tapauksessa *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

²³¹ *Revlon*-velvollisuus esitettiin ensimmäistä kertaa Delawaren korkeimman oikeuden tapauksessa *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 181 (Del. 1986).

²³² *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

3.5.2 Johdon mahdollisuus vastustaa julkista ostotarjousta ostotarjousdirektiivin ja TOC:n mukaan

Suomen osakeyhtiölainsäädännössä tai arvopaperimarkkinalainsäädännössä ei suoranaisesti oteta kantaa kohdeyhtiön johdon oikeuteen vastustaa julkista ostotarjousta. Periaatteessa osakeyhtiölainsäädännön voidaan mielestäni katsoa mahdollistavan erityyppisten torjuntamekanismien käytön, mikäli näitä mekanismeja käytetään perustellusti ja eri intressiryhmien, erityisesti osakkeenomistajien, edut huomioivalla tavalla.²³³

Oikeuskirjallisuudessa aiheeseen ovat viitanneet muun muassa *Palm*, *Savela* ja *Sillanpää*. Esimerkiksi *Palmin* mukaan johto voi suhteellisen vapaasti toteuttaa erilaisia torjuntatoimia sekä ennen että jälkeen valtauksen.²³⁴ *Savelan* ja hieman varovaisemmin esitettyä myös *Sillanpään* näkemyksenä taas on, että johto voi ryhtyä ostotarjouksen torjumiseen tähtääviin toimenpiteisiin, mikäli ostotarjouksen toteutuminen selvästi ja merkittäväällä tavalla vaarantaisi kohdeyhtiön osakkeenomistajien edut.²³⁵ Luonnollisestikaan johdon mahdollinen oikeus ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin ei tarkoita sitä, että johdolla olisi kaikissa tai edes joissakin tietyissä tapauksissa velvollisuus ryhtyä ostotarjouksen torjumiseen tähtääviin toimenpiteisiin.²³⁶ Tätä voidaan perustella jo sillä, että osakkeenomistajilla on joka tapauksessa mahdollisuus olla hyväksymättä tarjousta, jos he katsovat jatkamisen itsenäisenä yhtiönä olevan edullisempi vaihtoehto kuin ostotarjouksen hyväksyminen.²³⁷

Suomessakin voimaansaattatessa Euroopan parlamentin ja neuvoston ostotarjousdirektiivissä²³⁸ on otettu kantaa hallituksen oikeuteen ryhtyä ostotarjousta torjuviin toimenpiteisiin. Direktiivin 9 artiklassa säännellään kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen velvollisuuksista, jonka kohdan 2 mukaan: ”kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on -- saatava yhtiökokoukselta ennakkoon nimenomainen valtuutus ennen kuin se voi toteuttaa toimia, jotka voivat johtaa tarjouksen toteutuksen estymiseen, muiden tarjousten pyytämistä lukuun ottamatta, ja erityisesti ennen kuin se voi laskea liikke-

²³³ Esimerkiksi yhtiöoikeudellista lojaliteettivelvollisuutta eli johdon velvollisuutta edistää osakkeenomistajien etua ei ole nähty Suomen oikeudessa esteeksi ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin. Thorström 2002 s. 499.

²³⁴ Palm 2005 s. 334. *Palmin* näkemys on kuitenkin esitetty ennen nykyisen ostotarjousdirektiivin voimaan saattamista.

²³⁵ Savela 1999 s. 207 ja varovaisemmin Sillanpää 1994 s. 88. Rapakon mukaan voimakkaastikin valtausyritystä torjuvia toimenpiteitä voidaan puoltaa, jos johdon tarkoituksena on jatkaa liiketoimintaa ja vastustuksen voidaan katsoa olevan esimerkiksi muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien edun mukaista. Rapakko 1990 s. 133. Rapakon esittämää näkemystä johdon oikeudesta ryhtyä ostotarjouksen torjumiseen tähtääviin toimenpiteisiin yrityksen muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etujen ajamiseksi voidaan kuitenkin mielestäni kyseenalaistaa OYL 1:5:n ja OYL 1:8:n perustelujen valossa. Yhtiön tarkoituksenaahan on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, minkä lisäksi johdon velvollisuus huolellisesti toimien edistää yhtiön etua käytännössä samaistuu osakkeenomistajien etuun erityisesti ostotarjoustilanteessa. Ks. aiheesta myös Astola 1994 s. 89-90.

²³⁶ Savela 1999 s. 207.

²³⁷ Ks. esim. ostotarjousdirektiivin 1 artikla c)-kohta.

²³⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista.

seen arvopapereita siten, että tarjouksentekijää estetään pysyvästi saamasta kohdeyhtiön määräysvaltaa itselleen”.²³⁹ Johdon mahdollisuuksia itsenäisesti vastustaa ostotarjouksen toteutumista on siis direktiivin myötä selkeästi pyritty supistamaan. Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan osalta on kuitenkin syytä huomata, että kyseisen artiklan voimaan saattaminen oli vapaaehtoista, sillä direktiivin 12(1) artiklan mukaan jäsenvaltiot voivat varata itselleen oikeuden olla vaatimatta kohdeyhtiötä soveltamaan 9 artiklan 2 ja 3 kohtaa. Suomi ei kuitenkaan tehnyt tällaista varautumaa²⁴⁰, mutta ostotarjousdirektiivin 9 artiklaa ei myöskään saatettu voimaan arvopaperimarkkinalain muutoksin.²⁴¹ Artiklaa koskeva tarkempi sääntely on osoitettu Keskuskauppakamarin yrityskauppalaautakunnan tehtäväksi²⁴², joka onkin täyttänyt tämän velvollisuutensa TOC:n antamisen myötä.

TOC:n suosituksen yhdeksän perusteluissa todetaan, että osakeyhtiölain yleisperiaatteisiin nojautuen on katsottu, että hallitus voi ryhtyä toimenpiteisiin, joiden tarkoituksena on estää tarjouksen toteutuminen, mutta vain hyvin poikkeuksellisesti.²⁴³ Tätä on perusteltu sillä, että julkinen ostotarjous kohdistetaan nimenomaisesti kohdeyhtiön osakkeenomistajille, eikä hallituksen lähtökohtaisesti tulisi toimillaan estää tarjouksen tekemistä sinänsä. Pääsääntöisesti hallituksen on TOC:n suosituksen yhdeksän mukaan ”yleensä kutsuttava koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia, mikäli hallitus aikoo, saatuaan tiedon tulevasta julkisesta ostotarjouksesta, ryhtyä toimiin, jotka voivat vaarantaa tarjouksen tekemisen tai sen toteutumisen”.²⁴⁴ Saatuaan tiedon mahdollisesta ostotarjouksesta hallituksen tulee huolellisesti arvioida tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja sekä pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen.²⁴⁵ Jos hallitus päätyy arvioinnissaan siihen, että tarjous on osakkeenomistajien edun mukainen, hallituksen ei tulisi itsenäisesti ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin. Hallitus voi kuitenkin päätyä arvioinnis-

²³⁹ Ostotarjousdirektiivin 9 artikla 2-kohta. Vaatimus valtuutuksen hankkimisesta astuu voimaan vasta sen jälkeen, kun tarjouksen tekemistä koskeva päätös on tullut kohdeyhtiön johdon tietoon. Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan 3-kohdan mukaan yhtiökokouksen hyväksyntä on saatava myös sellaisille päätöksille, jotka on tehty ennen määräajan alkua ja joita ei ole vielä pantu kokonaan täytäntöön ja joiden täytäntöönpano voi johtaa tarjouksen toteutuksen estymiseen. Ks. myös High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 27.

²⁴⁰ Seitsemän jäsenvaltiota eli Belgia, Tanska, Saksa, Italia, Luxemburg, Alankomaat ja Puola ovat tehneet kyseisen varautuman. Report 21.2.2007, SEC (2007) 268, s. 12.

²⁴¹ AML 6 luvun uudistamista koskevassa hallituksen esityksessä todetaan, että lakiin ei nimenomaisesti ehdoteta kattavasti täytäntöön pantavaksi direktiivin 9 artiklan säännöksiä yritysjohton toiminnasta ostotarjouksen aikana, sillä osakeyhtiölain voimassaolevat (VOYL) ja uuteen osakeyhtiölakiin (OYL) ehdotetut säännökset on tältä osin katsottu pääosin riittäviksi. HE 6/2006 s. 25.

²⁴² HE 6/2006 s. 25.

²⁴³ Kurs. kirjoittajan. TOC suositus 9:n perustelut s. 18. Ruotsissa, toisin kuin Suomessa, lainsäädäntöön on sisällytetty johdolle suunnattu velvoite, jonka mukaan johto ei saa ryhtyä sellaisiin yhtiötä koskeviin toimenpiteisiin, jotka olisivat omiaan heikentämään edellytyksiä ostotarjouksen jättämiselle tai myöhemmässä vaiheessa sen hyväksymiselle, ellei yhtiökokous ole antanut tähän suostumustaan. Lagen om offentliga uppköpserjudanden på aktiemarknaden (LUA, 2006:451) 5:1. Ostotarjousdirektiivin implementointi ei juurikaan muuttanut Ruotsissa vallinnutta oikeustilaa, sillä aikaisemmin voimassa olleissa Ruotsin pörssikomitean (Näringslivets Börskomité, NBK) antamissa säännöissä oli jo nykyisen lain 5:1:ää vastaava säännös. Ks. SOU 2005:58 s. 120 ja 122. Sekä NBOE 2003 s. 6 ”Inledning” ja NBOE 2003 II.16 s. 28.

²⁴⁴ Kurs. kirjoittajan. TOC suositus 9 s. 18. TOC:n osalta on syytä huomata, ettei se sanamuotonsa mukaan aseta ehdotonta velvollisuutta kutsua yhtiökokousta koolle.

²⁴⁵ TOC suositus 9:n perustelut s. 18.

saan myös siihen, että tehty tai suunnitteilla oleva tarjous ei ole osakkeenomistajille edullinen vaihtoehto esimerkiksi liian alhaisen tarjousvastikkeen vuoksi. Tällöin hallitus voi pyrkiä saamaan aikaan kilpailevan tarjouksen, jonka hallitus arvioi olevan edullisempi yhtiölle ja sen osakkeenomistajille tai vaihtoehtoisesti hallitus voi katsoa, että on yhtiön osakkeenomistajille edullisinta, että yhtiö jatkaa liiketoimintaansa yhtiön aikaisemman strategian mukaisesti.²⁴⁶

Jos hallitus itse vastustaa tarjousta, se ei ehkä kuitenkaan ole valmis kutsumaan koolle yhtiökokousta käsittelemään ostotarjousta vastustavia toimia. Koska hallitukselle ei ole AML:ssa tai TOC:ssa asetettu ehdotonta velvollisuutta yhtiökokouksen koolle kutsumiseen, on epäselvää, minkälaisia sanktioita hallitukselle voi yhtiökokouksen sivuuttamisesta seurata tilanteessa, jossa yhtiökokouksen koollekutsuminen olisi ollut osakkeenomistajien edun mukaista. Hallitus voi siis periaatteessa yrittää estää ostotarjouksen toteutumisen ilman, että se kutsuu koolle yhtiökokousta päättämään suunnitelluista torjuntatoimista. Jos hallitus ei kutsu yhtiökokousta koolle tilanteessa, jossa tämä olisi ollut osakkeenomistajien edun mukaista, hallituksen toimintaa voitaneen kuitenkin arvioida OYL 1:8:n rikkomisena.²⁴⁷

Tämän tutkielman kannalta mahdollinen hallituksen käyttämä mekanismi suojautua epätoivotulta ostotarjoukselta on muun muassa yhtiön keskeisten liiketoimintojen myyminen.²⁴⁸ Keskeisten liiketoimintojen myyminen hallituksen toimesta on nimittäin mahdollista ilman yhtiökokouksen hyväksyntää siinä määrin kun yrityksen omaisuuden myynti kuuluu johdon kompetenssiin.²⁴⁹ Hallituksella on OYL:n ja yhtiöjärjestyksessä mainitun toimialan puitteissa varsin vapaat kädet päättää epävalloisista ja laajakantoisista liiketoiminnallisista ratkaisuksista, joihin voi kuulua myös yhtiön tuottoimpien ja kannattavimpien osien myyminen.²⁵⁰ Kohdeyhtiön arvopapereista tehty julkinen ostotarjous ei itsessään estä kohdeyhtiötä ja sen hallitusta ryhtymästä esimerkiksi yrityksen tai muihin vastaaviin järjestelyihin tai jatkamasta jo vireillä olevien järjestelyjen toimeenpanoa.²⁵¹ Hallitus voi siis ostotarjouksen julkistamisen jälkeenkin myydä yhtiön liiketoimintoja, mutta hallituksen tulee tällaisissa järjestelyissä aina huolellisesti arvioida, onko toimenpide yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukainen. Lisäksi hallituksen tulee arvioida sitä, onko osakkeenomistajien kannalta tarpeellis-

²⁴⁶ Ibid.

²⁴⁷ TOC suositus 21:n perustelut s. 33.

²⁴⁸ Lisäksi keskeinen tässä tutkielmassa käsiteltävä hallituksen torjuntakeino on due diligence –tarkastuksen kieltäminen potentiaaliselta tarjouksentekijältä. Due diligence –tarkastuksesta ks. mm. jaksot 3.4.2 ja kilpailevien tarjousten osalta 3.4.3.

²⁴⁹ Nuolimaa 1989 s. 6.

²⁵⁰ Astola 1994 s. 90. Ks. hallituksen toimivallasta esim. Mähönen – Villa 2006 III s. 139 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 614. Hallituksen toimivaltaan kuuluu päättää esimerkiksi liiketoiminnasta luopumisesta tai organisaatiomuutoksista. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 632. Savela kuitenkin huomauttaa, että jos myytävällä liiketoiminnalla on erityistä merkitystä yhtiölle, päätös tämän omaisuuden myynnistä tulee tapahtua yhtiökokouksessa. Savela 1999 s. 290.

²⁵¹ TOC suositus 9:n perustelut s. 18. Näin myös yhdysvaltojen oikeudesta Kurp 1994 s. 57.

ta kutsua koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia.²⁵² Jos ostotarjoukseen torjumiseen tähtäävä yhtiön liiketoimintojen myynti ei ole yhtiön ja osakkeenomistajien edun mukainen eikä hallitus ole saanut toimeen valtuutusta yhtiökokoukselta, liiketoimintojen myynnillä ei voida katsoa olevan liiketaloudellista perustetta. Tällöin toimi on osakeyhtiölain vastainen ja siten lähtökohtaisesti kielletty.²⁵³ Huomattavaa lisäksi on, että hallitus ei saa itsenäisesti ryhtyä niiden omaisuuserien myyntiin, jotka yhtiöjärjestyksessä on määrätty kuuluvaksi yhtiökokouksen päätösvallan piiriin.²⁵⁴ Mikäli yhtiön johto on kuitenkin myy tällaista omaisuutta ilman osakkeenomistajien hyväksyntää, yhtiön johto voi joutua tästä toiminnastaan vahingonkorvausvastuuseen.²⁵⁵

Tietyissä tilanteissa osakkeenomistajat saattavat hyötyä keskeisten liiketoimintojen myynnistä enemmän kuin potentiaalisen ostotarjouksen menestymisestä.²⁵⁶ Järjestelyn seurauksena kohdeyhtiön osakekurssi saattaa nousta, mikäli markkinoilla uskotaan uudelleenjärjestelyn vaikuttavan positiivisesti kohdeyhtiön liiketoiminnan kehitykseen. Kohdeyhtiön hallitus voi myös myydä keskeiset liiketoiminnat myös ulkopuoliselle taholle ja jakaa myynnistä saadut varat osinkoina osakkeenomistajille.²⁵⁷ Mikäli osakkeenomistajat hyötyvät edellä mainittujen järjestelyjen seurauksena enemmän verrattuna tilanteeseen, jossa ostotarjous menestyisi, tulisi hallituksella mielestäni olla valta päättää tällaisesta järjestelystä myös ilman yhtiökokouksen hyväksyntää edellyttäen, että järjestelyssä ei myydä kaikkea yhtiön omaisuutta²⁵⁸ ja järjestely on hallituksen OYL 1:8:n mukaisen huolellisen arvion ja mahdollisten asiantuntijoiden lausuntojen mukaan osakkeenomistajien edun mukainen. Lähtökohtaisesti oikeudellinen kehitys EU:ssa näyttäisi kuitenkin vahvistavan osakkeenomistajien asemaa verrattuna hallitukseen ostotarjousta koskevassa päätöksenteossa.²⁵⁹

²⁵² TOC suositus 9:n perustelut s. 18.

²⁵³ Ks. TOC suositus 21:n perustelut s. 33.

²⁵⁴ Yhtiöjärjestyksessä voidaan esimerkiksi määrätä, että yhtiön kiinteän omaisuuden luovutus edellyttää yhtiökokouksen päätöstä. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 483. Tällöin hallitus ei voi ryhtyä torjumaan tarjousta myymällä tarjouksentekijää kiinnostavaa kiinteää omaisuutta ilman yhtiökokouksen hyväksyntää.

²⁵⁵ Savela 1999 s. 291.

²⁵⁶ Tämä voi tapahtua esimerkiksi siten, että keskeiset liiketoiminnat siirretään kohdeyhtiön täysin omistaman tytäryhtiön omistukseen, jonka jälkeen tytäryhtiön osakkeet jaetaan osinkoina kohdeyhtiön osakkeenomistajille *pro rata*-periaatteen mukaisesti. Kenyon-Slade 2004 s. 371. Tällöinhän osakkeenomistajat säilyttävät omistuksensa kohdeyhtiössä, minkä lisäksi he saavat haltuunsa myös keskeiset liiketoiminnat omistavan tytäryhtiön osakkeita.

²⁵⁷ Yhtiön johto voi käyttää liiketoimintojen myynnistä saamansa varat myös defensiiiviseen yhtiön osakkeiden takaisinostoon tai sellaisten muiden toimintojen ostoon, jonka seurauksena syntyy kilpailuoikeudellisia ongelmia tarjouksen tekijän näkökulmasta katsottuna, jolloin pystytään mahdollisesti estämään ostotarjouksen toteutuminen. Kenyon-Slade 2004 s. 372.

²⁵⁸ Esimerkiksi Yhdysvalloissa kohdeyhtiön omaisuuden myynti on mahdollista johdon toimesta ilman yhtiökokouksen valtuutusta, mikäli järjestelyssä ei myydä ”kaikkea tai merkittävää osaa” yhtiön varallisuudesta. Delaware General Corporation Law 271(a). Ks. myös Kenyon-Slade 2004 s. 373. Iso-Britanniassa johto sen sijaan voi myydä yhtiön varoja ostotarjoustilanteessa vain, jos ne eivät ole yhtiön toiminnan kannalta merkittäviä. Merkittävänä on pidetty 10 % yhtiön varallisuudesta. Ks. Pudge 2005 s. 219-220.

²⁵⁹ Ferrarini ja Miller ovatkin todenneet, että ostotarjousdirektiivi suojaaa tarjouksentekijää enemmän kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa julkisia ostotarjouksia sääntelevä Williams Act. Ferrarini – Miller 2009 s. 312.

3.6 Yhteenveto

Luvussa kolme on käsitelty kohdeyhtiön hallituksen asemaa ja velvollisuuksia ostotarjoustilanteessa. Omistuksen ja johdon eriytymisestä johtuvien hallituksen ja osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen on nähty esiintyvän vakavimmillaan juuri ostotarjoustilanteessa, joten riski johdon opportunistisesta käytöksestä on todellinen.

Osakkeenomistajien ja hallituksen välinen agentti-päämiessuhde muodostaa perustan kohdeyhtiön hallituksen aseman arvioimiselle. Vaikka OYL 1:8 sanamuodon mukaan osakeyhtiön hallituksen tulee huolellisesti toimien edistää yhtiön etua, voidaan hallituksen lojaalisuuden katsoa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin ostotarjoustilanteessa. Hallituksen velvollisuuteen ajaa suoraan osakkeenomistajien eikä niin sanottua ”yhtiön etua” voidaan saada tukea myös oikeusvertailevista näkökohdista.²⁶⁰ Hallituksen velvollisuus ajaa ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etua ei kuitenkaan välttämättä tarkoita sitä, että hallituksella olisi aina velvollisuus myötävaikuttaa tarjouksen toteutumiseen tai ettei hallituksella missään tilanteessa olisi oikeutta vastustaa julkista ostotarjousta. Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön johdolla on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen.

Johdon velvollisuuden myötävaikuttaa tarjouksen tekemiseen voidaan katsoa käytännössä liittyvän lähinnä due diligence -tarkastusta koskeviin kysymyksiin sekä kilpailevien tarjousten tilanteeseen. Jotta kohdeyhtiön hallitus saisi aikaan aidon kilpailutilanteen mahdollisten tarjouksentekijöiden välillä ja tätä kautta yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean hinnan, kohdeyhtiön hallituksen tulee lähtökohtaisesti toimia niin, että kaikilla vakavasti otettavilla kilpailevilla tarjouksentekijöillä on yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva tarjous. Lähtökohtaisesti kohdeyhtiön johdon tulisi sallia due diligence -tarkastuksen tekeminen, jos tämä on osakkeenomistajien edun mukaista, toisin sanoen kyseessä on osakkeenomistajien kannalta kokonaisuutena arvioiden edullinen tarjous ja tarkastuksen suorittaminen on julkisen ostotarjouksen toteutumisen edellytys.²⁶¹ Hallitus voi kuitenkin pyrkiä torjumaan itselleen epäedullisen tahon ostotarjouksen kieltämällä tältä oikeuden due diligence -tarkastuksen suorittamiseen, koska ehdotonta velvollisuutta due diligence -tarkastuksen sallimiseen ei ole. Tämän voidaan katsoa olevan ongelmallista, sillä due diligence -tarkastuksen sallimisella on tärkeä merkitys potentiaalisella tarjouksentekijälle ja tarkastusmahdollisuuden kieltäminen voi äärimmäisessä tapauksessa johtaa koko tarjouksen toteutumatta

²⁶⁰ Sekä Yhdysvaltojen, Iso-Britannian että Ruotsin yhtiöoikeudellisten lojaliteettivelvollisuuksien mukaan hallituksen lojaalisuuden tulee kohdistua yhtiön sijasta suoraan osakkeenomistajiin. Ks. jaksot 3.3.2.

²⁶¹ Kilpailevien tarjousten tilanteessa, jos hallitus on sallinut ensimmäiselle tarjouksen tekijälle tarkastuksen, hallituksen tulisi sallia kilpailevan tarjouksen tekijälle vastaavan laajuinen due diligence -tarkastus, jos tämä on osakkeenomistajien edun mukaista ja kilpailevia tarjouksia ja niiden tekijöitä koskevat olosuhteet ovat muuten vastaavanlaiset.

jäämiseen.²⁶² Tältä osin suuntaa voitaisiin ajatella haettavan Iso-Britannian City Codesta, jonka Rule 20.2:ssa kohdeyhtiölle on asetettu velvollisuus antaa samat tiedot kilpailevan tarjouksentekijälle, kuin mitä hallitus on antanut ensimmäisen tarjouksentekijälle, vaikka toinen tarjouksentekijä olisikin ”epätoivottu”. Vastaavanlaisella säännöllä pystyttäisiin eliminoimaan hallituksen opportunistinen käytös due diligence -tarkastusta koskevissa kysymyksissä kilpailevien tarjousten tilanteessa. Jos kuitenkin hallitus perusteettomasti evää tarkastusmahdollisuuden vakavasti otettavalta tarjouksentekijältä, hallituksen toimintaa voitaneen arvioida OYL 1:8:n rikkomisena.

Suomessa on OYL:n yleisperiaatteisiin nojautuen katsottu, että kohdeyhtiön johto voi ryhtyä ostoparjoustusta vastustaviin toimenpiteisiin vain hyvin poikkeuksellisesti. Lähtökohtaisesti hallituksen tulisi kutsua koolle yhtiökokous päättämään toimista, jotka toteutuessaan voivat vaarantaa ostoparjouksen tekemisen tai toteutumisen, mutta ehdotonta velvollisuutta tähän ei ole Suomessa asetettu.²⁶³ Ostotarjousdirektiivin myötä päätösvaltaa on siis pyritty siirtämään yhtiökokoukselle ja hallituksen päätösvaltaa on vastaavasti supistettu. Osakkeenomistajien vahvaa asemaa on perusteltu osakkeenomistajien kantamalla taloudellisella riskillä sekä Euroopan rahoitusmarkkinoiden toimivuudella.²⁶⁴ Edellä mainitut perusteet epäilemättä ovat relevantteja, minkä lisäksi pyrkimys johdon epälojaalin käytöksen estämiseen ostoparjoustilanteessa voidaan katsoa perustelluksi. Kysymys on mielestäni lähinnä siitä, onko direktiivissä valittu oikea keino johdon puolueettomuuden varmistamiseksi.

Ostotarjousdirektiivin pyrkimystä siirtää päätösvaltaa osakkeenomistajille voidaan kuitenkin mielestäni kyseenalaistaa monestakin syystä. Ensinnäkin niin sanotuille fidusiaarisuhteille on tyypillistä vallan delegointi, jonka tavoitteena on tehokkuusetujen saavuttaminen verrattuna tilanteeseen, jossa

²⁶² Vaikka Ruotsissa johdolla ei LUA 5:1:n mukaan ole lähtökohtaisesti oikeutta ryhtyä ostoparjoustusta vastustaviin toimiin ilman yhtiökokouksen hyväksyntää, myös Ruotsissa due diligence –tarkastuksen sallimista koskevat kysymykset on nähty ongelmallisiksi. Ruotsissa ostoparjouksen vastustaminen johdon toimesta voineekin tapahtua lähinnä siten, ettei kohdeyhtiön johto salli due diligence -tarkastuksen suorittamista kohdeyhtiössä, koska informaation luovuttamista koskevat johdon päätökset on harvoin nähty ostoparjoussääntelyn vastaisiksi toimiksi. Ks. Johansson 2009 s. 737 ja Ydén 2008-2009 s. 350.

²⁶³ TOC suositus 9 ja sen perustelut s. 18. Huomattavaa kuitenkin on, ettei ostoparjouksen ilmaantuminen estä hallituksen normaalia toimintaa. Tämä voi tarkoittaa sitä, että mikäli yhtiön aikaisempaan strategiaan kuuluu esimerkiksi tietyn yhtiön liiketoiminnan myyminen, on tämä mahdollista toteuttaa hallituksen toimesta myös ostoparjoustilanteessa. Voidaan myös ajatella kappaleessa 3.5.2 esitettyä tilannetta, jossa keskeisten liiketoimintojen myynti ja ostoparjouksen torjuminen on osakkeenomistajille edullisin vaihtoehto. Tällöin hallituksella tulisi olla valta toteuttaa kyseinen järjestely, vaikka se johtaisikin ostoparjouksen torjumiseen.

²⁶⁴ Ostotarjousdirektiiviä valmistelleen High Level Groupin raportin mukaan viimekäteinen päätöksentekovalta tulisi ostoparjoustilanteessa olla osakkailla. Raportin mukaan vain tämän periaatteen varassa eurooppalaiset arvopaperimarkkinat voisivat täysin kehittyä turvaamaan eurooppalaisen teollisuuden kyvyn rahoittaa itseään. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 20. Savela huomauttaa edellä mainitun väitteen olevan täysin perusteeton, sillä Yhdysvalloissa yritysjohdolla on mahdollisuus laajasti torjua valtauksia ja tästä huolimatta Yhdysvaltojen pääomamarkkinat ovat maailman tehokkaimmat. Savelan mukaan ”Yhdysvaltojen pääomamarkkinoiden kyky rahoittaa liiketoimintaa on jotain, mitä Euroopassa voidaan vain kadehtia.” Ks. Savela 2002 s. 3.

päämies hoitaa kaikki tehtävät itse. Herääkin kysymys, miksi yhtiökokouksen tulisi päättää niinkin monimutkaisista ja erityisymmärrystä vaativista järjestelyistä kuin julkisista ostotarjouksista, kun päätösvalta yhtiön asioista on nimenomaisesti delegoitu hallitukselle. Hallituksellahan on lähtökohdaisesti päätösvalta yhtiön laajakantoisissa ja epätavallisissa asioissa, joihin myös päätös ostotarjouksen hyväksymisestä tai hylkäämisestä voidaan katsoa lukeutuvan. Lisäksi osakkeenomistajilla ei voi olla yhtiön tilasta yhtä paljon tietoa kuin hallituksella.²⁶⁵ Erityisesti suurissa pörssi-yhtiöissä omistus on useimmiten varsin hajautunutta eikä osakkeenomistajilla ole välttämättä intressejä aktiivisesti osallistua yhtiötä koskevaan päätöksentekoon.²⁶⁶ Osakkeenomistajat harvoin ovat yhtä perehtyneitä yhtiön toimintaan kuin yhtiön johto, jolloin tulisi arvioida sitä, onko yhtiökokous lähtökohdaisesti paras mahdollinen taho päättämään ostotarjoukseen liittyvistä toimenpiteistä.²⁶⁷ Lisäksi hallituksen päätösvaltaa ostotarjoustilanteessa voidaan puolustaa sillä, että kaikkien listattujen yhtiöiden täydellinen alistaminen yritysvaltausten kohteiksi voi johtaa siihen, että jotkut yritykset eivät koskaan listaudu. Tämä voi puolestaan johtaa yhtiöiden vaikeampaan kasvuun ja hankalampaan ja kalliimpaan rahoitukseen.²⁶⁸ Voidaan vielä esittää, että jos yhtiön hallituksen tulee hyväksyttävä yhtiökokouksella kaikki toimensa, jotka voivat mahdollisesti vaikuttaa ostotarjouksen toteutumisen estymiseen jo ennen kuin potentiaalisesta ostotarjouksentekijästä on edes tietoa, päätöksentekoprosessista voidaan katsoa muodostuvan varsin kallis, raskas ja tehoton yhtiön liiketoiminnan kannalta.²⁶⁹

Tältä kannalta katsottuna ostotarjousdirektiivin ankarat säännökset ovat ristiriidassa osakeyhtiöiden omistuksen ja päätösvalan eriytymistä koskevan perusajatuksen kanssa, sillä hallituksen toimivallan rajoittaminen ei voi olla tehokasta yhtiön kannalta. Hallituksella on agentin asemassa kuitenkin aina lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteet yhtiön osakkeenomistajia kohtaan, jolloin hallituksen

²⁶⁵ Vaikka johto ei ole osakkeenomistajien täydellinen edustaja, se on kuitenkin paras ja ainoa mitä osakkeenomistajilla on. Osakeyhtiörakenteen perusajatuksena on, että osakkeenomistajat kantavat yhtiön riskit ja johdon intressiristiriidan vaikutukset, joten jos osakkeenomistajat ovat valmiita kantamaan nämä riskit, miksi EU:n tulisi kieltää se. Ks. aiheesta Savela 2002 s. 4. Lisäksi voidaan vielä huomauttaa, että sekä informaation hankkiminen että yhtiökokouksiin osallistuminen aiheuttavat osakkeenomistajille kustannuksia. Osakkeenomistaja voi hyvinkin järkevästi ja syvällisen harkinnan jälkeen katsoa voivansa luottaa yritysjohtoon toimintaan myös yritysvaltaustilanteessa ja siten sallia tämän myös torjuvanvaltauksien, kun tämä on johdon arvion mukaan tarpeellista. Tällöin osakkeenomistaja säästää kuluja tarjoukseen tutustumisessa ja yhtiökokoukseen osallistumisessa.

²⁶⁶ Päämies-agenttisuhteessa päämies ei välttämättä pysty, ei halua tai hänen ei kannata valvoa agentin toimintaa yksityiskohtaisesti. Ks. esim. Easterbrook – Fischel 1991 s. 47.

²⁶⁷ Jotta osakkeenomistaja olisi kykenevä yhtiötä koskevaan päätöksentekoon, tulisi hänen hankkia asiaa koskevaa informaatiota, jonka hankkiminen saattaisi aiheuttaa hänelle suurempia kustannuksia verrattuna odotettavissa oleviin voittoihin. Nämä mahdolliset kustannukset ovat omiaan johtamaan niin sanottuun vapaamatkustajaongelmaan, koska yhden osakkeenomistajan uhraamat kustannukset koituvat myös muiden osakkeenomistajien hyväksi. Easterbrook – Fischel 1991 s. 47. Ks. myös Turtiainen 2004 s. 27.

²⁶⁸ Ks. näin esim. Savela 2002 s. 3.

²⁶⁹ Jos hallituksen on aina saatava valtuutus yhtiökokoukselta, jotta se voi ryhtyä toimiin, jotka voivat vaarantaa ostotarjouksen toteutumisen, nopea reagoiminen ostotarjoukseen voi olla vaikeaa. OYL:n mukaan pörssi-yhtiön on toimitettava yhtiökokoukselta viimeistään kolme viikkoa ennen yhtiökokousta (OYL 5:19.4).

kontrollointi voisi mielestäni tapahtua tehokkaan seuraamusjärjestelmän, esimerkiksi vahingonkorvausvastuun avulla.²⁷⁰

4. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN VAHINGONKORVAUSVASTUU OYL:N JA AML:N PERUSTEELLA

4.1 Vahingonkorvausvastuusta yleisesti

Suomessa johdon velvollisuuksia säännellään osakeyhtiölaissa ja julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset taas löytyvät arvopaperimarkkinaosta, mutta kummassakaan ei ole otettu suoranaisesti kantaa johdon vahingonkorvausvelvollisuuteen osakkeenomistajia kohtaan ostotarjoustilanteissa. Myöskään ostotarjousdirektiivi ei säätele johdon mahdollista vahingonkorvausvelvollisuutta tilanteissa, joissa kohdeyhtiön osakkeista tehdään julkinen ostotarjous. Direktiivi kuitenkin velvoittaa jäsenvaltioita vahvistamaan tehokkaat, oikeasuhtaiset ja varoittavat seuraamukset direktiivin nojalla annettujen kansallisten säännösten rikkomisen johdosta.²⁷¹ Tulkinnanvaraisena voidaan pitää sitä, kuuluuko vahingonkorvausvastuu direktiivissä mainittuihin ostotarjousdirektiivin säännösten toteuttamista turvaaviin tehokkaisiin, oikeasuhtaisiin sekä varoittaviin seuraamuksiin.

Vahingonkorvausseuraamukset on nähty ongelmallisina arvopaperimarkkinaoikeudellisessa ympäristössä, sillä väärinkäytösten johdosta ei aina ole osoitettavissa taloudellista vahinkoa tai sen osoittaminen on vaikeaa. Yksittäiset sijoittajat eivät välttämättä edes tiedosta kärsineensä vahinkoa säännösten rikkomisen seurauksena, minkä lisäksi vahinkoa kärsineillä sijoittajilla ei myöskään kaikissa tapauksissa ole halua tai taloudellisia resursseja nostaa vahingonkorvauskanteita, joiden lopputulokseen liittyy merkittäviä riskejä.²⁷² Odotettavissa oleva hyöty saattaa edellä kuvatuissa tapauksissa olla huomattavasti pienempi kuin oikeudenkäynnistä aiheutuneet kustannukset. Lisäksi arvopaperi-

²⁷⁰ Esimerkiksi Yhdysvalloissa johdolla on laaja päätösvalta yhtiötä koskevassa päätöksenteossa. Osakkeenomistajien ja hallituksen välisten intressiristiriitatilanteiden vastapainoksi kohdeyhtiön johto voi kuitenkin Yhdysvalloissa joutua vahingonkorvausvastuuseen osakkeenomistajien kohtaan, jos se on laiminlyönyt fidusiaariset huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa. Ks. esim. tapaus *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 872. Delaware'n oikeusinstanssit ovatkin tuottaneet monia standardeja, joiden perusteella johdon toimia tulisi yksittäistilanteissa arvioida. Näistä keskeisimmän ovat liiketoimintapäätösperiaate, *entire fairness* -analyysi, suhteellisuudesta eli niin sanottu *Unocal*-testi sekä *Revlon*-velvollisuus eli johdon tehtävä maksimoida yhtiöstä saatava hinta. Suomessa käyttökelpoisiksi standardeiksi voidaan lukea erityisesti liiketoimintapäätösperiaate sekä *Revlon*-tyyppinen velvollisuus eli osakkeen arvon maksimointi ostotarjoustilanteessa sekä mahdollisesti myös *entire fairness* -analyysi. Näihin kysymyksiin palataan luvussa viisi.

²⁷¹ Ostotarjousdirektiivin 17 artikla ja High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 20. Suomessa direktiivin mukaiset seuraamukset on vahvistettu LFV 4 luvussa säännellyillä hallinnollisilla seuraamuksilla. Näitä seuraamuksia ovat uhkasakko (LFV 4:38), rikemaksu (LFV 4:39), julkinen huomautus (LFV 4:40), julkinen varoitus (LFV 4:41) sekä seuraamusmaksu (LFV 4:42).

²⁷² Ks. esim. Häyrynen 2006 s. 344 ja 353 alaviite 32. Käytännössä todennäköistä on, että mikäli hallitus itsenäisesti ja ilman liiketaloudellista perustetta päättää ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin tarkoituksenaan oman etunsa ajaminen osakkeenomistajien edun kustannuksella, hallitus pyrkii torjumaan tarjouksen jo ennen sen julkistamista. Tällöin sijoittajat tuskin ovat edes tietoisia hallituksen epälojaleista toimista. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisten mekanismien valvoa osakeyhtiön johdon toimintaa ei voida katsoa olevan riittävän tehokkaita turvaamaan osakkeenomistajien asemaa ostotarjoustilanteessa.

markkinaoikeudellista vahingonkorvausta (AML 9:2) on kutsuttu jopa ”kuolleeksi kirjaimeksi” sen epäselvyyden ja tulkinnanvaraisuuden vuoksi.²⁷³

Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa johdon vahingonkorvausvelvollisuuden olemassaoloon ostotarjoustilanteissa on viitattu, mutta kattavammin aihetta ei ole käsitelty.²⁷⁴ *Sillanpää* perustelee vahingonkorvausmahdollisuuden olemassaoloa muun muassa yhdenvertaisuusnäkökohdilla. *Sillanpää* toteaa, että yhtiön johdon tulisi yritysvaltaustilanteessa pyrkiä käyttäytymään korostetun tasapuolisesti, koska puolueellinen käyttäytyminen voidaan tulkita yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaukseksi, joka voi johtaa äärimmäisessä tapauksessa vahingonkorvausvastuuseen. Taloudelliset panokset ovat yritysvaltaustilanteissa usein merkittävät, minkä vuoksi yritysjohto saattaa *Sillanpään* mukaan pyrkiä turvautumaan arveluttaviin keinoihin tai ainakin pyrkiä ”venyttämään” lain tulkinnan omalta kannaltaan edullisen ratkaisun tueksi. Ellei todellista riskiä korvausvelvollisuuden syntymisestä ole, eivät erilaiset lakisäätteiset osakkeenomistajien asemaa suojaavat säännökset täytä niille asetettuja tehtäviä.²⁷⁵

Vahingonkorvausvelvollisuuden olemassaoloa voitaisiin perustella myös luottamusnäkökohdilla sekä vahingonkorvausvastuun *preventiivisellä* funktiolla. Ensinnäkin ostotarjousääntelyn tarpeellisuus perustuu siihen, että arvopaperimarkkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan ja siihen, että markkinoilla käyttäydytään hyvän tavan mukaisesti.²⁷⁶ Jos sijoittajat eivät voi luottaa saavansa korvausta markkinaosapuolen epäasianmukaisesta käytöksestä johtuvista vahingoista, yritysten pääoman saanti vaikeutuu ja taloudellinen toiminta heikkenee. Lisäksi fidusiaarisuhteissa on nimenomaisesti kysymys *fidusiaarin* (asiainhoitajan/agentin) erityiseen asemaan perustuvasta luottamussuhteesta hoitaa *fidusiantin* (päämiehen) asioita.²⁷⁷ Kohdeyhtiön hallitus toimii osakkeenomistajien edustajana ja nauttii näiden luottamusta ylivoimaisen tiedollisen asemansa ja erityisosaamisensa vuoksi, joten olisi jossain määrin erikoista, jos hallituksella ei olisi vastuuta osakkeenomistajia kohtaan näiden etujen vastaisista toimistaan.²⁷⁸ Lisäksi vahingonkorvausoikeuden yleinen lähtökohta on, että jos joku loukkaa toisen perusteltua odotusta, kuten odotusta omaisuutensa loukkaamattomuuteen, loukkaajan on saatettava loukattu siihen asemaan, mihin loukattu olisi päässyt, jos asiat olisivat edenneet hänen perusteltujen odotustensa mukaisesti. Tätä

²⁷³ Norros 2009 s. 68.

²⁷⁴ Ks. esim. *Sillanpää* 1994 s. 112-113, *Savela* 1999 s. 229 ja 248-249, *Norros* 2009 s. 507, *Astola* 1990 s. 219-229 ja samansuuntaisesti *Rapakko* 1990 s. 184-185. Ruotsin oikeudesta ks. myös *Lindskog* 2008 s. 68-69.

²⁷⁵ *Sillanpää* 1994 s. 112-113.

²⁷⁶ HE 6/2006 s. 5.

²⁷⁷ *Mähönen – Villa* 2006 I s. 108. Ks. luottamusnäkökohdista myös *Rudanko* 1998 s. 173, *Häyrynen* 2006 s. 242 ja *Mäntysaari DL* 2000 s. 249.

²⁷⁸ Tällöinhän hallituksella ei välttämättä olisi kannustinta toimia osakkeenomistajien kannalta parhaalla mahdollisella tavalla, jos fidusiaaristen velvoitteiden laiminlyöminen ei johtaisi vastuuseen osakkeenomistajia kohtaan.

vahingonkärsijän hyvittävää vaikutusta kutsutaan vahingonkorvauksen *reparaatiovaikutukseksi*.²⁷⁹ Vahingonkorvausvastuuta voidaan puoltaa myös vahingonkorvauksen *preventiivisellä funktiolla*. Toisin sanoen jo uhka vahingonkorvausvastuusta kannustaa kohdeyhtiön hallitusta toimimaan ostoparjoustilanteissa huolellisesti ja osakkeenomistajien edut huomioivalla tavalla.²⁸⁰

Jos kohdeyhtiön johto ryhtyy ostoparjoustusta vastustaviin toimenpiteisiin ja menettelee näin osakkeenomistajien etua loukkaavalla tavalla, voitaisiin korvausvastuun mahdollisuutta mielestäni harkita. Osakkeenomistajathan saattavat näin menettää edullisen tilaisuuden myydä osakkeensa markkinahintaa korkeammalla hinnalla, jolloin vahingon voidaan katsoa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin.²⁸¹ Huomattavaa kuitenkin on, etteivät ostoparjoustusta vastustavat toimet ole automaattisesti kiellettyjä. Vahingonkorvausvastuuta harkittaessa on olennaista kysyä, saattoiko kohdeyhtiön hallitus vastatoimiin ryhtyessään perustellusti olettaa, että toimet ovat yhtiön ja osakkeenomistajien edun mukaisia. Pelkästään siis se, että valmisteltu ostoparjous on peruuntunut ja syynä pidetään kohdeyhtiön vastatoimia, ei itsessään johda yhtiöjohdon korvausvastuuseen.²⁸² Seuraavaksi siirrytään tarkastelemaan OYL:n ja AML:n mukaisia vahingonkorvaussäännöksiä, jonka yhteydessä pyritään löytämään ne konkreettiset säännökset, joiden rikkominen voisi perustaa kohdeyhtiön hallitukselle vahingonkorvausvastuun ostoparjoustusta vastustavista toimistaan.

4.2 Kohdeyhtiön hallituksen yhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun perusteet

Hallituksen vahingonkorvausvastuusta säädetään osakeyhtiölain 22 luvun 1 §:ssä. Koska kohdeyhtiön hallitus toimii yhtiöoikeudellisen orgaanin roolissa ostoparjoustilanteissa, on hallituksen vastuuta perusteltua tarkastella yhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun kannalta. Tarkasteltavana onkin kysymys, millä perustella kohdeyhtiön hallitus voisi joutua OYL:n mukaiseen vahingonkorvausvastuuseen ostoparjoustusta vastustavista toimistaan.²⁸³

Osakeyhtiölain säännösten mukaan vahingonkorvausvastuun edellytyksenä on aina tiettyjen yleisten edellytysten täytyminen yleisten vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden mukaisesti. Korvausvastuu edellyttää siten aina, että (a) on aiheutunut korvattava vahinko, (b) on menetelty tavalla,

²⁷⁹ Norros 2009 s. 66. Asiasta yleisesti ks. mm. Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 32.

²⁸⁰ Näin myös Astola 1990 s. 219-220 ja Sillanpää 1994 s. 112. Sillanpää toteaa, ettei vahingonkorvausvastuun edellytyksiä sen paremmin teon ja vahingon syy-yhteyden kuin vahingon määränkään osalta tulisi tuomioistuimissa asettaa kovin korkeaksi, koska vahingonkorvausvastuun tärkein merkitys yhtä hyvin osakeyhtiö- kuin arvopaperimarkkinaoikeudessakin on sen yleisestävissä vaikutuksessa.

²⁸¹ Tällaisen vahingon korvattavuutta ei siis pitäisi estää OYL 22:7.4, jonka mukaan osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta. Ks. Norros 2009 s. 507-508. Ks. asiasta tarkemmin jakso 4.2.2.

²⁸² Norros 2009 s. 507.

²⁸³ Ks. hallituksen yhtiöoikeudellisesta vastuusta mm. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 531-578, Savola 2006 s. 11-138, Kyläkallio 2008 s. 641-666, Mähönen - Villa 2006 III s. 294-309 sekä VOYL:n aikaisesta vahingonkorvausvastuusta ks. af Schultén 2004 II s.622-649 ja Mäntysaari 2002 s. 160-191.

joka lain mukaan perustaa korvausvastuun ja (c) että vahingon ja vastuun perusteena olevan menetelyn välillä on riittävä syy-yhteys.²⁸⁴ Vahingon määrää ja syy-yhteyttä koskevat kysymykset jätetään tässä tutkielmassa tarkastelun ulkopuolelle. Tämän luvun tarkoituksena on selvittää vastuun mahdollista perustetta ensin osakeyhtiölain ja tämän jälkeen arvopaperimarkkinalain nojalla.

4.2.1 Kohdeyhtiön hallituksen vastuu yhtiötä kohtaan

OYL 22:1.1:n mukaan yhtiön johtoon kuuluvan henkilön on korvattava vahinko, jonka hän on tehvässään aiheuttanut *yhtiölle* rikkomalla tahallaan tai tuottamuksella OYL 1:8:ssä säädettyä johdon huolellisuusvelvoitetta, OYL:a tai yhtiöjärjestyksen määräystä. Vastuusubjektina säännöksen mukaan on siis yhtiön johto eli tässä tutkimuksessa kyseeseen tulee yhtiökokouksessa asianmukaisesti valittu kohdeyhtiön hallitus.²⁸⁵ Yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu ei yhtiön johdon osalta ole kollegiaalista vaan korvausvastuuta arvioidaan yksilöllisesti eli jokaisen hallituksen jäsenen kohdalta erikseen.²⁸⁶ Tämän lisäksi OYL 22:1.1:n mukaisena vahingonkorvauksen edellytyksenä on, että hallituksen jäsen tai varajäsen on aiheuttanut vahingon yhtiöoikeudellisessa tehtävässään.²⁸⁷ Tehtävässä olo -edellytyksen täyttyminen ei tämän tutkimuksen kannalta aiheuttane tulkintavaikkeitä, sillä osallistuessaan julkista ostotarjousta koskevien päätösten tai toimenpiteiden valmisteluun tai käsittelyyn hallituksen jäsen epäilemättä toimii yhtiöoikeudellisessa tehtävässään.

Edellä mainittujen edellytysten lisäksi OYL 22:1:n soveltaminen edellyttää, että vahinko on aiheutettu tahallaan tai tuottamuksella.²⁸⁸ Tuottamuksen arviointia käsitellään myöhemmin tässä tutkielmassa luvussa 5. Viimeinen edellytys OYL 22:1.1:n mukaisen vahingonkorvausvastuun soveltamiselle on, että hallituksen jäsen on aiheuttanut vahingon *yhtiölle* rikkomalla OYL 1:8:ssä säädettyä

²⁸⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 533.

²⁸⁵ OYL 22:1.1:n mukaan johdolla tarkoitetaan hallituksen jäsentä, hallintoneuvoston jäsentä tai toimitusjohtajaa. Tässä tutkimuksessa johto rinnastetaan hallitukseen eikä vastuusubjektista eli hallituksen kokoonpanosta liene epäselvyyttä suurissa pörssiyhtiöissä. Tilanne voi kuitenkin olla toinen pienemmissä yksityisissä yhtiöissä, joissa tosiasiallinen johto saattaa poiketa huomattavasti yhtiön muodollisesta johdosta. Ks. esim. Mähönen – Villa 2006 III s. 294.

²⁸⁶ Ks. esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II, s. 529, Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 642, Savela 2006 s. 13 ja KKO 1997:110. Jokaisen vastuuseen haluttavan henkilön osalta on siis selvitettävä erikseen, onko kyseinen henkilö osallistunut toimenpiteeseen tai laiminlyöntiin.

²⁸⁷ Savela 2006 s. 13, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 537 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 642. Tehtävässä olo -edellytystä ei ole tulkittava suppeasti niin, että se esimerkiksi hallituksen jäsenen osalta kattaisi vain päätöksenteon hallituksen kokouksessa, vaan myös toiminta hallituksen jäsenen ominaisuudessa muodollisen kokouksen ulkopuolella voi perustaa korvausvastuun. Savela 2006 s. 20, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 537 ja Ruotsin oikeuden osalta myös Dotevall 1989 s. 79-84.

²⁸⁸ Huomionarvoista on, että tuottamuksen aste-eroilla ei ole merkitystä johtajien vastuun syntymisen kannalta ja näin ollen jo lieväkin tuottamus synnyttää osakeyhtiölain mukaisen vahingonkorvausvastuun. HE 1977/27 s. 110, jossa VOYL 15:1:n perusteella on katsottu, että lieväkin tuottamus saattoi perustaa vahingonkorvausvastuun. HE 109/2005 s. 194, jossa todetaan, että säännöksen (OYL 22:1) katsotaan olevan asiallisesti VOYL 15:1:ää vastaava. Ks. myös Savela 2006 s. 59 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 643.

huolellisuusvelvoitetta, OYL:a tai yhtiöjärjestyksen määräystä.²⁸⁹ Johdon vastuuta koskevissa säännöksissä ei ole rajoitettu korvattavia vahinkotyyppettä, joten säännökset koskevat tyypillisesti sellaista varallisuusvahinkoa, joka VahL 5:1:n nojalla tulee korvattavaksi vain erityistapauksissa.²⁹⁰

Yhtiön johdolla on osakeyhtiölain 1:8:n mukaan kaikessa tehtäviinsä liittyvässä toiminnassa velvollisuus huolellisesti toimien edistää yhtiön etua. Kuten edellä jaksossa 3.2 on esitetty, palautuu yhtiön etu yleensä ja erityisesti ostotarjoustilanteissa osakkeenomistajien kollektiivin etuun.²⁹¹ Osakeyhtiölain 22:1.1:n mukaan siis jo yleisen huolellisuusvelvoitteen rikkominen perustaa johtoon kuuluvalla henkilölle korvausvastuun yhtiötä kohtaan. Toisin sanoen, jos johtoon kuuluva aiheuttaa tehtävänsä hoitaessaan huolimattomalla toiminnalla yhtiölle mitä tahansa vahinkoa, hän olisi velvollinen korvaamaan sen yhtiölle. Näin ollen hallituksen jäsen voisi siis olla korvausvastuussa yhtiötä kohtaan, mikäli hallitus ryhtyessään ostotarjousta vastustaviin toimiin ei ole esimerkiksi hankkinut päätöksensä tueksi riittävää informaatiota.²⁹² Mikäli tätä velvollisuutta on laiminlyöty, voidaan hallituksen katsoa rikkoneen huolellisuusvelvollisuutensa ja näin ollen olevan korvausvastuussa yhtiötä kohtaan, mikäli vahingonkorvauksen muut edellytykset täyttyvät.

Hankalampaa tässä yhteydessä on sen osoittaminen, että vahinkoa on aiheutunut hallituksen torjuntatoimista suoraan yhtiölle.²⁹³ Koska hallituksen velvollisuus yhtiön edun edistämiseen ei rajoitu pelkästään OYL:n mukaisten velvollisuuksien täyttämiseen²⁹⁴, vaan hallitus vastaa myös AML:n mukaisista velvoitteistaan, voisi vahinko konkretisoitua yhtiölle esimerkiksi FIVA:n määräämän seuraamusmaksun muodossa. Seuraamusmaksu voidaan määrätä, jos yhtiö on tahallaan tai huolimattomuudestaan rikkonut AML:n tai TOC:n säännöksiä julkisista ostotarjouksista.²⁹⁵ Hallituksen itsenäiset toimet ilman liiketaloudellista perustetta vastustaa julkista ostotarjousta voitaisiin nimit-

²⁸⁹ Yhtiöjärjestyksen määräyksen rikkomista OYL 22:1.1:n mukaisen vahingonkorvausvastuun perusteena ei tässä tutkimuksessa tarkastella, sillä yhtiöjärjestyksen pakollisia määräyksiä ovat vain toiminimi, kotipaikka sekä toimiala (OYL 2:3).

²⁹⁰ Mähönen – Villa 2006 III s. 298. Vahingonkorvauslain 5:1:n nojallahan varallisuusvahingot korvataan vain, jos vahinko on aiheutettu rangaistavaksi säädetyllä teolla, julkista valtaa käytettäessä taikka milloin käsillä ovat erityisen painavat syyt.

²⁹¹ Näin myös Savela 2006 s. 71 ja Mähönen – Villa 2006 III s. 304.

²⁹² Ks. huolellisuusvelvollisuuden sisällöstä jakso 3.3.1 ja riittävästä informaatiosta jakso 5.3.

²⁹³ Vaikka hallitus esimerkiksi valmistelisi päätöksen ostotarjouksen torjumiseen tähtäävästä toimesta huolimattomasti ja osakkeenomistajien etujen vastaisella tavalla, edellyttää johdon vahingonkorvausvastuun aktualisoituminen, että hallituksen päätöksestä aiheutuu konkreettista vahinkoa suoraan yhtiölle. Muut tahot kuin johto eivät välttämättä ole edes tietoisia yhtiölle aiheutuneesta vahingosta, jolloin johdon vastuuta yhtiötä kohtaan saattaa tästä syystä olla vaikeaa toteuttaa.

²⁹⁴ Haussila 2004 s. 370, ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 641. Vastuu voi johtua joko osakeyhtiöoikeudellisten säännösten tai määräysten taikka muiden kuin yhtiöoikeudellisten säännösten vastaisesta menettelystä.

²⁹⁵ Seuraamusmaksu on suuruudeltaan enintään 200 000 euroa. Ks. LFV 42 § ja 43 §. Huomattavaa tosin on, että FIVA:n seuraamusmaksu voidaan määrätä myös suoraan hallituksen jäsenelle, jolloin vahinkoa ei tämän perusteella synny välittömästi yhtiölle. LFV 43, jonka mukaan luonnolliselle henkilölle määrättävä seuraamusmaksu on vähintään 100 euroa ja enintään 10 000 euroa.

täin tulkita esimerkiksi TOC suosituksen 3 tai 9 rikkomiseksi.²⁹⁶ Yhtiölle voisi aiheutua vahinkoa myös kolmannelle osapuolelle, esimerkiksi sijoittajille, maksettavan vahingonkorvauksen muodossa.²⁹⁷ Siitä huolimatta, että yhtiö kärsisikin vahinkoa, osakkeenomistajalla ei ole kuitenkaan OYL 22:7.4:n perusteella oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta välillisestä vahingosta.²⁹⁸

Johdon vahingonkorvausvelvollisuus yhtiötä kohtaan syntyy luonnollisesti myös tilanteissa, joissa vahinkoa on aiheutettu muita OYL:n säännöksiä kuin OYL 1:8:ssä säädettyä huolellisuusvelvollisuutta rikkomalla. Tällöin kuitenkin aktualisoituu johdon vahingonkorvausvelvollisuus myös osakkeenomistajia kohtaan, jota tarkastellaan tässä tutkielmassa seuraavaksi.

4.2.2 Kohdeyhtiön hallituksen vastuu osakkeenomistajia kohtaan

Osakkeenomistajien oikeudesta saada korvausta kärsimästään vahingosta suoraan kohdeyhtiön hallitukselta säädetään OYL 22:1.2:ssa. Säännös poikkeaa edellä esitetystä OYL 22:1.1:sta, sillä hallituksen suoran korvausvastuun edellytykset osakkeenomistajia kohtaan on säädetty vaikeammin toteutettaviksi kuin vastuu yhtiölle aiheutetusta vahingosta. OYL 22:1.2:n mukaan osakeyhtiön johto on vastuussa osakkeenomistajalle tai kolmannelle osapuolelle ainoastaan, jos vahinko on aiheutettu rikkomalla osakeyhtiölain muuta säännöstä kuin 1:8:ää tai rikkomalla yhtiöjärjestyksestä tahallaan tai huolimattomuudella. OYL 1:8:n mukaisen huolellisuusvelvoitteen rikkominen ei siten perusta johdolle korvausvastuuta osakkeenomistajia ja kolmansia osapuolia kohtaan.²⁹⁹ Korvausta vaativan

²⁹⁶ TOC:n suositus numero 3 velvoittaa hallitusta huolellisesti arvioimaan ehdotettua julkista ostotarjousta sekä kartoittamaan yhtiön muita vaihtoehtoja. Suosituksessa edelleen korostetaan sitä, että hallituksen on pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen eli käytännössä aloittamaan neuvottelut tarjouksentekijän kanssa, jollei hallitus katso, että jatkaminen itsenäisenä yhtiönä tai jokin muu ratkaisu on osakkeenomistajien kannalta paras vaihtoehto. TOC:n suosituksen 9 mukaan taas hallitus voi vain hyvin poikkeuksellisesti ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin ja lähtökohtaisesti hallituksen tulee saada toimiin valtuutus yhtiökokoukselta.

²⁹⁷ Haussila 2004 s. 370. Lisäksi voidaan pohtia tilannetta, jossa hallitus on ryhtynyt perusteettomasti ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin, mutta ostotarjous on tästä huolimatta toteutunut. Koska yritysvaltauksen torjumiseen tähtäävien toimenpiteiden on katsottu pääsääntöisesti olevan varsin kalliita, voisi yhtiön vahinko konkretisoitua myös tätä kautta. Vahingon määrä olisi tällaisessa tapauksessa yksinkertaisempaa näyttää toteen, sillä määräysvalan hankkineella taholla on käytössään yhtiön koko informaatio, joka myös mahdollisesti sisältää todistusaineistoa hallituksen perusteettomien torjuntatoimien aiheuttamista kustannuksista, esimerkiksi yhtiön kannattavien liiketoimintojen myymisestä kohtuuttoman alhaiseen hintaan. Ks. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 21 ja Kirchner – Painter 2002 s. 453.

²⁹⁸ HE 109/2005 s. 202. Hallituksen esityksen perustelujen mukaan säännös ei kuitenkaan estä osakkeenomistajaa ajamasta OYL 22 luvun 1.2, 2 tai 3 pykälän mukaista kannetta omassa nimissään sellaisen vahingon korvaamiseksi, joka on aiheutettu suoraan osakkeenomistajalle. Vrt. myös KKO 2000:89, jossa korkein oikeus linjasi, että VOYL 15:1:n perusteella osakkeenomistajalle voi aiheutua vahinkoa, jos yhtiöön ei tule korvausta sen kärsimästä vahingosta. Osakkeenomistajalla ei ole ”oikeutta korvaukseen ennen kuin on selvitetty, ettei yhtiöön tule korvausta esimerkiksi siten, että yhtiö tai osakkeenomistajat yhtiön lukuun käyttävät oikeuttaan vahingon korvauskanteen nostamiseen.”

²⁹⁹ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 663, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 540 ja Mähönen – Villa 2006 III s. 298.

osakkeenomistajan on siis lähtökohtaisesti kyettävä osoittamaan jokin erityinen OYL:n säännös tai yhtiöjärjestyksen määräys, jota rikkomalla vahinko on aiheutettu.³⁰⁰

OYL 22:7.4:n mukaan osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta. Säännös pitää sisällään sen, ettei osakkeenomistajalla ole lainkaan oikeutta saada korvausta suoraan itselleen niin sanotusta välillisestä vahingosta.³⁰¹ Näin ollen, jotta osakkeenomistaja olisi oikeutettu vahingonkorvaukseen OYL:n nojalla, on vahinkoa aiheutettava suoraan osakkeenomistajalle. Tällöin vahinkoa kärsineellä osakkeenomistajalla on myös oma itsenäinen kanneoikeutensa.³⁰²

Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajalle on mahdollista syntyä korvauskelpoista vahinkoa, jos ostotarjouksen vastustamistoimia ei voida pitää osakkeenomistajan edun mukaisina edes niiden toteuttamisensa aikaan.³⁰³ Tällöinhän osakkeenomistajat menettävät mahdollisuuden myydä omistuksensa kannattavaan hintaan, jolloin myös vahingon, joka johtuu tästä osakkeiden myyntimahdollisuuden menettämisestä, voidaan katsoa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin.³⁰⁴ Esimerkiksi *Savelan* mukaan osakkeenomistajalle aiheutuu välittömästi vahinkoa muun muassa tilanteessa, jossa osakkeenomistaja on pakotettu myymään osakkeensa liian halvalla tai *osakkeiden myyntimahdollisuus estyy*.³⁰⁵ Mikäli hallitus ilman liiketaloudellista perustetta vastustaa osakkeenomistajille edullista ostotarjousta esimerkiksi kieltämällä varteenotettavalta tarjouksentekijältä due diligence -tarkastuksen suorittamisen ilman perusteltua syytä tai myymällä yhtiön keskeisiä liiketoimintoja liian alhaiseen hintaan ja ostotarjous jää näiden hallituksen toimenpiteiden vuoksi toteutumatta, osakkeiden myyntimahdollisuus kiistatta jää toteutumatta. Näin ollen vastustustoimista aiheutuvan vahingon voidaan katsoa kohdistuvan suoraan osakkeenomistajiin eikä OYL 22:7.4 rajoita tällaisen vahingon korvattavuutta.³⁰⁶

4.2.2.1 OYL:n nojalla noudatettavan säädöksen rikkominen

Osakeyhtiölain 22:1:ssä korvausvastuu perustuu lähtökohtaisesti osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen määräyksen rikkomiseen. Osakeyhtiölakia koskevassa hallituksen esityksessä on kuitenkin to-

³⁰⁰ OYL:n sääntelyä on useaan otteeseen kritisoitu, sillä OYL:ssä on korostettu yleisten periaatteiden merkitystä, minkä vuoksi sääntelyä on karsittu. Näin ollen osakkeenomistajat saattavat kärsiä siitä, että mahdollisuudet vedota OYL:n sääntelyn rikkomiseen vahingonkorvauksen saamiseksi ovat heikkomat kuin aikaisempien lakien aikana. Ks. kritiikistä esim. Toiviainen 2006 s. 33 ja Norri 2006 s. 732-736.

³⁰¹ HE 109/2005 s. 202. Säännös rajoittaa kuitenkin vain OYL:n mukaista korvausoikeutta, ei esimerkiksi oikeutta saada korvausta VahL:n nojalla.

³⁰² Savela 2006 s. 246.

³⁰³ Norros 2009 s. 507.

³⁰⁴ Näin myös Norros 2009 s. 507-508.

³⁰⁵ Savela 2006 s. 246. Myös Stattin esittää, että tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus antaa ostotarjouksesta harhaanjohtavan lausunnon, kohdistuu vahinko suoraan osakkeenomistajiin eikä yhtiöön. Stattin 2009 s. 340.

³⁰⁶ Mikäli hallitus onnistuu torjumaan potentiaalisen tarjouksen jo ennen sen julkistamista, hallituksen epäedullisia toimia voi kuitenkin olla erittäin hankalaa näyttää toteen.

dettu, että OYL:n rikkomisesta on kysymys myös silloin, kun toimitaan sellaisen muun säädöksen vastaisesti, jota OYL:n mukaan on noudatettava.³⁰⁷ Kysymys tämän tutkimuksen kannalta on siis siitä, voidaanko AML:n rikkominen rinnastaa OYL:n rikkomiseen eli voiko johdon *yhtiöoikeudellinen* vahingonkorvausvastuu syntyä myös AML:n rikkomisesta.

Oikeuskirjallisuudessa aihetta on käsitelty, mutta rinnastamiskysymykseen ei ole löytynyt selkeää yksimielistä kantaa.³⁰⁸ *Rapakko* on katsonut, että myös muun lain kuin osakeyhtiölain rikkominen perustaa hallitukselle vahingonkorvausvastuun VOYL:n nojalla. *Rapakko* perustelee johdon vahingonkorvausvastuuta sillä, että yhtiön johdon tulisi tietää rikkovansa lakien säännöksiä ja viittaa tässä yhteydessä erityisesti arvopaperimarkkinalain asettamiin toimintavelvoitteisiin.³⁰⁹ Mielestäni *Rapakon* perusteet eivät täysin vakuuta, sillä mikäli johdolla olisi OYL:n mukaiseen vahingonkorvausvastuuseen johtava yleinen ”selonottovelvollisuus” lakien sisällöstä, muodostuisi johdon korvausvastuu ehkä turhankin ankaraksi.³¹⁰ *Rudanko* ei sen sijaan rinnastaisi AML:a aivan yhtä suoraviivaisesti VOYL:n rikkomiseen kuin *Rapakko*. *Rudangon* mielestä AML:n rikkominen voitaisiin rinnastaa VOYL:n rikkomiseen arvioitaessa yhtiöoikeudellista korvausvastuuta, mikäli AML:n säännös suojaa samoja intressejä kuin VOYL.³¹¹ *Rudangon* sinänsä johdonmukainen ajattelutapa poikkeaa kuitenkin lain selvästä sanamuodosta.³¹² *Savela* taas pitää taas lähtökohtana sitä, että OYL 22:1 koskee vain OYL:n rikkomista.³¹³ Arvopaperimarkkinalain osalta *Savela* toteaa, että koska arvopaperimarkkinalaissa on omat vahingonkorvaussäännöksensä, sitä ei ole tarpeen eikä edes mahdollista rinnastaa OYL:iin sovellettaessa OYL:n vastuusäännöksiä.³¹⁴

Rinnastamisproblematiikan osalta voidaankin esittää kysymys, miksi AML tulisi rinnastaa OYL:iin sovellettaessa OYL 22:1:ää? Arvopaperimarkkinalaissa on oma vahingonkorvaussäännöksensä, joten kysymys on lähinnä siitä, johtaako AML:n ja OYL:n vahingonkorvaussäännösten soveltami-

³⁰⁷ HE 109/2005 s. 195. Esimerkkinä tällaisesta viittauksesta mainitaan OYL 8:3, jonka mukaan tilinpäätös ja toimintakertomus on laadittava KPL:n ja OYL 8 luvun säännösten mukaisesti.

³⁰⁸ Ks. mm. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 541, Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 663, Mähönen – Villa 2006 III s. 306, Norros 2009 s. 40-41, Savela 2006 s. 134-136, Taxell 2001 s. 54-56 ja Toiviainen 1994 s. 1044-1048.

³⁰⁹ Rapakko 1990 s. 176-177. Rapakon mukaan vastuusääntö merkitsee osakeyhtiön johdon erityistä selonottovelvollisuutta lakien ja yhtiöjärjestyksen sisällöstä. Rapakko kuitenkin muutamaa sivua myöhemmin katsoo, että olennaista on VOYL:n viittaus muuhun säännökseen tarkasteltaessa johdon vastuuta muiden kuin osakeyhtiölain säännöksiä rikkomisesta. Rapakko 1990 s. 183.

³¹⁰ Tämä johtuu siitä, että OYL:n perusteella korvataan myös ns. puhtaat varallisuusvahingot. Näin myös Savela 2006 s. 133.

³¹¹ Rudanko 1998 s. 367-368. Rudanko mainitsee esimerkkinä tällaisesta säännöksestä AML:n 6 luvun tarjousvelvollisuus- ja tiedonantosäännökset. Rudangon kanssa samoilla linjoilla ovat myös Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 374.

³¹² Näin myös Norros 2009 s. 41.

³¹³ Savela kuitenkin katsoo, että säännökset, joihin on viitattu OYL:ssa rinnastuvat OYL:n rikkomiseen vahingonkorvausvelvollisuutta arvioitaessa. Savela mainitsee tästä esimerkkinä KPL:n rikkomisen. Savela 2006 s. 134-135.

³¹⁴ Savela 2006 s. 136. Näin myös Mähönen – Villa 2006 III s. 299 ja s. 306-307, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 541 Hidén 2002 s. 130 ja esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 21.

nen olennaisilta osin erilaiseen lopputulokseen. Jos vahingonkorvaussäännösten soveltaminen johtaa samaan lopputulokseen, on rinnastaminen tarpeetonta. Rinnastamiskysymyksen käsittelyyn ylipäätään voidaan katsoa vaikuttaneen AML 9:2:n suppeus ja tulkinnanvaraisuus. AML 9:2:n epäselvyyden on katsottu olevan kokonaisuutena jopa sitä luokkaa, että se laskee huomattavasti korvaussuojan tosiasiallista tehokkuutta.³¹⁵ Näin ollen, mikäli AML:n ja OYL:n vahingonkorvaussäännösten soveltaminen voi johtaa olennaisesti erilaiseen lopputulokseen, tulisi rinnastamisen mahdollisuutta harkita. Vaihtoehtoisesti AML 9:2 tulisi muuttaa paremmin vastaamaan OYL 22:1:ää, jolloin rinnastamisproblematiikka ei lainkaan tarvitsisi käsitellä.³¹⁶ AML:n rinnastaminen OYL:iin sovellettaessa OYL 22:1:ää poikkeaa kuitenkin lain selvästä sanamuodosta, joten tässä tutkielmassa lähdetään siitä, että hallitus voi olla OYL 22:1:n mukaisessa vahingonkorvausvastuussa ainoastaan OYL:n säännöksen tai yhtiöjärjestyksen määräyksen rikkomisesta.³¹⁷ Seuraavaksi pyritäänkin löytämään ne OYL:n aineelliset säännökset, joiden perusteella kohdeyhtiön hallituksen mahdollinen korvausvastuu osakkeenomistajia kohtaan voisi aktualisoitua ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään.

4.2.2.2 Lojaliteettivelvollisuuden rikkominen

Lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen ja vahingonkorvauksen suhdetta on problematisoitu oikeuskirjallisuudessa.³¹⁸ Osakeyhtiölain perusteluissahan ei ole periaatteessa lainkaan tarkasteltu lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen seuraamuksia. Lain kannalta voidaankin pitää ongelmallisena sitä, että OYL 22:1.1:ssä on mainittu OYL 1:8:n mukaisista fidusiaarisista velvollisuuksista ainoastaan huolellisuusvelvollisuus. Kuten edellä jaksoissa 3.2 ja 3.3.2 on esitetty, kuitenkin myös lojaliteettivelvollisuuden perusta on OYL 1:8:ssä.³¹⁹ Tästä syystä voidaankin kysyä, aiheuttaako lojaliteettivelvollisuuden rikkominen vastuun ainoastaan yhtiötä vai sekä yhtiötä että osakkeenomistajia kohtaan.

³¹⁵ Norros 2009 s. 68.

³¹⁶ Ks. AML 9:2:n muutostarpeesta esitevastuun kannalta esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 43-44. Näin myös Karppinen 2009 s. 58-59.

³¹⁷ Näin myös Haussila 2004 s. 371 ja Hidén 2002 s. 126. Toiviainen taas esittää, että OYL:n mukainen vastuu ei olisi tiukasti sidottu lakitekstiin. Toiviainen nostaakin esiin kysymyksen, onko olemassa sellaista yhtiön hallintoon kuuluvaa tointa, jota ei olisi mahdollista ”palauttaa” OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisuudeksi. Ks. Toiviainen 1994 s. 1045-1049. Ks. rinnastamisproblematiikasta muissa asiayhteyksissä myös tapaukset KKO 1998:115, KKO 1999:27 ja KKO 2005:141. Esim. ratkaisussa KKO 1998:115 korkein oikeus totesi seuraavasti: ”Vastuun syntyminen muulla perusteella kuin (V)OYL:a tai yhtiöjärjestyksen määräystä rikkomalla voi tulla kyseeseen vain poikkeuksellisesti. Kysymys on tällöin tilanteista, joissa korvausvastuu johtuu yleisistä vahingonkorvausoikeudellisista periaatteista. Osakeyhtiölain kysymyksessä olevat säännökset eivät esimerkiksi syrjäytä toimitusjohtajan velvollisuutta korvata rikollisella teolla aiheuttamansa vahinko.”

³¹⁸ Ks. esim. Mähönen – Villa 2006 I s. 135-137 ja VOYL:n aikaisesta oikeustilasta Airaksinen – Jauhianen 1997 s. 57 ja 195. Airaksinen ja Jauhianen katsoivat VOYL:n aikana, että myös yhtiön edun edistämismvelvollisuuden rikkominen perustaa korvausvelvollisuuden.

³¹⁹ HE 109/2005 s. 40.

Hallituksen esityksen perusteluissa mainitaan ainoastaan huolellisuusvelvollisuuden rikkominen puhuttaessa johdon vahingonkorvausvelvollisuudesta yhtiötä kohtaan.³²⁰ Osakeyhtiölain perusteluissa on kuitenkin esitetty, että lojaliteettivelvollisuus sisältyy huolellisuusvelvollisuuteen.³²¹ Tällä voitaisiin perustella sitä, että ainoastaan huolellisuusvelvollisuuden rikkominen on mainittu OYL 22:1.1:ssä, jolloin johto olisi vastuussa myös lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta ainoastaan yhtiötä eikä sen osakkeenomistajia kohtaan.³²² Lojaliteettivelvollisuutta on katsottu kuitenkin ilmentävän myös OYL 1:7:n toinen virke³²³, jonka mukaan johto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle tai muulle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Näin ollen lojaliteettivelvoitteen rikkominen voitaisiin tulkita myös osakeyhtiölain OYL 1:7:n rikkomiseksi, jolloin yhtiön johto voisi olla vahingonkorvausvastuussa sekä yhtiötä että osakkeenomistajia kohtaan. Edelleen lojaliteettivelvollisuudesta voidaan puhua OYL 6:4:n esteellisyyssääntöjen yhteydessä, jolloin osakeyhtiölain rikkominen konkretisoituisi myös tätä kautta.³²⁴ Lojaliteettimyönteistä laintulkintaa voidaan lisäksi puoltaa *Airaksisen* ja *Jauhiaisen* esittämällä ajatuskululla, jonka mukaan lojaliteettivelvollisuuden voitiin nähdä myös perustuvan VOYL:n 12:1.2:n säännökseen (nykyään OYL 1:5) eli yhtiön voitontuottamistarkoitukseen, jolloin lojaliteettivelvollisuuden rikkominen perusti korvausvastuun yhtiön johdolle myös VOYL:n aikaisen oikeustilan vallitessa.³²⁵

Mähönen ja *Villa* ovat katsooneet, että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen voi perustaa korvausvastuun sekä yhtiötä että sen osakkeenomistajaa kohtaan. Tämä tulkinta on katsottu olevan myös osakeyhtiölain mukainen sen korostaessa johdon fidusiaristen periaatteiden merkitystä.³²⁶ Lojaliteettivelvollisuuden mukaan johdon on edistettävä yhtiön osakkeenomistajien etua eli pyrittävä osakkeenomistajien sijoituksen arvon maksimointiin, minkä lisäksi johto ei missään tilanteessa saa asettaa omaa etuaan osakkeenomistajien intressien edelle.³²⁷ Mikäli johto ostotarjoustilanteessa onnis-

³²⁰ HE 109/2005 s. 194-195. Ongelma ilmenee täten myös johdon vahingonkorvausvelvollisuudessa osakkeenomistajia kohtaan, sillä OYL 22:1.2:n sanamuoto ”muuten tätä lakia rikkomalla” viittaa nimenomaisesti OYL 22:1.1:ssä mainittuun OYL 1:8:n mukaiseen huolellisuusvelvollisuuden rikkomiseen. OYL 22:1.2:n sanamuodon mukaisen tulkinnan perusteella johdon vahingonkorvausvelvollisuudesta osakkeenomistajia kohtaan voitaisiin katsoa poissulkeutuvan ainoastaan huolellisuusvelvollisuuden rikkominen.

³²¹ HE 109/2005 s. 40 ja 79.

³²² Perusteluissa käytetty logiikka menisi tällöin siten, että koska lojaliteettivelvollisuus sisältyisi huolellisuusvelvollisuuteen, fidusiarisista velvollisuuksista tarvitsisi OYL 22:1.1:ssä mainita vain jälkimmäinen, jolloin lojaliteettivelvollisuus tulisi tätä kautta korvausvastuun piiriin. *Mähönen – Villa* 2006 I s. 135.

³²³ Ks. esim. *Mähönen – Villa* 2006 I s. 135.

³²⁴ *Mähönen – Villa* 2006 I s. 136.

³²⁵ *Airaksinen – Jauhiainen* 1997 s. 57 ja 195. VOYL:n aikana lojaliteettivelvollisuuden rikkominen olisi perustanut korvausvelvollisuuden myös VOYL 15:1:n 2 virkkeen tarkoittamassa tapauksessa. Tämä on tärkeää huomioida nykyinsäädännön kannalta siitä syystä, että hallituksen esityksen perusteluissa voimassa olevaksi osakeyhtiölaiksi OYL 22:1.2:n todetaan olevan asiallisesti VOYL 15:1:n 2 virkkeen kaltainen. HE 109/2005 s. 195.

³²⁶ *Mähönen – Villa* 2006 I s. 136. Osakeyhtiölain perusteluissa on myös nimenomaisesti todettu, että lojaliteettivelvollisuutta koskevaa säännöstä ei tule tulkita johdon velvollisuuksia supistavasti. HE 109/2005 s. 41.

³²⁷ Ks. lojaliteettivelvollisuuden sisällöstä jakso 3.3.2.

tuu omaa etuaan ajaen aiheettomasti torjumaan ostotarjouksen toteutumisen esimerkiksi myymällä osakkeenomistajien etujen vastaisesti yhtiön keskeisiä liiketoimintoja ilman liiketaloudellista perustetta, voitaneen johdon katsoa rikkoneen yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuutensa. Mikäli hyväksytään tulkinta, jonka mukaan myös lojaliteettivelvollisuuden rikkominen perustaa vahingonkorvausvastuun suoraan osakkeenomistajia kohtaan, kohdeyhtiön hallitus voinee joutua vahingonkorvausvastuuseen ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään edellyttäen, että vahingonkorvausvastuun muut edellytykset täyttyvät.³²⁸

4.2.2.3 Esteellisyssäännöksen rikkominen

OYL 6:4:n mukaan hallituksen jäsen ei saa osallistua itsensä ja yhtiön välistä sopimusta koskevan asian käsittelyyn tai yhtiön ja kolmannen välistä sopimusta koskevan asian käsittelyyn, jos siitä on hänelle odotettavissa olennaista etua, joka saattaa olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa.³²⁹ Säännöksessä lisäksi todetaan, että mitä kyseisessä pykälässä säädetään sopimuksesta, sovelletaan vastaavasti muuhun oikeustoimeen, oikeudenkäyntiin sekä puhevallan käyttämiseen. Hallituksen esityksen perustelujen mukaan säännöstä on tulkittu käytännössä verrattain ankarasti.³³⁰ Esteellisyys ei siten edellytä, että osoitetaan tosiasiallisen eturistiriidan olevan olemassa vaan esteellisyyden aiheuttaa jo se, että ristiriita on objektiivisesti ajatellen mahdollinen.³³¹ Olennaista esteellisyssäännöstä tulkittaessa on se, että vain henkilökohtainen etu tai sen todennäköisyys perustaa esteellisyyden, minkä lisäksi edun tulee olla sellainen, että se saattaa olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa.³³² Esteellisyssäännösten rikkomisesta voi seurata vahingonkorvausvastuu suoraan hallituksen jäsenelle.³³³ Esteellisyssäännösten rikkominen ei sinällään aiheuta vielä mitään vahinkoa, vaan vahingon syntyminen edellyttää myös sitä, että tehty päätös ei ollut sisällöltään hyväksyttävä.³³⁴

OYL:n esteellisyssäännöstä on kuitenkin kritisoitu sen suppeudesta.³³⁵ *Savelan* mukaan säännös tulisi laajentaa vastaamaan paremmin todellista intressikonfliktin riskiä, sillä riski väärinkäytöksistä on suurimmillaan juuri silloin, kun johtaja tekee oikeustoimia itsensä, edustamiensa yhtiöiden tai

³²⁸ Lojaliteettivelvollisuuden ja vahingonkorvauksen suhteesta on myös täysin mahdollista esittää päinvastainen tulkinta, sillä OYL 22:1.2:ssa painotetaan nimenomaisen normin rikkomista.

³²⁹ OYL:n esteellisyssäännös ilmentää siten myös johdon lojaliteettivelvoitetta, sillä säännös nimenomaisesti kieltää johdon oman edun tavoittelun sekä osallistumisen asian käsittelyyn intressiristiriidan vallitessa. Ks. esim. Mähönen – Villa 2006 I s. 127 ja 136 ja Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 111. Tässä yhteydessä voidaan puhua johdon ns. itsekontrahtointikiellosta.

³³⁰ HE 109/2005 s. 81. Säännöksen ankaraa tulkintaa voidaan edelleenkin pitää lähtökohtana, koska osakeyhtiölain uudistuksen yhteydessä esteellisyssäännöstä ei muutettu.

³³¹ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 589.

³³² Mäntysaari 2002 s. 87, Savela 2006 s. 102 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 589-590. Huomattavaa kuitenkin on, että yhtiökokous voi hyväksyä esteellisen hallituksen jäsenen tekemän oikeustoimen, jolloin esteellisyys menettää merkityksensä.

³³³ Savela 2006 s. 26 ja Mäntysaari 2002 s. 92-93.

³³⁴ Savela 2006 s. 26.

³³⁵ Ks. kritiikistä esim. Savela 2001 s. 29. Vaikka *Savelan* on esittänyt kritiikkinsä VOYL:n voimassaoloaikana, *Savelan* näkemykset ovat edelleen relevantteja, sillä nykyisen OYL 6:4:n esteellisyssäännös vastaa sanamuodoltaan VOYL 8:10:ää.

sukulaistensa kanssa. Lisäksi *Savela* huomauttaa, että vastuusäännökset tulisi laatia siten, että esteellisyssäännöksen rikkomisesta seuraa vastuun tiukennus. Jos johtaja nimittäin tekee oikeustoimen esteellisyssäännöksen vastaisesti, vastuu ei ole sen ankarampi kuin vastuu vastaavasta toimesta ilman esteellisyttä.³³⁶ Edellä mainituista syistä OYL:n mukaista esteellisyttä tulisikin mahdollisesti tulkita laajentavasti, sillä jos johdolle annetaan suuri vapaus tehdä liiketoiminnallisia ratkaisuja ilman, että näistä seuraa kovinkaan helposti vastuuta, tämä täytyy tasapainottaa ankarammalla vastuulla niissä tilanteissa, joissa on edes kohtuullinen syy epäillä johdon motiivien vilpittömyyttä.³³⁷

Edellä kappaleessa 3.1 on käsitelty johdon ja osakkeenomistajien välistä eturistiriitaa. Ostotarjoustilanteissa johdon ja osakkeenomistajien intressithän saattavat poiketa toisistaan, koska johto mahdollisesti pyrkii tarjoustilanteessa säilyttämään asemansa ja näin ollen saattaa puoltaa ostotarjouksen torjumista, kun taas osakkeenomistajat näkevät ostotarjoustilanteessa kannattavan mahdollisuuden myydä omistuksensa yleistä markkinatasoa korkeampaan hintaan. *Savela* lähtee siitä, ettei ostotarjoustilanne itsessään tee hallituksen jäsenistä esteellisiä.³³⁸ Tämä on epäilemättä perusteltua, sillä kaikissa tarjoustilanteissa johdon ja omistajien välillä ei ole intressikonfliktia. Edelleen, mikäli hallituksen jäsenen esteellisyys syntyisi jo pelkän ostotarjoustilanteen perusteella, olisi hallitus täysin toimintakyvytön ottamaan osaa ostotarjousta koskevaa päätöksentekoon, minkä ei voida katsoa olevan osakkeenomistajien edun mukaista hallituksen ylivoimaisen tiedollisen asema vuoksi. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö hallituksen jäsenen esteellisyys voisi aktualisoitua myös ostotarjoustilanteissa, kun esteellisyys täyttävät edellytykset ovat käsillä. Esteellisyttä tulee siis arvioida *in casu*.

Pelkästään se, että hallitus saattaa pelätä asemansa menettämistä ostotarjoustilanteessa, ei tee hallituksen jäsenestä esteellistä.³³⁹ Hallituksen jäsenen esteellisyys ostotarjoustilanteessa voisi kuitenkin syntyä esimerkiksi tilanteessa, jossa hallituksen jäsen toimii tässä asemassa sekä kohdeyhtiössä että tarjoajayhtiössä.³⁴⁰ Tällöinhän hallituksen jäsenen on epäilemättä vaikeaa toimia sivuvaikutteista vapaana ja ajaa yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua kohdeyhtiössä, jos hallituksen jäsen esimer-

³³⁶ *Savela* 2001 s. 29.

³³⁷ Tältä osin voidaan myös esittää OYL:n esteellisyssäännöstä koskevia päinvastaisia kannanottoja, sillä liian laaja esteellisyssäännöksen tulkinta epäilemättä vaikeuttaa päätöksentekoa yhtiössä.

³³⁸ *Savela* 1999 s. 232.

³³⁹ TOC suositus 7 ja sen perustelut s. 16 ja *Savela* 1999 s. 231. Näin myös Yhdysvaltojen oikeudesta *Velasco* 2010 s. 1239, joka toteaa, että ”even a director's interest in maintaining his position on the board in the face of a hostile takeover may not be sufficient - - to create a conflict of interest”. Ks. myös *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. Supr. 1995).

³⁴⁰ TOC suositus 7 ja sen perustelut s. 16. Näin myös *Savela* 1999 s. 231. Ks. myös City Code Rule 3.2, jonka mukaan ” a conflict of interest will exist, for instance, when there are significant cross shareholdings between an offeror and the offeree company, when there are a number of directors common to both companies or when a person has a substantial interest in both companies.”

kiksi on itse osallistunut päätökseen ostotarjouksen tekemisestä tarjoajayhtiössä.³⁴¹ Myös muunlaiset sidonnaisuudet tarjouksentekijään, kuten asema työntekijänä, lähipiiriin kuuluvana henkilönä tai merkittävänä osakkeenomistajana, voivat perustaa esteellisyyden.³⁴² Hallituksen jäsenen esteellisyys voisi myös syntyä tilanteessa, jossa tarjouksentekijä on luvannut hallituksen jäsenelle taloudellista kompensatiota ostotarjousta edistävästä toimistaan.³⁴³ Edellä kuvatussa tilanteessa hallituksen jäsenelle on odotettavissa henkilökohtaista etua ostotarjouksen tukemisesta, jolloin myös johdon vahingonkorvausvelvollisuus olisi mahdollinen, mikäli ostotarjouksen hyväksyminen ei olisi osakkeenomistajien edun mukaista.³⁴⁴ Hallituksen jäsenellä voi olla olennainen sidonnaisuus myös sellaiseen tahoon, esimerkiksi tarjouksentekijän kilpailijaan, jolle tarjouksen toteutuminen aiheuttaa erityistä haittaa.³⁴⁵ Tällainen sidonnaisuus voi vaikuttaa hallituksen jäsenen mahdollisuuksiin toimia sivuvaikutteista vapaana ja perustaa esteellisyyden.

Kilpailevien tarjousten tilanteessa hallituksen jäsenen esteellisyys voisi myös syntyä, jos osa tarjouksentekijöistä on luvannut hallituksen jäsenelle esimerkiksi taloudellista korvausta tarjouksen edistämisestä tai luvannut säilyttää johdon jäsenen aseman hallituksessa. Mikäli hallituksen jäsen tässä tilanteessa pyrki torjumaan muut kuin hänelle edulliset tarjoukset ja näin toimimalla estäisi osakkeenomistajien näkökulmasta parhaan mahdollisen tarjouksen tekemisen, voitaisiin johdon jäsenen katsoa rikkoneen OYL 6:4:n esteellisyyssäännöksestä ilmenevää lojaliteettivelvoitettaan. Kuten edellä todettiin, OYL 6:4 kieltää nimenomaisesti johdon oman edun tavoittelun eli niin sanottu itsekontrahointikiellon.³⁴⁶ Edelleen johdon jäsen voi olla esteellinen tilanteessa, jossa potentiaalisia tarjouksentekijöitä on useita ja johdon jäsen omistaa merkittävästi yhden tai useamman yhtiön osakkeita. Tällöin hallituksen jäsenen ei tulisi päättää mahdollisista vastatoimista potentiaalista tarjouksentekijää kohtaan, sillä hallituksen jäsen helposti suosisi päätöksenteossaan niitä yrityksiä, joissa hänellä on merkittävä osakeomistus.³⁴⁷

Näin ollen OYL:n rikkominen OYL 6:4:n esteellisyyssäännösten perusteella voisi siis tulla kyseeseen ostotarjoustilanteissa. Esteellisyyssääntöjähän on tulkittava ankarasti ja laajentavasti, minkä

³⁴¹ Suomessa tällaisia tilanteita saattaa syntyä jo senkin vuoksi, että pörssiyhtiöiden hallitusten jäsenet ovat usein ns. hallitusammattilaisia eli johtohenkilöt istuvat monien yhtiöiden hallituksissa samanaikaisesti.

³⁴² TOC suositus 7 ja sen perustelut s. 16. Mikäli hallituksen jäsen omistaa tarjouksentekijän osakkeita, esteellisyyden kannalta merkittävää on omistuksen suuruus.

³⁴³ Ibid.

³⁴⁴ Ks. myös Savela 1999 s. 232. Taloudellisen edun tarjoaminen johdolle ostotarjousta edistävästä toimistaan ei kuitenkaan tee hallituksen jäsenistä esteellisiä, mikäli nämä päättävät ryhtyä tarjousta vastustaviin toimenpiteisiin. Muutenhan tarjouksentekijä pystyisi ”halvaannuttamaan” johdon kaikissa tarjoustilanteissa tarjoamalla hallituksen jäsenille taloudellisia etuja ja tehden näin johdon jäsenistä esteellisiä.

³⁴⁵ TOC suositus 7 ja sen perustelut s. 16.

³⁴⁶ Ks. esim. Mähönen – Villa 2006 I s. 127 ja 136 ja Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 111.

³⁴⁷ Savela 1999 s. 233. TOC:ssa korostetaan sitä, että nimenomaisesti merkittävä osakeomistus voi perustaa esteellisyyden. Ks. TOC suositus 7 ja sen perustelut s. 15-16. Näin ollen hallituksen jäsenen vähäinen osakeomistus tarjouksentekijässä tuskin ainakaan automaattisesti perustaisi esteellisyyttä.

lisäksi jo se, että ristiriita on objektiivisesti ajatellen mahdollinen perustaa esteellisyyden.³⁴⁸ Mikäli hallituksen jäsenellä on odotettavissa henkilökohtaista etua ostotarjousta vastustavista toimistaan, voisi vahingonkorvausvelvollisuus osakkeenomistajia kohtaan syntyä, mikäli vahingonkorvauksen muut edellytykset täyttyvät.

4.2.2.4 Voiton tuottamista koskevan oletettaman rikkominen

Osakeyhtiölain 1:5:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä.³⁴⁹ Oikeuskirjallisuudessa on mainittu useita syitä, minkä vuoksi yhtiöoikeudellinen sääntelyjärjestelmä tulisi rakentaa osakkeenomistajan voitonmaksimointitavoitetta tukevaksi. Näitä syitä ovat esimerkiksi se, että osakkeenomistajan omaisuuden maksimoiva normisto helpottaa pääomien hankintaa yhtiön käyttöön. Lisäksi voitonmaksimointipäämäärästä poikkeamisen katsotaan hämärtävän oikeusjärjestelmää, koska hallituksen jäsenet joutuisivat mahdollittomaan tilanteeseen, jos heidän pitäisi ottaa huomioon ja tyydyttää monien eri etutahojen keskenään ristiriitaiset pyrkimykset. Edelleen osakkeenomistajan omaisuuden arvon maksimointia yhtiöoikeuden keskeisenä lähtökohtana puoltava tekijä on se, että osakkeenomistajat joutuvat kantamaan muihin yhtiön etutahoihin verrattuna suurempaa riskiä. Kaikki muut tahot voivat nimittäin suojata asemaansa erilaisin sopimusjärjestelyin, joilla kielletään yhtiöltä jonkin ei-toivotun järjestelyn tekeminen.³⁵⁰ Osakeyhtiön voitontuottamistarkoitus on siis yhtiöoikeudellisesti erittäin merkittävä oletama, joka nimenomaisesti korostaa osakkeenomistajan asemaa ja oikeuksia.

Lähtökohtaisesti OYL 1:5:n tarkoittama voitto tuotetaan ensin yhtiölle, minkä jälkeen osakkeenomistajat voivat jakaa jakokelpoiset varat itselleen OYL 13:1.1:ssä tarkoitetuilla tavoilla. Yhtiön johdolla saattaa kuitenkin tietyissä tilanteissa olla velvollisuus tuottaa voittoa suoraan osakkeenomistajille. Tällaisena tilanteena on nimenomaisesti mainittu julkinen ostotarjous ja johdon toimintansa yhteydessä.³⁵¹ Edelleen hallituksen esityksen perusteluissa on mainittu, että voiton tuottaminen voi tapahtua esimerkiksi pyrkimällä *mahdollisimman korkeaan osakkeen arvoon*.³⁵² Hallituksen esityksessä tätä pyrkimystä on tarkennettu toteamalla, että pyrkimys osakkeen arvon maksimointiin liittyy lähinnä pörssiyhtiöihin, joissa osakkeenomistaja voi muuttaa osakkeensa rahaksi myymällä

³⁴⁸ HE 109/2005 s. 81 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 589.

³⁴⁹ Tätä osakkeenomistajakeskeistä ajattelutapaa kutsutaan kansainvälisesti ns. shareholder value -ajattelutavaksi. Ks. esim. Ellsworth 2002 s. 158.

³⁵⁰ Sillanpää 1994 s. 91-92 ja Easterbrook – Fischel 1983 s. 398. Lisäksi osakkeenomistajien katsotaan olevan siinä mielessä ainutlaatuisessa asemassa, että yhtiön tuottama voitto kuuluu kokonaan heille muiden yhtiön kanssa tekemisissä olevien tahojen saadessa ainoastaan etukäteen sovitun kiinteän korvauksen panoksestaan.

³⁵¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 20 ja 23.

³⁵² Lähtökohtaisesti voiton tuottamisolettama tarkoittaa voiton tuottamista osakkeenomistajille *pitkällä aikavälillä*. HE 109/2005 s. 38-39. Tietyissä tilanteissa johdon velvollisuus toimia yhtiön edun mukaisesti eli toteuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta (voiton tuottaminen osakkeenomistajille) tarkoittaa kuitenkin ostotarjoustilanteessa sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi. HE 109/2005 s. 41. Näin ollen yhtiön johdon velvollisuus ostotarjoustilanteessa voidaan katsoa olevan *lyhyen aikavälin* voiton tuottaminen osakkeenomistajille, mikäli tämä on osakkeenomistajille edullisempaa kuin jatkaminen itsenäisenä yhtiönä.

ne.³⁵³ OYL 1:5:n voidaan katsoa liittyvän läheisesti myös OYL 1:8:n sisältämään lojaliteettivelvollisuuteen eli johdon velvollisuuteen edistää yhtiön eli ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etua, sillä yhtiön tai sen osakkeenomistajien etu samaistuu käytännössä yhtiön toiminnan tarkoitukseen.³⁵⁴ Kuten edellä on esitetty, osakkeenomistajien etu julkisessa ostotarjouksessa liittyy *välittömästi osakkeen arvoon eli mahdollisimman hyvän ostotarjouksen aikaan saamiseen*.³⁵⁵ Näin ollen myös OYL 1:8:n sisältämällä lojaliteettivelvollisuudella ja mahdollisimman hyvän ostotarjouksen aikaansaamisella voidaan perustella hallituksen velvollisuutta tuottaa voittoa ostotarjoustilanteessa suoraan osakkeenomistajille.³⁵⁶ Huomattavaa kuitenkin on, että mikäli osakkeenomistajille edullisempi vaihtoehto on itsenäisenä yhtiönä jatkaminen kuin ostotarjouksen menestyminen, hallituksella ei ole velvollisuutta myötävaikuttaa tarjouksen menestymiseen.³⁵⁷ Johdolla voidaan siis katsoa lähtökohtaisesti olevan velvollisuus ostotarjoustilanteessa pyrkiä maksimoimaan osakkeen arvo OYL 1:5:n nojalla eli tuottaa voittoa suoraan osakkeenomistajalle, mikäli yhtiön ei ole kannattavampaa jatkaa toimintaa itsenäisenä.³⁵⁸

Mikäli hallitus ilman liiketaloudellista perustetta vastustaa ostotarjousta ja näin ollen estää edullisen myyntimahdollisen syntymisen osakkeenomistajille, hallituksen voitaneen katsoa menetelleen OYL 1:5:n vastaisesti. Osakeyhtiön toiminnan tarkoituksenahan on voiton tuottaminen sen osakkeenomistajille, joten puolustustoimet³⁵⁹, joilla pyrittäisiin tarjouksen torjumiseen ilman, että niillä on liiketaloudellista perustetta, eivät liity osakeyhtiön toiminnan tarkoitukseen ja ovat säännönmukaisesti osakeyhtiölain vastaisia.³⁶⁰ Voitontuottamistarkoitusta koskevan OYL 1:5:n vastainen menettely on OYL:n vastaista menettelyä siinä missä jonkin yksityiskohtaisemman säännöksen rikkomis-

³⁵³ HE 109/2005 s. 39. Ks. myös HE 27/1977 s. 89. Voitontuottamisen tarkoitus katsottiin vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana niin itsestään selväksi, ettei siitä otettu nimenomaista säännöstä osakeyhtiölakiin. Säännös voitiin kuitenkin lukea käänteisesti VOYL 12:1.2:sta, jonka mukaan, jos yhtiön toiminnalla oli kokonaan tai osaksi muu tarkoitus kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, yhtiöjärjestykseen oli otettava tästä määräys. Vuoden 2006 osakeyhtiölain perustelujen mukaan OYL 1:5:n säännökset vastaavat pääasiallisen sisältönsä osalta VOYL 12:1.2:a.

³⁵⁴ HE 109/2005 s. 41. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 40 ja Mähönen – Villa 2006 I s. 314.

³⁵⁵ HE 109/2005 s. 41.

³⁵⁶ Välitöntä osakkeenomistajien etujen huomioon ottamista sovellettaessa OYL 1:5:ää on perusteltu lain esitöissä myös pykälän sanamuodolla sekä yhtiön johdon asemalla, jossa voidaan esitöiden mukaan nähdä piirteitä osakkeenomistajien asiamiehen asemasta ja asiainhuollosta. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 40 ja HE 109/2005 s. 41.

³⁵⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 40 ja HE 109/2005 s. 41. Tällöin OYL 1:5:n mukainen voiton tuottamistarkoitus toteutuu osakkeenomistajien kannalta *pitkällä aikavälillä*.

³⁵⁸ Tältä osin johdon velvollisuudet ostotarjoustilanteessa muistuttava yhdysvaltalaisessa oikeudessa tunnettuja Revlon-velvollisuuksia. Ks. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 181 (Del. 1986) s. 184.

³⁵⁹ Esimerkiksi yhtiön keskeisten liiketoimintojen myyminen alihintaan.

³⁶⁰ TOC suositus 21 ja sen perustelut s. 33. Yhdysvaltojen oikeudessa ns. *rational business purposen* on katsottu tarkoittavan sitä, ettei päätös ole erityisen varomaton, yhtiön varoja ei tarpeettomasti tuhjata tai yhtiön toimintoja ei myydä selvällä alihinnalla. Ks. Kenyon-Slade 2004 s. 229-230.

nen.³⁶¹ Myös esimerkiksi *Savela* lähtee siitä, että mikäli johto toimii voitontuottamistarkoitusta rikkovalla tavalla ostotarjoustilanteessa, on johto vahingonkorvausvelvollinen tästä vahingosta osakkeenomistajille.³⁶² Vahingonkorvausvastuun syntymistä OYL 1:5:n nojalla voidaan myös perustella sillä, että edullisen ostotarjouksen estyminen rajoittaa merkittäväällä tavalla osakkeenomistajien mahdollisuutta tehdä sijoituksellaan voittoa.³⁶³ Osakkeenomistajathan kantavat riskin yhtiön toiminnasta ja näin ollen heillä tulisi olla oikeus maksimoida omistuksensa arvo ja hyötyä ottamastaan riskistä myymällä osakkeensa edulliseen hintaan.

4.2.2.5 Yhdenvertaisuussäännöksen rikkominen

Osakeyhtiölain 1:7:n mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Säännöksen toinen virke sisältää yleislausekkeen, jonka mukaan hallitus ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.³⁶⁴ Pykälä siis sisältää johdolle suunnatun kiellon väärinkäyttää määräysvaltaa yhtiössä.³⁶⁵ Yleislausekkeen tarkoituksena on suojata yksittäisiä osakkeenomistajia lähinnä sellaisissa tilanteissa, joissa ei voida osoittaa mitään muuta lain säännöstä ja/tai yhtiöjärjestyksen määräystä, jonka nojalla tiettyä päätöstä ei saisi tehdä.³⁶⁶ Säännöksen soveltaminen ei edellytä, että päätöksentekijä olisi tarkoittanut hyödyttää osakkeenomistajaa tai muuta yhtiön tai osakkeenomistajan kustannuksella, vaan ratkaisevaa on, minkälaisia seurauksia päätöksestä aiheutuu tai voi aiheutua.³⁶⁷ Vaikka toimenpiteestä ei konkreettisesti ole aiheutunut haittaa, se voi olla yleislausekkeen vastainen, sillä lauseke edellyttää, että toimenpide ”on omiaan” tuottamaan epäoikeutettua etua.³⁶⁸ Yleislausekkeen vastaisen päätöksen tai menettelyn on katsottu loukkaavan yhden tai useamman oikeusasemaa joko välittömästi tai siten, että ainakin osakkeenomistajan mahdollisuudet saada yhtiöstä voittoa heikkenevät tai lakkaavat.³⁶⁹ Yhtiön johdon tekemä yleislausekkeen vastainen toimi voi aiheuttaa vahingonkorvausvelvollisuu-

³⁶¹ *Savela* 2006 s. 74-75, *Mähönen – Villa* 2006 III s. 298 ja *Norros* 2009 s. 508. Samansuuntaisesti myös HE 109/2005 s. 195.

³⁶² *Savela* 1999 s. 248-249. Vrt. Ruotsin oikeudesta *Dotevall*, jonka mukaan ABL:n voitontuottamistarkoituksen rikkominen ei voi synnyttää vahingonkorvausvelvollisuutta, eikä säännöksen rikkomista ole lainkaan sanktioitu. *Dotevall* 1989 s. 417-418. Huomattavaa kuitenkin on, että yksittäisiä hallituksen toimenpiteitä, joilla on katsottava olevan muu tavoite kuin voiton tuottaminen ei voida lukea OYL:n vastaiseksi menettelyksi sovellettaessa OYL 22:1.2:a. Ks. esim. *Norros* 2009 s. 508 ja *Savela* 2006 s. 75.

³⁶³ *Norros* 2009 s. 508-509.

³⁶⁴ Hallituksen esityksen perustelujen mukaan säännöksessä on yhdistetty VOYL 8:14.1:n ja 9:16:n yleislausekkeet vähäisin muutoksiin. Yleislausekkeiden yhdistämisen tehtävänä on ollut vahvistaa entisestään yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä. HE 109/2005 s. 18 ja 39-40.

³⁶⁵ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I s. 27, *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 73 ja *af Scultén* 2004 I s. 121-122.

³⁶⁶ *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 73.

³⁶⁷ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I s. 32.

³⁶⁸ *Savela* 2006 s. 108, *Dotevall* 1989 s. 286, *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 74 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I s. 32. ”Edulta” edellytetään kuitenkin tiettyä olennaisuutta ennen kuin sitä voidaan pitää epäoikeutettuna. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 74 ja *Savela* 2006 s. 108.

³⁶⁹ *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 74.

den.³⁷⁰ Yleislauseke ei sinänsä edellytä tuottamusta, mutta vahingonkorvausvastuu syntyy vain milloin osakkaiden yhdenvertaisuuden rikkominen on ollut tuottamuksellista.³⁷¹

Ostotarjoustilanteessa johdon tulisi käyttäytyä korostetun tasapuolisesti eri omistajatahoja kohtaan.³⁷² Yhdenvertaisen kohtelun vaatimus suojaa nimenomaisesti *kohdeyhtiön osakkeenomistajia* ja periaate sisältää johdolle suunnatun kiellon suosia tiettyä omistajatahoa tai tarjouksentekijää osakkeenomistajien kustannuksella. Sen sijaan tasapuolisen kohtelun vaatimus ei suojaa tarjouksentekijää tässä ominaisuudessa, vaikka tarjouksentekijä omistaisikin kohdeyhtiön osakkeita.³⁷³ Tarjouksentekijöitä voidaan lähtökohtaisesti kohdella eri tavoin, mikäli tämä on perusteltua ja osakkeenomistajien edun mukaista.³⁷⁴ Näin ollen myös tilanteessa, jossa tarjouksentekijä jo omistaa kohdeyhtiön osakkeita, voidaan ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen estämättä, mikäli nykyisten osakkeenomistajien oikeuksia ei tässä yhteydessä vahingoiteta. Yhtä tarjouksentekijöistä ei saa kuitenkaan suosia esimerkiksi sillä perusteella, että tarjouksentekijä jo omistaa kohdeyhtiön osakkeita.³⁷⁵

Ulkomailla on vakiintuneesti katsottu, että kohdeyhtiön johdon tulee lähtökohtaisesti noudattaa niin sanottua *level playing field* -periaatetta, eli kohdeyhtiön johto ei saa asettua tietyn kilpailevan tarjouksen puolelle, eikä ainakaan pyrkiä suosimaan yhtä tarjouksentekijöistä muiden kustannuksella.³⁷⁶ Edellä mainittu periaate on hyväksytty myös ulkomaisessa oikeuskäytännössä ja samalla on katsottu kohdeyhtiön johdon velvollisuutena olevan yritysvaltaustilanteessa huolehtia ennen kaikkea siitä, että osakkeenomistajat saavat osakkeistaan parhaan mahdollisen hinnan.³⁷⁷ *Sillanpään* mukaan tällainen säännös voidaan Suomen oikeudessa johtaa yhdenvertaisuusperiaatteesta, joka jo sellaiseen rajoittaa kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta käyttää yhtiön resursseja tarjouksen torjumis-toimiin. *Sillanpää* edelleen toteaa, että yhtiön johdon tulisi yritysvaltaustilanteessa pyrkiä käyttäytymään korostetun tasapuolisesti eri omistajatahoja kohtaan, koska puolueellinen käyttäytyminen

³⁷⁰ Savela 2006 s. 107-108, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 35 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 76.

³⁷¹ Savela 2006 s. 107-108.

³⁷² Sillanpää 1994 s. 111-112.

³⁷³ Mikäli tarjouksentekijä jo omistaa kohdeyhtiön osakkeita, suojaa yhdenvertaisen kohtelun periaate tarjouksentekijää tämän ominaisuudessaan *osakkeenomistajana*. Savela 1999 s. 218-219.

³⁷⁴ Savela 1999 s. 219. Tarjouksentekijä on usein yhtiön *tuleva* osakkeenomistaja, mutta OYL:n osalta on katsottu, etteivät sen säännökset suojaa yhtiön tulevaa osakkeenomistajaa eikä johdon tule ajaa tulevien osakkeenomistajien etua. Savela 1999 s. 218. Ks. myös Dotevall 1989 s. 284.

³⁷⁵ Savela 1999 s. 219.

³⁷⁶ Ks. Level playing field -periaatteesta esim. Ferrarini – Miller 2009 s. 315-316 ja High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 39-44.

³⁷⁷ Esimerkiksi Iso-Britanniassa ostotarjoustilanteita koskeviin pääperiaatteisiin on perinteisesti kuulunut se, ettei kohdeyhtiö saa ryhtyä tarjousta vastustaviin toimenpiteisiin muuten kuin yhtiökokouksen päätöksellä. Ks. City Code General Principle 3 ja Rule 21. Ks. aiheesta myös Godden 2009 s. 775. Tätä näkökanta tulee myös esille ostotarjousdirektiivin 9 artiklassa.

voidaan tulkita yhdenvertaisuusperiaatteen loukkaukseksi ja se voi äärimmäisessä tapauksessa joutaa vahingonkorvausvastuuseen.³⁷⁸

Vahingonkorvausvelvollisuus johdon ostotarjousta vastustavista toimista voisi OYL 1:7:n perusteella aktualisoitua esimerkiksi tapauksessa, jossa johto kilpailevien tarjousten tilanteessa estäisi osakkeenomistajia myymästä osakkeitaan korkeimman tarjouksentekijälle. Jos johto ilman liiketaloudellista perustetta onnistuu torjumaan yhden tai useamman tarjouksentekijän julkisen ostotarjouksen toteutumisen esimerkiksi kieltämällä due diligence –tarkastuksen suorittamisen, saattavat osakkeenomistajat myydä osakkeensa tarjoajalle, jonka ostotarjous ei välttämättä olisi ollut heidän kannaltaan edullisin. Tässä tilanteessa tarjouksentekijän voidaan katsoa saaneen tilanteesta epäoikeutettua etua³⁷⁹, minkä lisäksi osakkeenomistajat ovat kärsineet vahinkoa. Tällöin johdon vahingonkorvausvelvollisuus voisi mielestäni syntyä OYL 1:7:n perusteella.³⁸⁰

Huomattavaa on, että hallituksen toiminnan normien vastaisuutta on yksinkertaisempaa arvioida tilanteessa, jossa kilpailevien tarjouksien tarjousvastikkeet muodostuvat kokonaan rahasta ja muutkin tarjouksentekijöitä koskevat edellytykset ovat vastaavanlaiset. Jos hallitus tällaisessa tilanteessa onnistuu torjumaan korkeimman tarjouksen toteutumisen esimerkiksi kieltämällä due diligence -tarkastuksen suorittamisen kohdeyhtiössä, hallituksen voidaan katsoa rikkoneen OYL 1:7:n mukaisesti velvollisuuttaan olla tuottamatta epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle tai muulle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Huomattavasti hankalampaa tarjouksien edullisuuden vertailu on tilanteessa, jossa yhdenkin tarjouksentekijän tarjousvastike muodostuu kokonaan tai osaksi tarjoaja yhtiön arvopapereista. Tällöin hallitus voi perustella due diligence -tarkastuksen kieltämistä yhdeltä tarjouksentekijöistä esimerkiksi sillä, etteivät tarjouksentekijöitä koskevat olosuhteet ole vastaavanlaiset vastikearvopaperiin liittyvien tekijöiden vuoksi tai sen vuoksi, että tarjouksentekijä on kohdeyhtiön kilpailija. Hallitus voi aiheettomasti pyrkiä väittämään, ettei hallitus usko vastikearvopaperin positiiviseen kurssikehitykseen, minkä vuoksi tarjousvastike on liian alhainen ja osakkeenomistajien edun vastainen. Tällöin hallituksen toimien lainvastaisuutta voi olla vaikeaa näyttää toteen.

Kuten tässä tutkimuksessa aikaisemmin on jo esitetty, hallituksen tulee huolellisuus- ja lojaliteetti-velvollisuutensa mukaisesti kuitenkin huolellisesti valmistella päätöksensä riittävään selvitykseen

³⁷⁸ Sillanpää 1994 s. 111-112.

³⁷⁹ Tarjouksentekijä saa tilanteesta epäoikeutettua etua, koska tarjouksentekijän tarjous toteutuu edellä mainitussa tilanteessa hinnalla, joka on alhaisempi kuin jos kilpaileva, korkeampi tarjous olisi toteutunut. OYL 1:7 soveltuisi näin ollen ainakin tilanteessa, jossa tarjouksentekijä on kohdeyhtiön osakkeenomistaja, koska tarjouksentekijä osakkeenomistajaa on suosittu muiden osakkeenomistajien kustannuksella.

³⁸⁰ Näin myös Savela 1999 s. 220.

perustuen ja tehdä rationaalinen ja osakkeenomistajien edun mukainen ratkaisu.³⁸¹ Jos hallitus ei ole riittävästi selvittänyt tarjousvastikkeiden edullisuutta esimerkiksi hankkimalla tarjousvastiketta koskevaa lausuntoa taloudelliselta neuvonantajalta³⁸² ja hallitus on vain omaa etuaan ajaen onnistunut torjumaan osakkeenomistajille edullisimman tarjouksen toteutumisen, hallituksen voitaneen katsoa toimineen OYL:n vastaisesti. Vaihtoehtoisesti hallitus voisi joutua vastuuseen, jos hallitus on hankkinut päätöksensä tueksi riittävästi selvitystä, mutta se esimerkiksi vastoin taloudellisen neuvonantajan lausuntoa torjuu tarjouksen, joka olisi selvityksen perusteella ollut osakkeenomistajien edun mukainen.

Näin ollen kilpailevien ostotarjousten tilanteessa johdon vahingonkorvausvelvollisuus voinee aktualisoitua OYL 1:7:n perusteella, mikäli johto epäoikeutetusti vastustaa osakkeenomistajille edullisinta tarjousta ja torjumistoimillaan onnistuu aiheuttamaan näille vahinkoa. *Savelan* mukaan OYL 1:7 ei sen sijaan sovellu tapauksiin, joissa tarjouksentekijöitä on vain yksi.³⁸³ Mielestäni OYL 1:7:n yleislausekkeen voitaisiin kuitenkin ajatella soveltuvan myös näihin tilanteisiin, sillä jos hallitus onnistuu torjumaan osakkeenomistajille edullisen ja hallitukselle itselleen haitallisen ostotarjouksen ilman liiketaloudellista perustetta, hallitukselle *itselleen* voi aiheutua tästä toiminnasta epäoikeutettua etua.³⁸⁴ Esimerkkinä tällaisesta tilanteesta voidaan mainita esimerkiksi yhtiön keskeisten liiketoimintojen myyminen alihintaan ainoastaan pyrkimyksenä estää ostotarjouksen toteutuminen.³⁸⁵ Tällöinhän hallitus on ryhtynyt toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan hallitukselle epäoikeutettua etua osakkeenomistajien kustannuksella, minkä seurauksena osakkeenomistajat ovat kärsineet vahinkoa.³⁸⁶

³⁸¹ HE 109/2005 s. 41. Ks. myös esim. *Savela* 2006 s. 91.

³⁸² Nk. fairness opinion (FO). FO:ta käsitellään tarkemmin hallituksen tuottamuksen arvioinnin yhteydessä jaksossa 5.3.

³⁸³ *Savela* 1999 s. 219. *Savela* esittää, että tällaisessa tilanteessa ketään osapuolta ei epäoikeutetusti ole suosittu, vaikka osakkeenomistajat ovat kärsineetkin vahinkoa.

³⁸⁴ Yleislausekkeen vastaisen päätöksen tai menettelyn on nimittäin katsottu loukkaavan yhden tai useamman oikeusasemaa esimerkiksi siten, että osakkeenomistajan mahdollisuudet saada yhtiöstä voittoa heikkenevät tai lakkaavat. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 74. Lisäksi yleislausekkeen tarkoituksena on suojata yksittäisiä osakkeenomistajia lähinnä sellaisissa tilanteissa, joissa ei voida osoittaa mitään muuta lain säännöstä ja/tai yhtiöjärjestyksen määräystä, jonka nojalla tiettyä päätöstä ei saisi tehdä. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008 s. 73.

³⁸⁵ Ks. *Savela* 1999 s. 292.

³⁸⁶ Jos hallitus haluaa säilyttää asemansa tuomat palkka- yms. etuudet ja tämän vuoksi myy yhtiön keskeisiä liiketoimintoja alihinnalla, hallitus saa tilanteesta epäoikeutettua etua, minkä lisäksi yhtiön arvon laskee myynnin seurauksena. Voidaan kuitenkin myös esittää, että OYL 1:7:n yleislausekkeen tarkoituksena on ensisijaisesti suojata osakkeenomistajien välistä yhdenvertaisuutta. Tällöin hallituksen itselleen hankkimaa epäoikeutettua etua ei välttämättä voisi tulkita OYL 1:7:n vastaiseksi menettelyksi, mutta tällöinkin hallituksen menettely voitaneen tulkita lojaliteettivelvollisuuden tai OYL 1:5:n rikkomiseksi.

4.3 Kohdeyhtiön hallituksen arvopaperimarkkinaoikeudellisen vahingonkorvausvastuun perusteet

4.3.1 AML 9:2:n sisällöstä yleisesti

Julkisia ostotarjouksia säännellään AML:ssa, joten johdon vastuuta on perusteltua tarkastella myös arvopaperimarkkinaoikeudelliselta kannalta. AML 9:2.1:n mukaan ”*se, joka tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä aiheuttaa vahinkoa, on velvollinen korvaamaan aiheuttamansa vahingon*”.³⁸⁷ Verrattuna osakeyhtiölain vahingonkorvaussäännökseen, arvopaperimarkkinaoikeudellisen vahingonkorvausvastuun perustava AML 9:2 on lakitekniisesti varsin suppeasti muotoiltu, eikä se ota suoranaisesti kantaa vahingonkorvausvastuun olennaisiin syntyedellytyksiin. Tämän vuoksi säännös edellyttääkin yksityiskohtaisempaa tarkastelua.

AML 9:2 tai sen esityöt eivät käsittele vastuun kohdentumista koskevaa problematiikkaa. Oikeuskirjallisuudessa onkin pohdittu sitä, kohdistuuko AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu yhtiöön vai yhtiön johtoon.³⁸⁸ Esitevastuutyöryhmän mietinnössä johdon vastuusta todetaan suoraviivaisesti, että ”*johtoon kuuluvan henkilön henkilökohtainen korvausvastuu voi syntyä myös AML:n nojalla*”. Johdon suoran vastuun tueksi viitataan osakeyhtiölain perusteluihin, joiden mukaan osakeyhtiöoikeudellisten vahingonkorvaussäännösten tarkoituksena ei ole sulkea pois esimerkiksi AML 9:2:n mukaista vahingonkorvausvastuuta.³⁸⁹ Haussila taas on perustellut johdon henkilökohtaista vastuuta AML 9:2:n sanamuodolla.³⁹⁰ Esitevastuutyöryhmän ja Haussilan esittämään kantaan johdon vastuusta AML 9:2:n nojalla voidaan mielestäni yhtyä ainakin siinä mielessä, etteivät lain perustelut tai sanamuoto ainakaan yksiselitteisesti sulje pois yritysjohdon henkilökohtaista vastuuta.³⁹¹ Myös osakeyhtiölain perusteluissa on nimenomaisesti mainittu, ettei OYL:n vahingonkorvaussäännöksen tarkoituksena ole sulkea pois esimerkiksi AML 9:2:n mukaista vahingonkorvausvastuuta.³⁹²

³⁸⁷ Kurs. kirjoittajan. Säännöksen toisen momentin mukaan vahingonkorvauksen sovittelusta ja korvausvastuun jakautumisesta on korvausvelvollisten kesken voimassa mitä VahL:n 2 luvussa ja 6 luvussa on säädetty.

³⁸⁸ Ks. aiheesta esim. Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 374, Haussila 2004 s. 363, Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 22 ja 43-44, Mähönen – Villa 2006 III s. 281-282 ja Norros 2009 s. 43-47.

³⁸⁹ Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 22 ja HE 109/2005 s. 194.

³⁹⁰ Haussilan mukaan AML 9:2:n mukaisen vahingonkorvausvastuun ulottaminen yhtiön johtoon näyttäisi mahdolliselta sekä lain että esitöiden valossa. Haussila 2004 s. 369. Haussilan mukaan tätä tulkintaa tukee myös hallituksen jäsenten vastuun osalta se, että valtiovarainministeriön listalleottoesitteestä (539/2002) antaman asetuksen 4.1:n mukaan esitteestä tulee käydä ilmi niiden arvopaperien liikkeeseenlaskijan tai muun arvopapereita tarjoavan yhteisön johdon jäsenten nimet ja tehtävät, jotka ovat *vastuussa* listalleottoesitteestä. Haussila vielä toteaa, että myös valtiovarainministeriön tarjousesitteestä annetussa asetuksessa on edellytetty kerrottavaksi ”*tarjousesitteestä vastuussa olevien nimi ja asema*”.

³⁹¹ AML 9:2:n sanamuodosta on esitetty, että sana ”joka” viittaa kielellisesti arvioituna vain siihen yksittäiseen henkilöön, joka todellisuudessa rikkoo määräyksiä pikemminkin kuin siihen oikeushenkilöön, jonka lukuun toimitaan. Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 27. Ks. myös Toiviainen 2005 s. 564.

³⁹² HE 109/2005 s. 194.

Johdon suoraan korvausvastuuseen AML 9:2:n nojalla on oikeuskirjallisuudessa suhtauduttu myös epäillen. Esimerkiksi *Norros* perustelee vastuun poissulkevaa tulkintaa yhtiön ja yhtiöjohdon vastuiden vahvalla erottelulla kotimaisessa oikeudessa. Lainkohdan suppea sanamuoto tukee *Norrosen* mielestä pikemminkin vastuun poissulkevaa päätelmää, sillä yhtiöjohdon vahingonkorvausvastuun mahdollisuus olisi johdon suoran vastuun tapauksessa tullut nimenomaisesti mainita.³⁹³ Myöskään *Hidén* ei ole yritysjohdon suoran vastuun kannalla, vaan hänen mukaansa selkeintä on pidättäytyä VOYL 15:1:n (nykyisen OYL 22:1:n) mukaisessa rajatummassa vastuussa.³⁹⁴

Oikeuslähteistä on siis vaikeaa löytää suoranaista tukea hallituksen henkilökohtaiselle vastuulle AML 9:2:n nojalla. AML:n säännökset velvoittavat pääsääntöisesti oikeushenkilöitä, jolloin AML:n rikkomisesta seuraava vahingonkorvausvastuu tulisi kohdistua niihin tahoihin, joita myös AML:n mukaiset velvoitteet koskevat.³⁹⁵ Kun otetaan huomioon se, että OYL:ssa on nimenomaisesti pyritty rajaamaan johtohenkilöiden vastuuta OYL:n tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen, minkä lisäksi korvausvastuu AML 9:2:n nojalla saattaa muodostua varsin suureksi, olisi johdon arvopaperimarkkinaoikeudellisen vahingonkorvausvastuun suoraviivainen hyväksyminen mielestäni varsin kyseenalaista.³⁹⁶ Näin ollen lähtökohtana voidaan mielestäni pitää sitä, että AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu kohdistuu ainakin ensisijaisesti yhtiöön eikä suoraan hallitukseen. Korvausvastuun kohdentumista arvioitaessa on syytä myös kiinnittää huomiota siihen, että yhtiö on joka tapauksessa niin sanotun identifikaation perusteella vastuussa yhtiön johdon tuottamuksella aiheutuneista vahingoista.³⁹⁷ Tätä yhtiön vastuuta johdon tuottamuksesta tarkastellaankin seuraavaksi.

4.3.1.1 Yhtiön vastuu johdon tuottamuksesta

Oikeushenkilö ei voi ”itse” aiheuttaa vahinkoa, vaan oikeushenkilö toimii aina toisten välityksellä. Identifikaatiosääntöjen tarkoituksena on hakea vastausta siihen, (a) millä identifioidaan ne henkilöt, joiden toiminnasta aiheutuneet vahingot yhtiö joutuu korvaamaan, (b) miten tämä toiminta identifioidaan ja (c) miten tuottamusta arvioidaan.³⁹⁸ Yksi näistä identifikaation muodoista on niin sanottu

³⁹³ *Norros* 2009 s. 43-45. *Norros* perustelee edelleen vastuun poissulkemista sillä, ettei AML:n sisällöllisissä säännöksissä viitata juurikaan siihen, että säännökset sitoisivat välittömästi yhtiöjohtoon kuuluvia henkilöitä. *Norros* mainitsee tästä kuitenkin poikkeuksena AML 6:6, johon palataan tämän tutkimuksen osassa 4.4.

³⁹⁴ *Hidén* 2002 s. 138. Samoin myös *Huttunen*, jonka näkemyksen mukaan yhtiöjohdolle voi AML:n rikkomistilanteissa syntyä vastuu ainoastaan VOYL 15:1:n nojalla tai jos vahinkoa on aiheutettu tahallisella ja rikollisella menettelyllä. *Huttunen* 2003 s. 104-107.

³⁹⁵ Ks. esim. *Häyrynen* 2006, joka huomauttaa AML 2:7:n osalta, että liikkeeseenlaskijalle asetettu velvollisuus julkistaa arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot on kohdistettu liikkeeseenlaskijaan oikeushenkilönä, eikä sen puolesta toimiville luonnollisille henkilöille.

³⁹⁶ Huomattavaa kuitenkin on, että esimerkiksi Ruotsissa yhtiön johtoon kuuluva voi ABL 29:1:n nojalla joutua korvausvastuuseen osakkeenomistajaa kohtaan paitsi ABL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisesta menettelystä, myös vuosikertomusta tai esitettä koskevan lainsäädännön rikkomisesta. Myös Iso-Britanniassa hallituksen jäsen voi joutua esitteen virheen perusteella korvausvastuuseen suhteessa sijoittajaan FSMA § 79(3):n nojalla. Yhdysvalloisakin johto voi joutua henkilökohtaiseen vastuuseen SA:n 11, 12(a)(1), 12(a)(2) tai Rule 10b-5:n nojalla.

³⁹⁷ Ks. esim. *Toiviainen* 2005 s. 568.

³⁹⁸ *Hidén* 2002 s. 94 ja *Mäntysaari* 1999 s. 956.

orgaanivastuu³⁹⁹ eli yhtiön vastuu jonkin yhtiön orgaanin tekemästä virheestä.⁴⁰⁰ Yleisten identifikaatiosääntöjen on katsottu soveltuvan myös AML 9:2:ään.⁴⁰¹

Oikeushenkilön jonkin orgaanin virhettä pidetään yhtiön virheenä ja vastuu voi tätä kautta syntyä yhtiölle esimerkiksi yhtiön orgaanina toimivan hallituksen toimista.⁴⁰² Orgaanivastuun keskeisen ajatuksen mukaan osakeyhtiön orgaanin tuottamus on yhtiön omaa tuottamusta eli orgaanivastuu on vastuuta yhtiön omasta tuottamuksesta.⁴⁰³ Jotta yhtiö vastaisi orgaaniensa tuottamuksesta, tulee orgaanien aiheuttaa vahinkoa toimiessaan yhtiöoikeudellisen orgaanin roolissa. Edellytyksenä siis on, että vahinkoa aiheuttanut menettely on jollain tapaa tapahtunut yhtiön lukuun, sen hyväksi tai sen toiminnassa.⁴⁰⁴

Ostotarjoustilanteessa hallitus epäilemättä toimii yhtiöoikeudellisessa tehtävässään yhtiön orgaanina. Näin ollen, jos hallitus rikkoo AML:n tai sen nojalla annettuja säännöksiä tai määräyksiä vastustaessaan ostotarjousta, on *kohdeyhtiö* lähtökohtaisesti vahingonkorvausvelvollinen osakkeenomistajalle hallituksen tuottamuksellisista toimista, mikäli osakkeenomistajalle todella on aiheutunut vahinkoa. Osakkeenomistajan kannalta voidaan ajatella olevan helpompaa vaatia vahingonkorvausta suoraan yhtiöltä kuin yksittäiseltä hallituksen jäseneltä. Yhtiö on todennäköisesti maksukykyisempi kuin yksittäinen hallituksen jäsen, minkä lisäksi osakkeenomistajan ei tarvitse kohdistaa vahingonkorvausvaatimustaan tietyille, tuottamuksellisesti toimineelle hallituksen jäsenelle. Toisaalta tilanteessa, jossa vahingonkorvauksen vaatikija on yhtiön osakkeenomistaja, on hänen kannaltaan parempi saada vahingonkorvausta suoraan yhtiöjohdolta henkilökohtaisesti. Tämä johtuu siitä, että yhtiö kärsii taloudellista vahinkoa, mikäli se joutuu maksamaan osakkeenomistajalle vahingonkorvausta, mikä taas vähentää yhtiön osakkeen arvoa.⁴⁰⁵ Tällöinhän vahingonkorvauksen maksaminen yhtiöltä osakkeenomistajalle on rahan siirtämistä ikään kuin ”taskusta toiseen” eikä tämän voida katsoa pal-

³⁹⁹ Ks. orgaanivastuun käsitteen kritiikistä esim. Mäntysaari 2000 a s. 9.

⁴⁰⁰ Hidén 2002 s. 96.

⁴⁰¹ Ks. Mäntysaari 2000 a s. 34, jonka mukaan kantaa voidaan tukea myös ulkomaanoikeudella. Ks. myös Rudanko 1998 s. 287.

⁴⁰² Ks. orgaanivastuusta esim. Hemmo 2002 s. 49, Routamo – Ståhlberg 1995 s. 58-59 ja Hidén 2002 s. 96-98. Pääsääntöisestihän *yhtiön* vastuu aktualisoituu työntekijöiden aiheuttamista vahingoista, joista yhtiö vastaa Vahl 3:1:n eli niin sanotun isännän vastuun perusteella. Yhtiön vastuuta hallituksen jäsenien tekemisistä ei voida kuitenkaan perustaa tähän säännökseen, sillä hallituksen jäsenet eivät ole työsuhteessa yhtiöön, vaan toimivat yhtiön orgaanina. Niin sanotun orgaanivastuun on kuitenkin nähty läheisesti muistuttavan isännän vastuuta, eikä näiden vastuu muotojen erottelulle ole välttämättä nähty edes tarvetta. Näin ollen ei ole perustetta tulkita yhtiön vastuun johtajien tekemisistä olevan ainakaan suppeampi kuin yhtiön isännänvastuu yhtiön työntekijöiden tuottamuksesta. Savela 2006 s. 194-195, Hemmo 2002 s. 49 ja Hidén 2002 s. 96.

⁴⁰³ Ks. esim. Hemmo 2002 s. 49, Savela 2006 s. 195 ja Mähönen – Villa 2006 II s. 286. Yhtiö voi tietyissä tapauksissa jopa olla vastuussa orgaaniensa rikollisista teoista. Taxell 1963 s. 185. Vrt. Toiviainen 1994, s. 1046, jonka mukaan rikos on aina toimialan ulkopuolella.

⁴⁰⁴ Ks. esim. Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 116-117, Hemmo 2005 s. 62-63 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008 s. 665. Jos vahinko on aiheutettu selvästi orgaanitehtävän ulkopuolella, yhtiön ei voida lähtökohtaisesti katsoa vastaavan vahingosta. Savela 2006 s. 198.

⁴⁰⁵ Ks. esim. Norros 2009 s. 38-39 ja 73, Savela 2006 s. 203 ja Ruotsin oikeudesta Stattin 2009 s. 343.

velevan vahingonkorvauksen reparatiivista funktiota.⁴⁰⁶ Tältä osin hallituksen suora vastuu AML 9:2:n nojalla vaikuttaisikin perustellulta.⁴⁰⁷ Ongelman painoarvoa Suomen oikeudessa vähentää kuitenkin se, että vaikka yhtiö olisikin ensisijassa vastuussa korvauksen suorittamisesta, yhtiölle syntyy takautumisoikeus niitä yhtiöjohtoon kuuluvia kohtaan, joiden voidaan katsoa aiheuttaneen vahingon tuottamuksellaan.⁴⁰⁸

Lähtökohtaisesti voidaan siis esittää, että *kohdeyhtiö* joutuu vastuuseen AML:n rikkomisesta suhteessa osakkeenomistajiin eikä sen hallitus. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö hallituksen toimia tulisi tässä yhteydessä arvioida AML:n rikkomisen valossa, sillä hallitus voi joutua korvausvastuuseen suhteessa yhtiöön tuottamuksellisista toimistaan OYL 22:1.1-2:n nojalla. Tällöin hallituksen vastuu kuitenkin edellyttää tuottamusta. AML 9:2:ssä ei ole otettu kantaa siihen, edellyttääkö AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu tuottamusta, joten tätä tuottamusedellytyksen olo-massaoloa tarkastellaan tässä tutkimuksessa seuraavaksi.

4.3.1.2 Tuottamus, todistustaakka ja AML 9:2

AML 9:2:ssä ei mainita nimenomaisesti, edellyttääkö korvausvastuun syntyminen vahingonaiheuttajan tuottamusta. Säännöksen sanamuodon voitaisiin ainakin katsoa viittaavan tuottamuksesta riippumattomaan eli niin sanottuun ankaraan vastuuseen.⁴⁰⁹ Myöskään AML 9:2:n esitöissä ei käsitellä tuottamuskysymystä, vaan hallituksen esityksen perusteluissa todetaan ainoastaan, että korvausvastuuseen sovellettava vastuuperuste jää ratkaistavaksi asianomaista oikeussuhdetta koskevien yleisten periaatteiden mukaan.⁴¹⁰ Lain esitöiden perusteella ei siis ole selvää, tarkoitetaanko asianomaista oikeussuhdetta koskevilla yleisillä periaatteilla nimenomaisesti jaottelua sopimusperusteiseen ja sopimuksen ulkoiseen korvausvastuuseen, mutta tätä voitaneen pitää lähtökohtana.⁴¹¹ Kun korvaus-

⁴⁰⁶ Ks. vahingonkorvauksen reparatiivisesta funktiosta esim. Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 32.

⁴⁰⁷ Tähän ”taskusta toiseen” -ongelmaan viitaten amerikkalaisessa keskustelussa on toisinaan esitetty, että tiedonantovelvollisuuksien laiminlyöntitapauksissa yhtiöjohtoon korvausvastuun pitäisi olla ensisijaista suhteessa yhtiön vastuuseen. Ks. esim. Coffee 2004-2005 s. 541-543.

⁴⁰⁸ Ks. esim. Toiviainen 2005 s. 578 ja Norros 2009 s. 39. Edellä mainittu takautumisvastuu perustuu OYL:n säännöksiin yhtiöjohtoon vastuusta yhtiötä kohtaan eli OYL 22:1.1-2:iin. Mikäli yhtiön johdon jäsen aiheuttaa yhtiölle korvausvastuun suhteessa sivulliseen tai osakkeenomistajaan, korvausvastuu on yhtiön itsensä näkökulmasta vahinkoa, jonka aiheuttajana on yhtiön orgaaniin kuuluva henkilö. Edellä esitetystä seuraa, että yhtiö voi esittää takautumisvaatimuksensa suoraan OYL 22:1.1-2:n nojalla. Norros 2009 s. 39. Ks. myös Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 48-49, jossa todetaan, että esimerkiksi yhtiön oikeudenkäyntikulut, jotka johtuvat hallituksen tuottamuksellisen toiminnan synnyttämästä oikeudenkäynnistä, voisivat olla peruste nostaa VOYL 15:1:seen perustuva kanne hallituksen jäsentä vastaan

⁴⁰⁹ ”Se, joka - - aiheuttaa vahinkoa, on velvollinen korvaamaan aiheuttamansa vahingon”. Ks. Norros 2009 s. 26. Norros mainitsee esimerkkeinä vastaavista sanamuodoista henkilötietolain (1999/523) sekä maakaaren (1995/540), joissa esiintyy vastaava ”joka aiheuttaa - - on velvollinen korvaamaan” sanamuoto. Näiden lainkohtien mukainen vastuu on tuottamuksesta riippumatonta.

⁴¹⁰ HE 157/1988 s. 57.

⁴¹¹ AML 9:2:n perusteluissa mainitaan useaan kertaan vastuumuotojen jaottelu nimenomaan sopimusperusteiseen ja sopimuksen ulkoiseen vastuuseen. HE 157/1988 s. 57. Ks. vastuumuotojen jaottelusta sopimusperusteiseen ja sopimuksen ulkoiseen korvausvastuuseen esim. Hemmo 2006 s. 3, Hemmo 1998 s. 37 ja 197 ja Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 60. Vrt. Savela, joka jakaa vahingonkorvausoikeuden lakisääteiseen ja sopimusperusteiseen vahingonkorvaukseen. Savela 2006 s. 1.

vastuun tuottamusperusteisuus on selvänä pääsääntönä sekä sopimusperusteisessa että sopimuksen ulkoisessa eli niin sanotussa deliktivastuussa, voidaan myös AML 9:2:n mukaisen vahingonkorvausvastuun syntymisen katsoa edellyttävän tuottamusta. Näin ollen, sekä OYL 22:1:n että AML 9:2:n mukainen korvausvastuu on tuottamusvastuuta.⁴¹² Jotta osakkeenomistaja olisi oikeutettu vahingonkorvaukseen AML 9:2:n nojalla, on AML:a rikkoneen tahon täytynyt siis menetellä tuottamuksellisesti.

Jaottelulla sopimusperusteiseen ja sopimuksen ulkoiseen vastuuseen on merkitystä lähinnä niin sanottujen puhtaiden varallisuusvahinkojen korvaamisessa sekä todistustaakan jaossa.⁴¹³ Arvopaperimarkkinoilla aiheutuvat vahingot ovat käytännössä puhtaita varallisuusvahinkoja. Puhtaat varallisuusvahingot kuitenkin korvataan AML 9:2:n perusteella ilman mitään erityisedellytyksiä⁴¹⁴, joten varallisuusvahingon korvattavuus ei AML:n rikkomistilanteissa riipu sopimussuhteen olemassaolosta. Näin ollen vastuumuotoerottelulla on tämän tutkimuksen kannalta merkitystä lähinnä todistustaakan jakoa koskevissa kysymyksissä. Tämä johtuu siitä, että sopimuksen ulkoisessa vastuussa todistustaakka kuuluu pääsääntöisesti vahingonkärsijälle, kun taas sopimusvastuussa todistustaakka tuottamuksesta on lähtökohtaisesti käännetty, eli vahingonaiheuttajan on vastuusta vapautuakseen yleensä pystyttävä näyttämään toimineensa huolellisesti.⁴¹⁵

Ostotarjoustilanteessa merkitykselliset oikeussuhteet vastuumuotoerottelun kannalta ovat kohdeyhtiön ja sen johdon välinen oikeussuhde sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja johdon/kohdeyhtiön⁴¹⁶ välinen suhde. Missään relaatiossa oikeussuhteen ei lähtökohtaisesti voida katsoa perustuvan sopimukseen, jolloin vastuuperusteen kohdeyhtiön ja sen johdon sekä johdon/kohdeyhtiön ja osakkeenomistajien välillä voidaan katsoa olevan sopimuksen ulkoista korvausvastuuta.⁴¹⁷ Jos AML 9:2:n todistustaakka määräytyy deliktivastuun perusteella, on osakkeenomis-

⁴¹² Näin myös Norros 2009 s. 26, Rudanko 1998 s. 281, Hidén 2002 s. 174-176. Ks. toisin Mäntysaari 2001 s. 189. Huomattavaa tosin on, että Mäntysaari ei esitä minkäänlaisia perusteluita kannalleen.

⁴¹³ Sopimusvastuussa puhtaat varallisuusvahingot korvataan täysin, mutta sopimusenuloisessa vastuussa ainoastaan VahL 5:1:n perusteella. Ks. muista vastuumuotojen eroista arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa esim. Norros 2009 s. 31-33.

⁴¹⁴ HE 157/1988 s. 57.

⁴¹⁵ Ks. esim. Taxell 1993 s. 74-77, Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 63-64 ja Hemmo 2005 s. 3-4. Todistustaakkakysymykset ovat kohdeyhtiön osakkeenomistajan oikeussuojan kannalta varsin tärkeitä, koska AML 9:2 jättää todistustaakka koskevan jaon täysin avoimeksi.

⁴¹⁶ Kohdeyhtiöhän vastaa johdon tuottamuksesta ns. orgaanivastuun perusteella. Ks. jakso 4.3.1.1.

⁴¹⁷ Johtajan asemaa voidaan määritellä kuitenkin ns. johtajasopimuksella, jonka kautta puhtaasti yhtiöoikeudellinen korvausvastuu täydentyy sopimusoikeudellisilla elementeillä. Ks. Kyläkallio 1980 s. 315. Ks. johtajasopimuksesta tarkemmin Hietala – Kaivanto 2004. Kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta voitaneen arvioida myös sopimusperusteisen vastuun mukaisesti. Tätä voidaan perustella esim. KKO:n ratkaisukäytännöllä, sillä joissakin ratkaisuisaan KKO on soveltanut sopimusperusteisen vastuun periaatteita, vaikka osapuolten välillä ei ole ollut sopimussuhdetta. Ks. tapaukset KKO 1992:165 ja KKO 1999:19. Myös oikeustaloustieteessä ja modernissa osakeyhtiöoikeudessa vahvasti esillä olleen ns. sopimusverkkomallin mukaan osakeyhtiökonstruktio koostuu sopimuksenomaisista suhteista ja sopimukset ohjaavat eivät ainoastaan yrityksen ulkoisia suhteita, vaan myös sisäistä toimintaa. Ks. esim. Kaisanlahti 1999 s. 62-67, Easterbrook – Fischel 1989 s. 1422-1425. Kuitenkin tarkas-

tajalla OK 17:1:n ja VahL 2:1:n tuottamusvastuuta koskevien säännösten perusteella todistustaakka vahingonaiheuttajasta, vahingon perusteesta eli vahingon aiheuttajan tuottamuksesta tai tahallisuudesta, vahingon aiheuttamisesta eli teon ja vahingon välisestä syy-yhteydestä sekä vahingosta ja sen määrästä.⁴¹⁸ Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että osakkeenomistajan on osoitettava hallituksen jäsenen perusteettomasti vastustaneen ostotarjousta rikkomalla jotakin AML:n säännöstä, jonka seurauksena (osakkeenomistajille edullisin) ostotarjous ei ole toteutunut ja tämä on seurausta hallituksen tahallisesta tai tuottamuksellisesta toiminnasta.⁴¹⁹ Luonnollisesti osakkeenomistajan on myös kyettävä näyttämään toteutunut vahinko.

Huomattavaa kuitenkin on, että edellä esitetystä todistustaakan jakoa koskevasta pääperiaatteesta huolimatta vahingonkorvausoikeudessa on puhuttu niin sanotusta ”korostetun huolellisuusvelvollisuuden alueesta”. Tällöin vahingonkärsijän ei tarvitse esittää näyttöä tuottamuksesta, vaan todistustaakka on vahingon aiheuttajalla.⁴²⁰ Ostotarjoustilanteista on esitetty, että johdon huolellisuusvelvollisuus on korostunut erityisesti johdon ryhtyessä ostotarjousta vastustaviin toimiin.⁴²¹ Ostotarjousta vastustavat toimet ovat yhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta erittäin merkittäviä, mikä puoltaisi sitä, että näiden toimien valmistelun voitaisiin katsoa kuuluvaksi korostetun huolellisuusvelvollisuuden alueelle.⁴²² Tällöin todistustaakka myös deliktivastuussa voitaisiin mahdollisesti katsoa olevan vahingon aiheuttajalla eli tässä tapauksessa hallituksella.⁴²³

Voidaan kuitenkin esittää, ettei todistustaakan muodollisella kohdistumisella ole kovin keskeistä merkitystä arvopaperimarkkinoiden vahingonkorvauskysymyksiä arvioitaessa.⁴²⁴ Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että jos AML:a ylipäänsä todetaan riktun, luo tämä ainakin useimmissa tilanteissa presumption vahingonaiheuttajan tuottamuksesta.⁴²⁵ Lisäksi todistustaakkasäännöt ovat varsin jous-

teltaessa AML 9:2:ää osakkeenomistajien ja johdon välisellä oikeussuhteella ei sinänsä ole lähtökohtaisesti merkitystä, sillä AML 9 luvun 2 §:ää sovelletaan jaksossa 4.3.1 esitetyin perustein yhtiön ja osakkeenomistajien välillä.

⁴¹⁸ Mähönen – Villa 2006 III s. 291.

⁴¹⁹ Kilpailevien tarjousten tilanteessa osakkeenomistajan on vastaavasti kyettävä osoittamaan, että hallitus on perusteettomasti ja tuottamuksellisesti toimien torjunut yhden tai useamman kilpailevista tarjouksista, minkä seurauksena osakkeenomistajan kannalta parasta mahdollista tarjousta ei ole tehty ja tästä on aiheutunut vahinkoa. Jotta vahingonkorvausvastuu AML 9:2:n perusteella voisi syntyä, on hallituksen täytynyt tuottamuksellisella toiminnallaan rikkoa myös jotakin AML:n säännöstä. AML:n aineellisten säännösten rikkomista käsitellään jaksossa 4.3.2.

⁴²⁰ Routamo – Sthålborg – Karhu 2006 s. 83 ja 124-126. Ks. korostetusta huolellisuudesta vahingonkorvausoikeudessa myös Mielityinen 2006 s. 348.

⁴²¹ Savela 1999 s. 229. Samansuuntaisesti myös Norros 2009 s. 507, jonka mukaan yhtiöjohdon huolellisuusvaatimusta kiristää se, jos yhtiöjohdon ja osakkeenomistajien välillä katsotaan ostotarjouksen tai sen valmistelun seurauksena syntyneen eturistiriita.

⁴²² Ks. myös Savela 2006, jonka mukaan yhtiön toiminnan kannalta tärkeisiin ratkaisuihin on kiinnitettävä erityistä huomiota.

⁴²³ Ks. Rudanko 1998 s. 284, jonka mukaan hallituksen ja arvopapereiden haltijoiden välisessä suhteessa on sopimusoikeudellisia elementtejä ja todistustaakan kääntäminen olisi realistinen edellytys sijoittajan oikeussuojan toteuttamiselle.

⁴²⁴ Norros 2009 s. 28 ja Rudanko 1998 s. 284.

⁴²⁵ Norros 2009 s. 28.

tavia, jolloin kysymys todistustaakasta on ratkaistava kulloisenkin vahinkotilanteen mukaan.⁴²⁶ Jotta AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu voisi aktualisoitua, on vahingonaiheuttajan kuitenkin tullut rikkoa AML:a tai sen nojalla annettuja säännöksiä tai määräyksiä. Seuraavaksi tarkastellaan niitä säännöksiä, joiden rikkominen voi perustaa vahingonkorvausvastuun kohdeyhtiön hallituksen ostotarjousta vastustavista toimista AML 9:2:n nojalla.

4.3.2 AML:n aineellisten säännösten rikkominen vahingonkorvausvastuun perusteena

AML:sta on vaikeaa löytää säännöstä, jonka rikkominen perustaisi vahingonkorvausvelvollisuuden hallituksen toimista perusteettomasti vastustaa julkista ostotarjousta. Julkista ostotarjousta koskevat säännökset pääsääntöisesti velvoittavat tarjouksentekijää, eikä niissä oteta kantaa kohdeyhtiön hallituksen asemaan. Ainoa AML:n säännös, joka suoranaisesti velvoittaa kohdeyhtiön hallitusta ostotarjoustilanteessa on AML 6:6, jossa säädetään hallituksen velvollisuudesta antaa lausunto julkisen ostotarjouksen johdosta.⁴²⁷ Hallituksen lausuntoa ja siihen mahdollisesti liittyvää vahingonkorvausvastuuta käsitellään myöhemmin jaksossa 4.4.

AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu tulee kyseeseen myös tilanteessa, jossa vahinko on aiheutettu AML:n nojalla annettujen säännösten tai määräysten rikkomisella. AML 6:17:n mukaan YKL:lla on valta antaa suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa. TOC:n on laatinut YKL, joten se on epäilemättä AML:n nojalla annettu säännös. TOC on kuitenkin suositus, joten sen rikkomista ei voitane pitää AML 9:2:n tarkoittaman säännöksen tai määräyksen rikkomisena. AML:n nojalla annetun määräyksen rikkomisen on katsottu tarkoittavan lähinnä Ratan eli nykyisen FIVA:n antamia määräyksiä.⁴²⁸

Ratan standardi 5.2c:n mukaan hyvän tavan mukainen menettely julkisissa ostotarjouksissa kuitenkin edellyttää, että YKL:n antamia suosituksia ja lausuntoja noudatetaan.⁴²⁹ Kuten edellä jo esitettiin, TOC on YKL:n antama suositus, joten TOC:n rikkominen voitaisiin tulkita hyvän tavan vastaiseksi menettelyksi ja siten Ratan standardi 5.2c:n rikkomiseksi. Ratan standardi 5.2c:n mukainen velvollisuus noudattaa YKL:n suosituksia ja lausuntoja on kuitenkin velvoittavuusasteeltaan *suositus*⁴³⁰, joten täysin selvää ei ole se, voiko standardin suosituksen rikkominen perustaa vahingonkor-

⁴²⁶ Ks. esim. Mähönen – Villa 2006 III s. 291, Virtanen 2005 s. 504, Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 64 ja Taxell 1993 s. 54.

⁴²⁷ Julkisten ostotarjousten osalta merkitykselliseksi voidaan katsoa myös AML 2:7:ssä säännelty yhtiön jatkuva tiedonantovelvollisuus. Yhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sen arvopaperin arvoon.

⁴²⁸ Norros 2009 s. 24 ja Haussila 2004 s. 362.

⁴²⁹ Ratan standardi 5.2c s. 11.

⁴³⁰ Ratan ja FIVA:n antamien kannanottojen velvoittavuustaso vaihtelee. Velvoittavuustasot ovat 1) normi, 2) sitova, 3) suositus, 4) soveltamisohje tai -esimerkki sekä 5) perustelu. Ks. Norros 2009 s. 20.

vausvastuun AML 9:2:n nojalla.⁴³¹ Mikäli Ratan standardi 5.2c:n suosituksen rikkomisen voidaan, joskin tämä on varsin epätodennäköistä, katsoa perustavan vahingonkorvausvastuun AML 9:2:n nojalla, voisi myös TOC:n rikkominen mahdollisesti tätä kautta aktualisoida vahingonkorvausvastuun.⁴³² Johdon perusteeton ostotarjouksen vastustaminen voitaisiin tulkita esimerkiksi TOC:n suosituksen 3 tai 9 rikkomiseksi.⁴³³ Jos siis hallitus omin päin ilman, että se on edes harkinnut yhtiökouksen koolle kutsumista, onnistuu torjumaan osakkeenomistajille edullisen ostotarjouksen toteutumisen ilman liiketaloudellista perustetta, on se toiminut vastoin TOC:n määräyksiä.⁴³⁴ Tätä voi kuitenkin olla vaikeaa näyttää toteen.

Vahingonkorvausvastuu TOC:n rikkomisesta AML 9:2:n nojalla voitaisiin mahdollisesti toteuttaa myös AML 4:1:n laajalla tulkinnalla. Säännös kieltää hyvän tavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn arvopapereiden kaupassa ja sijoituspalvelujen tarjoamisessa.⁴³⁵ Säännöksen voidaan katsoa koskevan erityisesti arvopaperinvälittäjien toimintaa, mutta säännöksen on katsottu olevan luonteeltaan yleinen ja soveltuvan myös esimerkiksi ostotarjoustilanteisiin.⁴³⁶ Koska säännöksen keskeisenä sisältönä on sen arvopaperimarkkinoiden osapuolille asettama velvollisuus toimia hyvän tavan mukaisesti, voitaneen TOC:n rikkomisen katsoa olevan tätä kautta myös AML 4:1:n vastaista toimin-

⁴³¹ Norroksen mukaan RATA:n (FIVA:n) suositusten vastainen menettely ei itsessään voine johtaa vahingonkorvausvastuun syntymiseen. Norros 2009 s. 24.

⁴³² Näin Karppinen 2009 s. 47.

⁴³³ Esimerkiksi TOC:n suosituksen 3 mukaan hallituksen tulee ostotarjoustilanteessa pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Samaisen suosituksen perustelujen mukaan hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaansaamiseksi, mikäli tarjous on osakkeenomistajien edun mukainen. Lisäksi hallituksen aiheeton ostotarjouksen vastustaminen voitaisiin tulkita TOC:n suosituksen 9 vastaiseksi menettelyksi, sillä suosituksessa todetaan, että hallitus voi vain hyvin poikkeuksellisesti ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin. Edelleen TOC:n suosituksessa 9 todetaan, että mikäli hallitus aikoo ryhtyä toimiin, jotka voivat vaarantaa tarjouksen tekemisen tai sen toteutumisen, hallituksen on yleensä kutsuttava koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia ja päätös yhtiökokouksen koolle kutsumisesta on tehtävä huolellisen arvioinnin perusteella. TOC:n suositus 3 s. 11 ja TOC suositus 9 ja sen perustelut s. 18.

⁴³⁴ Hallituksen velvollisuus kutsua yhtiökokoukskoolle käsittelemään toimenpiteitä, jotka voivat johtaa tarjouksen toteutuksen estymiseen perustuu ostotarjousdirektiivin 9 artiklan 2 kohtaan. AML:iin ei kuitenkaan ole otettu säännöstä hallituksen velvollisuudesta kutsua yhtiökokous koolle ostotarjoustilanteessa. AML 6 luvun uudistamista koskevassa hallituksen esityksessä todetaan, että tuolloin vielä sääätämisvaiheessa ollut nykyinen OYL täyttää direktiivin 9 artiklan vaatimukset riittävästi. Lausuma viittaisikin mielestäni siihen, että hallituksen asemaa ainakin tässä suhteessa tulisi arvioida *OYL:n nojalla*, jolloin vahingonkorvausvelvollisuus mahdollisesti myös aktualisoituisi OYL 22:1:n mukaisesti. Ks. HE 6/2006 s.25. Tämä vaikuttaa olleen myös TOC:n laatineen YKL:n käsitys. Ks. TOC suositus 21 ja sen perustelut s. 33, joiden mukaan ”Osakeyhtiölain huolellisuusvelvoitteen mukaan hallitukselle voi ostotarjoustilanteessa syntyä velvollisuus ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvä tarjouksen aikaansaamiseksi. Tämä velvollisuus voi myös ulottua yhtiökokouksen koollekutsumiseen.”

⁴³⁵ Hyvänä tapana arvopaperikaupassa tarkoitetaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista valistuneen ja puolueettoman arvopaperikauppiaiden ja arvopaperinvälittäjien keskuudessa vallitsevan mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. HE 6/2006 s. 52.

⁴³⁶ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 246.

taa. TOC:n mukaisten menettelytapojen noudattamista on nimittäin pidettävä hyvänä tapana arvopaperikaupassa.⁴³⁷

Koska AML ei juuri ota kantaa hallituksen asemaan ostotarjoustilanteessa, ei hallituksen eli identifikaation kautta yhtiön vahingonkorvausvastuulle ole yksinkertaista löytää AML 9:2:n tarkoittamia perusteita. Hallituksen, toisin sanoen kohdeyhtiön, vahingonkorvausvastuun voitaneen katsoa aktualisoituvan lähinnä TOC:n rikkomistilanteissa, mutta täysin selvänä ei voida pitää sitä, että TOC:n rikkominen ylipäättään perustaa vahingonkorvausvastuun AML 9:2:n nojalla. Lähtökohtaisesti hallituksen asemaa ja mahdollista vahingonkorvausvastuuta myös ostotarjoustilanteessa tulisi arvioida OYL:n nojalla⁴³⁸, sillä TOC mielestäni ainoastaan konkretisoi esimerkiksi OYL 1:8 mukaisten huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien sisältöä.⁴³⁹ Lisäksi TOC:n itsesääntely- ja suositusluonne todennäköisesti estää vahingonkorvausvelvollisuuden syntymisen TOC:n säännösten rikkomistilanteissa.⁴⁴⁰ Omana erityiskysymyksenään on kuitenkin vielä syytä tarkastella hallituksen vastuuta AML 6:6:n mukaisesta lausunnosta, jota käsitellään seuraavassa jaksossa.

4.4 Vastuu AML 6:6:n mukaisesta lausunnosta

AML 6:6:n mukaan kohdeyhtiön hallituksen on julkistettava lausuntonsa ostotarjouksesta sekä annettava se tiedoksi tarjouksentekijälle ja Ratalle eli nykyiselle FIVA:lle. Lausunnon sisältövaatimuksista säädetään AML 6:6.2:ssa, jonka mukaan lausunnossa on esitettävä perusteltu arvio 1) tarjouksesta kohdeyhtiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden kannalta ja 2) tarjouksentekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä.⁴⁴¹ Hallituksen esityksen perusteluissa lisäksi todetaan, että lainkohta edellyttää kohdeyhtiön johdolta kannanottoa tarjouksen edullisuuteen, eikä riittävää ole pelkästään tarjouksen neutraali selostaminen.⁴⁴²

⁴³⁷ Ks. TOC:n sitovuudesta TOC s. 8. TOC ilmentää hyvää tapaa, johon viitataan useissa AML:n säännöksissä (ks. AML 2:1, 3:36, 3 a:10, 4:1, 4:2 ja 4:12). Turunen 2009 s. 802.

⁴³⁸ Ks. HE 6/2006 s.25 ja alaviite 434.

⁴³⁹ Näin myös Turunen 2009 s. 802.

⁴⁴⁰ Turusen mukaan yrityskauppalautekunnan suositusten ja lausuntojen noudattamisen laiminlyönnistä aiheutunee vain harvoin muodollisia seuraamuksia. Turunen 2009 s. 802.

⁴⁴¹ Velvollisuus lausunnon antamiseen seuraa ostotarjousdirektiivin 9 artiklan 5 kohdasta, jonka mukaan ” Kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on laadittava ja julkistettava asiakirja, jossa se esittää perustellun lausuntonsa tarjouksesta ja erityisesti sen toteutumisen vaikutuksista yhtiön etuihin, työllisyys mukaan luettuna sekä tarjouksen tekijän -- tarjousasiakirjassa esittämistä kohdeyhtiötä koskevista strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista työllisyyteen”. AML 6:6:n sanamuoto vastaa siis pitkälti direktiivin sanamuotoa.

⁴⁴² HE 6/2006 s. 40. TOC:ssa taas todetaan, ettei hallituksen ole aina välttämätöntä eikä edes aiheellista ehdottaa joko tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä. TOC:n suositus 8 ja sen perustelut s. 17.

Kohdeyhtiön hallituksen lausunnolla on katsottu olevan käytännössä suuri merkitys tarjouksen toteutumiselle.⁴⁴³ Mikäli hallitus suosittelee ostotarjouksen hyväksymistä, menestyy ostotarjous todennäköisemmin verrattuna tilanteeseen, jossa hallitus taas esittää ostotarjouksen hylkäämistä.⁴⁴⁴ Jos kohdeyhtiön hallitus antaa ostotarjouksesta perusteettoman kielteisen tai perusteettoman myönteisen lausunnon, osakkeenomistaja saattaa lausuntoon luottaen hylätä edullisen tai vaihtoehtoisesti hyväksyä alihintaisen ostotarjouksen.⁴⁴⁵ Tällöin osakkeenomistajan voidaan katsoa kärsineen vahinkoa, mutta edellytyksenä luonnollisesti on, että osakkeenomistaja on perustanut päätöksensä hallituksen virheelliseen tai harhaanjohtavaan lausuntoon. Mikäli osakkeenomistaja on todella kärsinyt vahinkoa, vahingon korvaamista voitaisiin ajatella haettavan OYL 22:1:2:n tai AML 9:2:n perusteella. Vaikka hallituksen velvollisuudesta antaa lausunto säädetäänkin AML:ssa, toimii hallitus lausuntoa valmistellessaan yhtiöoikeudellisen orgaanin roolissa, joten vahingonkorvausvastuun voidaan ajatella syntyvän myös OYL 22:1:2:n perusteella.

Kuten edellä jaksossa 4.2 on esitetty, hallituksen jäsen on vahingonkorvausvelvollinen OYL:n nojalla *osakkeenomistajaa ja kolmatta* kohtaan ainoastaan, jos osakeyhtiölakia tai yhtiöjärjestystä on rikottu. Näin ollen vahingonkorvausvastuu hallituksen harhaanjohtavasta lausunnosta ei ainakaan kovin helposti voine syntyä OYL 22:1.2:n nojalla.⁴⁴⁶ OYL 22:1.2:n soveltuvuutta ei sinänsä kuitenkaan estä se, että osakkeenomistajia vahingoittava menettely on tapahtunut AML 6:6:ssä tarkoitettua lausuntoa annettaessa, jos hallitus on toiminnallaan on rikkonut OYL:n mukaisia velvoitteitaan.

Jos hallitus antaa ostotarjouksesta perusteettoman kielteisen tai myönteisen lausunnon ja tästä aiheutuu vahinkoa osakkeenomistajalle, voitaneen hallituksen katsoa lyöneen laimin OYL 1:8:n mu-

⁴⁴³ TOC suositus 8 ja sen johdanto. Käytännön esimerkkinä voidaan mainita Cidron Services Oy:n 20.3.2008 julkistama ostotarjous TietoEnator Oyj:stä. TietoEnatorin hallitus reagoi ostotarjoukseen 21.4.2008 suosittelemalla, että osakkeenomistajat ja optio-oikeuksien haltijat eivät hyväksyisi Cidronin tarjousta. Pääasiallinen peruste tarjouksen vastustamiselle oli tarjouksen riittämättömyys, joka oli myös TietoEnatorin hallituksen taloudellisen neuvonantajan Deutsche Bankin näkemys. TietoEnatorin neljä suurinta osakkeenomistajaa ilmoittivatkin, etteivät ne hyväksy Cidronin ostotarjousta, jonka seurauksena Cidronin vaatima 90 prosentin edustus TietoEnatorin osakkeista ja äänistä ei toteutunut. Tarjous raukesi 26.5.2008. Ostotarjous 20.3.2008 sekä pörsstitiedotteet 21.4.2008, 22.4.2008, 16.5.2008 ja 26.5.2008.

⁴⁴⁴ Ks. Karppinen 2009 s. 28-34. Huomattavaa kuitenkin on, että hallitus todennäköisesti suosittelee ostotarjousta tilanteessa, jossa tarjottu vastike on korkea. Tällöin myös osakkeenomistajat odottavasti suhtautuvat myönteisesti tarjoukseen.

⁴⁴⁵ Ks. esim. Norros 2009 s. 512 ja Stattin 2009 s. 339.

⁴⁴⁶ Sen sijaan vastuu *yhtiötä* kohtaan on yksinkertaisempaa toteuttaa OYL 22:1.1:n perusteella. OYL 22:1.1:n mukaanhan yhtiön johtoon kuuluvan on korvattava vahinko, jonka hän on tehtävässään aiheuttanut yhtiölle rikkomalla tahallaan tai tuottamuksella OYL 1:8:ssä säädettyä *huolellisuusvelvollisuuttaan*, OYL:a tai yhtiöjärjestyksen määräystä. Näin ollen jo pelkän huolellisuusvelvoitteen rikkominen perustaa hallitukselle vahingonkorvausvastuun yhtiötä kohtaan. Koska hallitus vastaa yleistoihimivaltansa perusteella muuallakin lainsäädännössä asetettujen velvoitteiden täyttämistä, hallitus vastaa myös AML:n mukaisista velvollisuuksistaan. Vahingonkorvausvelvollisuus voi siis syntyä, jos hallitus tuottamuksellisesti rikkoo AML:n tai TOC:n säännöksiä julkisista ostotarjouksista antamansa lausunnon yhteydessä esimerkiksi valmistelemalla lausuntonsa riittämättömän selvityksen perusteella. Tällöin yhtiön vahinko voi konkretisoitua esimerkiksi FIVA:n määräämän seuraamusmaksun muodossa. Ks. Rapakko 1990 s. 176-177, Haussila 2004 s. 370 ja LfV 42 §.

kaisen lojaliteettivelvoitteensa eli velvollisuuden edistää osakkeenomistajien etua.⁴⁴⁷ Yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvollisuushan kieltää hallitukselta oman edun tavoittelun, joten jos hallitus pyrkii lausunnolla ilman liiketaloudellista perustetta vaikuttamaan itselleen, muttei osakkeenomistajien kannalta edullisimman tarjouksen menestymiseen, voitaneen hallituksen katsoa toimineen vastoin OYL 1:8:ää. Mikäli hyväksytään tulkinta, jonka mukaan lojaliteettivelvollisuuden rikkominen voi perustaa suoran korvausvastuun yhtiöjohdolle myös muuta tahoa kuin yhtiötä kohtaan, ja harhaanjohtavaa lausuntoa sekä siitä aiheutuvaa vahinkoa voidaan pitää lojaliteettivelvollisuuden rikkomisena, voisi OYL 22:1.2:n mukainen korvausvastuu syntyä myös hallituksen perusteettoman myönteisen tai kielteisen lausunnon perusteella.⁴⁴⁸

Hallituksen yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu antamastaan lausunnosta voitaisiin mahdollisesti perustaa myös OYL 6:4:n esteellisyssäännöksen rikkomiseen.⁴⁴⁹ Jos hallituksen jäsenet OYL 6:4:ssä tarkoitetulla tavalla ovat esteellisiä ja he tästä huolimatta osallistuvat kohdeyhtiön hallituksen lausunnon valmisteluun, laadintaan ja antamiseen, voidaan OYL 22:1.2:n mukainen vahingonkorvausvelvollisuus osakkeenomistajia kohtaan perustaa OYL 6:4:n rikkomiseen, jos osakkeenomistajille on tästä toiminnasta aiheutunut vahinkoa.⁴⁵⁰ Kilpailevien tarjousten tilanteessa mielestäni olisi mahdollista harkita vahingonkorvausvastuuta myös OYL 1:7:n perusteella. Esimerkiksi, jos hallitus ilman liiketaloudellista perustetta suosittelee yhden tarjouksen hyväksymistä ja esittää muiden tarjouksien hylkäämistä, minkä seurauksena osakkeenomistajat tarttuvat alihintaiseen tarjoukseen, voitaisiin hallituksen katsoa rikkoneen OYL 1:7:n mukaista velvollisuuttaan olla tuottamatta epäoikeutettua etua tietyille osapuolelle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.⁴⁵¹

Hallituksen vastuun toteuttaminen OYL 22:1.2:n nojalla ei kuitenkaan ole aivan yksinkertaista. Vahingon aiheuttamismekanismi, toisin sanoen kohdeyhtiön osakkeita koskevan kaupan syntymättä jääminen tai sen sisällöllinen epäedullisuus on melko kaukana hallituksen vastuun ydinalasta.⁴⁵²

Hallituksen yhtiöoikeudellisen vastuun syntyminen näyttäisi kuitenkin periaatteessa olevan mahdol-

⁴⁴⁷ Hallituksenhan tulee huolellisesti toimien edistää yhtiön ja ostotarjoustilanteessa erityisesti osakkeenomistajien etua (OYL 1:8). Ks. jaksot 3.2 ja 3.3.2. Myös Norros katsoo, että hallituksen harhaanjohtavaa lausuntoa ja tästä aiheutunutta vahinko voitaneen tarkastella lojaliteettivelvollisuuden laiminlyömisestä kannalta. Norros 2009 s. 512.

⁴⁴⁸ Täysin selvänä ei kuitenkaan ole pidetty sitä, voiko lojaliteettivelvoitteen laiminlyönti ylipäättään synnyttää hallitukselle korvausvastuun osakkeenomistajia kohtaan OYL 22:1.2:n nojalla, mutta esimerkiksi Mähönen ja Villa ovat esittäneet tämän olevan mahdollista. Ks. lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta jakso 4.2.2.2.

⁴⁴⁹ Ks. esteellisyydestä tarkemmin jakso 4.2.2.3. Savela on kritisoinut OYL:n esteellisyyssäännöstä sen suppeudesta. Ks. Savela 2001 s. 29. Esteellisyyssäännöstä tulisikin tulkita laajentavasti sen suppean muotoilun vuoksi.

⁴⁵⁰ Kuten jaksossa 4.2.2.3 todettiin, pelkästään ostotarjouksen ilmaantuminen ja pelko hallituspaikan menettämistä ei tee hallituksen jäsenistä esteellisiä OYL 6:4:ssä tarkoitetulla tavalla.

⁴⁵¹ Ks. yhdenvertaisuudesta jakso 4.2.2.5. Edelleen OYL 1:7 voisi mielestäni mahdollisesti soveltua myös tilanteeseen, jossa ostotarjouksen tekijöitä on vain yksi. Jos hallitus tällöin omaa etuaan ajaen ja esimerkiksi vastoin taloudellisen neuvonantajan lausuntoa suosittelee osakkeenomistajille edullisen ja itselleen haitallisen ostotarjouksen hylkäämistä, hallitus on saanut toiminnallaan epäoikeutettua etua osakkeenomistajien kustannuksella, mikäli osakkeenomistajat hallituksen lausuntoon luottaen päättävät olla tarttumatta ostotarjoukseen.

⁴⁵² Norros 2009 s. 512.

lista. Myös YKL:n TOC:ssa esittämä kanta näyttäisi olevan se, että vahingonkorvausvastuu ostotarjouksen johdosta annetusta lausunnosta kuuluisi OYL 22:1:n mukaisen korvausvastuun piiriin.⁴⁵³

Koska hallituksen velvollisuudesta antaa lausunto on säädetty nimenomaisesti AML 6:6:ssä, on hallituksen vahingonkorvausvastuuta syytä tarkastella myös AML 9:2:n mukaisen vastuun kannalta. AML 6:6:n osalta huomattavaa on, että toisin kuin suurin osa AML:n säännöksistä, AML 6:6 velvoittaa sanamuotonsa mukaan suoraan kohdeyhtiön hallitusta eikä yleisesti kohdeyhtiötä.⁴⁵⁴ Tällöin voitaisiin ajatella, että myös vahingonkorvausvastuu AML 6:6:n mukaiseen lausuntoon liittyvien velvollisuuksien rikkomisesta kohdistuisi suoraan yhtiön johtoon. Aikaisemmin tässä tutkielmassa on käsitelty AML 9:2:n mukaisen korvausvastuun kohdentumiseen liittyvää problematiikkaa.⁴⁵⁵ Pääsääntöisesti AML 9:2:n mukaisen korvausvastuun on katsottu kohdistuvan oikeushenkilöihin eikä suoraan niiden johtoon, mutta AML 6:6:n tarkoitetun lausunnon tapauksissa tästä pääsäännöstä voisi olla mahdollista poiketa.⁴⁵⁶ Tätä voidaan perustella ensinnäkin säännösten sanamuodoilla. AML 6:6 velvoittaa suoraan hallitusta, minkä lisäksi AML 9:2:ssä todetaan ”[j]oka tämän lain -- vastaisella menettelyllä aiheuttaa vahinkoa, on velvollinen korvaamaan”.⁴⁵⁷ Lisäksi oikeuskirjallisuudessa on esitetty näkemyksiä, joiden mukaan AML 9:2 voi velvoittaa suoraan myös kohdeyhtiön hallitusta.⁴⁵⁸ Myös osakeyhtiölain perusteluissa on nimenomaisesti mainittu, ettei OYL:n vahingonkorvaussäännöksen tarkoituksena ole sulkea pois esimerkiksi AML 9:2:n mukaista vahingonkorvausvastuuta.⁴⁵⁹ Tämänhetkisen lainsäädännön valossa mahdollista on kuitenkin esittää myös täysin päinvastainen eli hallituksen suoran vastuun poissulkeva tulkinta AML 6:6:ää sovellettaessa⁴⁶⁰, mutta useat argumentit tukevat hallituksen suoraa vastuuta.

⁴⁵³ TOC:n suosituksen 8 perusteluissa todetaan, että ”Lausunnon antaminen tarjouksesta kuuluu hallituksen tehtäviin ja sen tulee varmistua, että se on toiminut lausunnon valmistelussa huolellisesti ja osakeyhtiölain periaatteita noudattaen”. TOC s. 17.

⁴⁵⁴ Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö vastuu voisi syntyä myös yhtiölle. Kuten jaksossa 4.3.1.1 on esitetty, yhtiö voi olla vastuussa johdon tuottamuksesta ns. identifikaatiosääntöjen perusteella.

⁴⁵⁵ Ks. jakso 4.3.1

⁴⁵⁶ Näin myös Norros 2009 s. 512-514 ja Karppinen 2009 s. 40-41.

⁴⁵⁷ AML 9:2:n sanamuodosta on esitetty, että sana ”joka” viittaa kielellisesti arvioituna vain siihen yksittäiseen henkilöön, joka todellisuudessa rikkoo määräyksiä pikemminkin kuin siihen oikeushenkilöön, jonka lukuun toimitaan. Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 27. Ks. myös Toiviainen 2005 s. 564.

⁴⁵⁸ Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 22 ja Haussila 2004 s. 369.

⁴⁵⁹ HE 109/2005 s. 194. Hallituksen suoraa vastuuta puoltavana argumenttina voidaan myös mainita oikeusvertailvat näkökohdat, sillä esimerkiksi Ruotsissa, Isossa-Britanniassa sekä Yhdysvalloissa johdon suora vahingonkorvausvastuu on tietyissä tilanteissa mahdollinen. Esimerkiksi Ruotsissa yhtiön johtoon kuuluva voi ABL 29:1:n nojalla joutua korvausvastuuseen osakkeenomistajaa kohtaan paitsi ABL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisesta menettelystä, myös vuosikertomusta tai esitettä koskevan lainsäädännön rikkomisesta. Myös Iso-Britanniassa hallituksen jäsen voi joutua esitteen virheen perusteella korvausvastuuseen suhteessa sijoittajaan FSMA § 79(3):n nojalla. Yhdysvalloissakin johto voi joutua henkilökohtaiseen vastuuseen SA:n 11, 12(a)(1), 12(a)(2) tai Rule 10b-5:n nojalla.

⁴⁶⁰ Voidaan esimerkiksi esittää, että koska hallituksen suoraa vastuuta ei lainkaan ole käsitelty AML 9:2:n tai AML 6:6:n esitöissä, olisi vastuun laajentava tulkinta lainsäätäjän tarkoituksen vastainen. Myöskään ostotarjousdirektiivissä ei ole otettu kantaa hallituksen vahingonkorvausvelvollisuuteen antamansa lausunnon johdosta. Ks. Norros 2009 s. 513.

Jotta hallituksen vastuuta voidaan arvioida AML 9:2:n perusteella, on vahinkoa täytynyt aiheuttaa AML:n tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä.⁴⁶¹ Kuten edellä on jo todettu, lausunnosta säädetään AML 6:6:ssä, mutta säännös tai sen esityöt eivät aseta sen tarkempia vaatimuksia lausunnon laadinnassa noudatettaville menettelytavoille. Näin ollen säännöksen rikkominen käytännössä edellyttäne sitä, ettei hallituksen lausuntoa ole laadittu lainkaan tai ettei siinä ole esitetty säännöksen edellyttämiä arvioita sen vaatimista seikoista. Epäselväksi siis jää, voidaanko huolimattomuus hallituksen lausunnon laadinnassa tulkita AML 6:6:n rikkomiseksi.⁴⁶²

Hallituksen lausunnon laadinnassa noudatettavia menettelytapoja on tarkennettu TOC:ssa.⁴⁶³ TOC:n suosituksen 8 perustelujen mukaan hallituksen tulee varmistua siitä, että se on toiminut lausunnon valmistelussa huolellisesti ja OYL:n periaatteita noudattaen, minkä lisäksi hallituksen tulee riittävässä määrin selvittää tarjousta ja sen vaikutusta kohdeyhtiöön sekä yhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta.⁴⁶⁴ Jos hallitus ei esimerkiksi riittävästi selvitä ostotarjousta ja huolimattoman toimintansa seurauksena antaa harhaanjohtavan lausunnon ostotarjouksen edullisuudesta, on hallitus rikkonut TOC:n suosituksia. Mikäli jaksossa 4.3.2 esitetty tulkinta⁴⁶⁵ hyväksytään, voisi hallituksen lausunnon huolimaton valmistelu johtaa vahingonkorvausvastuuseen AML 9:2:n nojalla, jos osakkeenomistajat ovat perustaneet päätöksen ostotarjouksen hyväksymisestä tai hylkäämisestä hallituksen lausuntoon ja tästä päätöksestä on aiheutunut heille vahinkoa. Mielestäni kuitenkin hallituksen lausunnon huolimaton valmistelu ja siitä mahdollisesti aiheutunutta vahingonkorvausvastuuta tulisi lähtökohtaisesti arvioida OYL:n nojalla, sillä TOC:n suosituksen kahdeksan perustelut ainoastaan toistavat OYL 1:8:stä ilmenevän huolellisuusvelvollisuuden.

Hallituksen vastuuta antamastaan lausunnosta on mahdollista arvioida vielä AML 2:1:n nojalla. Säännös kieltää harhaanjohtavien ja totuudenvastaisten tietojen esittämisen ja hyvän tavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn arvopapereiden hankkimisessa tai markkinoinnissa. Säännös on soveltamisalaltaan varsin laaja, sillä sen on katsottu soveltuvan myös arvopapereiden hankkimiseen julkisen ostotarjouksen yhteydessä⁴⁶⁶, minkä lisäksi AML 2:1:n on nähty vaikuttavan jokaisen AML:n tiedonantovelvollisuutta määrittävien säännösten taustalla.⁴⁶⁷ Hallituksen lausunnon tarkoituksena

⁴⁶¹ Käytännössä tämä tarkoittaa siis sitä, että hallitus on lausuntoa valmistellessaan, käsitellessään tai antaessaan syyllistynyt AML:n tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten rikkomiseen.

⁴⁶² Ks. aiheesta tarkemmin Karppinen 2009 s. 46-47.

⁴⁶³ Ks. TOC:n suositus 8 ja sen perustelut s.16-18. Myös Ratan standardi 5.2c sisältää sääntelyä kohdeyhtiön hallituksen lausunnosta, mutta se ei kuitenkaan sisällä mitään sellaista, joka ei sisältyisi ostotarjousdirektiiviin tai AML 6 luvun säännöksiin.

⁴⁶⁴ TOC suositus 8 ja sen perustelut s. 16-18.

⁴⁶⁵ Tulkinta edellytti, että (a) TOC:n rikkominen voidaan nähdä Ratan standardi 5.2c:n rikkomiseksi ja (b) Ratan standardi 5.2c:n rikkominen on AML 9:2:ssä tarkoitetun AML:n nojalla annetun määräyksen rikkomista. Vaihtoehtoisesti vastuu voitaisiin toteuttaa AML 4:1:n laajalla tulkinnalla.

⁴⁶⁶ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 54.

⁴⁶⁷ Astola 1990 s. 73.

on varmistaa, että osakkeenomistajilla on oikeat ja riittävät tiedot ostotarjousta koskevan päätöksen tekonsa tueksi.⁴⁶⁸ Näin ollen kohdeyhtiön hallituksen lausunto voisi olla mahdollista luokitella tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvaksi erityiseksi velvoitteeksi, joka aktualisoituu julkisen ostotarjouksen yhteydessä.⁴⁶⁹ Tällöin myös AML 2:1:n voitaisiin katsoa soveltuvan lausunnon antamiseen ja siinä esitettyihin tietoihin. Vahingonkorvausvastuu voisi tulla arvioitavaksi, jos hallitus syylistyy AML 2:1:n tarkoittamalla tavalla tiedonantovirheeseen antamassaan lausunnossa. Tiedonantovirheestä voisi olla kysymys tilanteessa, jossa hallitus esittää totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja⁴⁷⁰ lausunnossaan ja perustelee näillä virheellisillä tiedoilla lausunnossaan antamaa suositusta joka hyväksyä tai hylätä ostotarjous.⁴⁷¹ Mikäli osakkeenomistajat perustavat päätöksensä hallituksen virheelliseen suositukseen, on virheellinen tieto vaikuttanut heidän sijoituspäätökseensä, minkä seurauksena he ovat kärsineet vahinkoa.⁴⁷²

4.5 Yhteenveto

Tässä luvussa on tarkasteltu kohdeyhtiön hallituksen vahingonkorvausvastuuta OYL:n ja AML:n perusteella. Kohdeyhtiön johdon vahingonkorvausvastuuta ostotarjoustilanteessa voidaan perustella esimerkiksi luottamusnäkökohdilla sekä vahingonkorvauksen preventiivisellä ja reparatiivisella funktiolla. Jotta yrityksen pääoman saanti markkinoilta ei tarpeettomasti vaikeudu, sijoittajien on voitava luottaa siihen, että markkinoilla käyttäytyään hyvän tavan mukaisesti ja tilanteessa, jossa sijoittajien oikeuksia on perusteettomasti loukattu, sijoittajilla on mahdollisuus vahingonkorvauksen saamiseen epälojaalisti käyttäytyneeltä yhtiön johdolta. Lisäksi voidaan esittää, että jo uhka vahingonkorvausvastuusta kannustaa kohdeyhtiön hallitusta toimimaan ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien edut huomioivalla tavalla.

Vaikka kohdeyhtiön hallituksen voitaisiin katsoa olevan vahingonkorvausvastuussa ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään, korvausvastuun käytännön toteuttaminen ei nykyisen oikeustilan

⁴⁶⁸ Karppinen 2009 s. 48. Ks. myös Palm 2005 s. 322, TOC:n suositus 8 ja sen perustelut, s. 16-18 ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1.b)-kohta.

⁴⁶⁹ Karppinen 2009 s. 48.

⁴⁷⁰ Totuudenvastaisen tiedon antamisella tarkoitetaan jonkin arvopaperia ja markkinoita koskevan seikan selostamista tai muunlaista esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Sen sijaan harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se voi puutteellisuutensa, esittämistapansa tai -muotonsa takia antaa vastaanottajalle virheellisen käsityksen. HE 147/1988 s. 25. Ks. aiheesta lähemmin Häyrynen 2006 s. 239-245.

⁴⁷¹ Ks. tiedonantovirheistä esim. Sillanpää 2007 s. 324.

⁴⁷² Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 b)-kohdan mukaan kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on oltava riittävästi aikaa ja tietoja voidakseen tehdä asianmukaisiin tietoihin perustuvan päätöksen tarjouksesta. Informaatiolla on erittäin keskeinen merkitys arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperimarkkinoita koskevalla lainsäädännöllä on haluttu parantaa markkinoiden tehokkuutta sääntelemällä markkinaosapuolten ja markkinapaikkojen ylläpitäjien tiedonantovelvollisuuksista. Astola 1990 s. 20. Puolueettomilla markkinoilla kaikilla sijoittajilla on yhtäläiset mahdollisuudet käyttää hyväkseen arvopaperikaupoissa arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevia tietoja. Tämä edellyttää luonnollisesti sitä, että sijoittajat saavat riittävästi tarvitsemaansa tietoa. Korva 2004 s. 432. Ks. myös Ratan standardi 5.2a.

vallitessa ole ongelmatonta. Ensimmäinen tulkintavaikeus liittyy sovellettavan lain valintaan. Vaikka julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset ovat AML:ssa, toimii hallitus ostotarjoustilanteessa osakeyhtiön organin ominaisuudessa.

Kohdeyhtiön hallituksen vahingonkorvausvastuu yhtiötä kohtaan syntyy jo OYL 1:8:n mukaisen huolellisuusvelvollisuuden rikkomisen johdosta.⁴⁷³ Johdon vahingonkorvausvastuu osakkeenomistajia kohtaan on kuitenkin hankalampaa toteuttaa, sillä vastuu syntyy vain, jos nimenomaista OYL:n tai yhtiöjärjestyksen määräystä on rikottu. OYL:n mukaisen lojaliteettivelvollisuutensa mukaan johdon on edistettävä yhtiön ja ostotarjoustilanteessa suoraan osakkeenomistajien etua. Lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen seurauksista on oltu montaa mieltä, mutta mahdolliseksi on katsottu se, että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen perustaa yhtiön johdolle vahingonkorvausvastuun myös osakkeenomistajia kohtaan. Jos johdolla on valta estää ostotarjouksen toteutuminen, tulisi vahingonkorvausvastuun mahdollisuus sallia myös lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta, mikäli johto toimii epälojalisesti osakkeenomistajia kohtaan ostotarjoustilanteessa.⁴⁷⁴

Jos lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen ei voida katsoa perustavan johdolle vahingonkorvausvastuuta osakkeenomistajia kohtaan, korvausvastuun perustetta voitaisiin ajatella haettavan esimerkiksi OYL 1:5:n tulkinnalla. Osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on voiton tuottaminen osakkeenomistajille, joten puolustautumistoimenpiteet, joilla pyrittäisiin tarjouksen torjumiseen ilman, että niillä on liiketaloudellista perustetta, eivät liity osakeyhtiön toiminnan tarkoitukseen ja ovat siten osakeyhtiölain vastaisia. OYL 1:5:n rikkominen perustaa kohdeyhtiölle vahingonkorvausvastuun sekä suhteessa yhtiöön että sen osakkeenomistajiin. Mielestäni johdon toiminta, jonka seurauksena osakkeenomistajille edullinen ja johdolle haitallinen ostotarjous jää toteutumatta ilman liiketaloudellista syytä, voitaisiin myös tulkita OYL 1:7:n rikkomiseksi, sillä tällaisen toiminnan seurauksena johdon voitaneen katsoa hankkineen tilanteesta epäoikeutettua etua itselleen osakkeenomistajien edun kustannuksella. OYL 1:7:n voidaan katsoa soveltuvan myös kilpailevien ostotarjousten tilanteeseen. Johdon vahingonkorvausvastuu on mahdollista toteuttaa myös OYL 6:4:n mukaisten esteellisyysäännösten rikkomisen kautta, sillä säännöksen rikkominen perustaa johdolle vahingonkorvausvastuun sekä osakkeenomistajia että yhtiötä kohtaan. Näin ollen voidaan siis todeta, että *johdon vahingonkorvausvastuu ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään on mahdollista toteuttaa OYL:n nojalla.*

⁴⁷³ Jos siis hallitus tekee päätöksensä vastustaa julkista ostotarjousta riittämättömien selvitysten pohjalta ja tästä aiheutuu vahinkoa kohdeyhtiölle esimerkiksi FIVA:n määräämän seuraamusmaksun johdosta, on hallitus vahingonkorvausvelvollinen tästä vahingosta kohdeyhtiölle.

⁴⁷⁴ Tältä osin analogiaa voidaan hakea Yhdysvaltojen oikeuskäytännöstä, jossa lojaliteettivelvollisuus on ehdoton ja sen rikkominen perustaa vahingonkorvausvastuun myös suhteessa yhtiön osakkeenomistajia.

Koska julkisia ostotarjouksia säännellään AML:ssa, joka sisältää oman vahingonkorvaussäännöksenä, johdon mahdollista vahingonkorvausvastuuta on syytä tarkastella vielä AML:n nojalla. Tässä luvussa on pohdittu kysymystä, voiko AML:n rikkominen rinnastua OYL:n rikkomiseen, eli voiko kohdeyhtiön yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu syntyä myös AML:n vastaisen toiminnan perusteella. Lähtökohtana voidaan kuitenkin pitää sitä, että AML:n rinnastaminen OYL:iin on lähtökohtaisesti kiellettyä. Näin ollen AML:n rikkominen voi perustaa vahingonkorvausvastuun ainoastaan AML 9:2:n nojalla. AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu edellyttää, että vahinko on aiheutettu AML:a tai sen nojalla annettuja säännöksiä tai määräyksiä rikkomalla.

AML ei kuitenkaan sääntele johdon oikeutta ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin, vaan johdon velvollisuuksia ostotarjoustilanteessa on tarkennettu TOC:ssa.⁴⁷⁵ TOC:n voidaan periaatteessa katsoa olevan AML:n 6:17:n nojalla annettu normi, mutta sen suositus-luonteesta johtuen on epävarmaa, voidaanko TOC:n suositusten rikkominen rinnastaa AML:n nojalla annetun säännöksen rikkomiseksi. TOC voi kuitenkin saada merkitystä Ratan standardi 5.2c:n kautta, sillä standardi edellyttää noudattamaan TOC:n suosituksia ostotarjouksen yhteydessä. Vaihtoehtoisesti TOC:n rikkominen voitaisiin tulkita AML 4:1:n rikkomiseksi. Mielestäni TOC:n rikkominen ei kuitenkaan perustane johdolle vastuuta AML 9:2:n nojalla, mikä näyttäisi olevan myös TOC:n laatineen YKL:n kanta. Jos kuitenkin hyväksytään se, että TOC:n rikkominen voidaan tulkita Ratan standardi 5.2c:n rikkomiseksi tai AML 4:1:n rikkomiseksi, jotka puolestaan on AML 9:2:n rikkomista, johdon vahingonkorvausvastuu AML:n perusteella olisi mahdollista toteuttaa tätä kautta. Lähtökohtaisesti voidaan kuitenkin esittää, että *johdon vahingonkorvausvastuu AML 9:2:n nojalla ostotarjousta vastustavista toimistaan on hyvin epätodennäköistä.*

Omana erityiskysymyksenään tässä tutkimuksessa on tarkasteltu hallituksen vastuuta AML 6:6:n mukaisesta lausunnostaan. Kohdeyhtiön hallituksen lausunto ostotarjouksesta on sikäli mielenkiintoinen tarkastelun kohde, sillä sen antamiseen on AML 6:6:ssä asetettu nimenomainen velvollisuus. Hallituksen vahingonkorvausvastuuta antamastaan lausunnosta puoltaa erityisesti sen suuri merkitys tarjouksen toteutumiselle.⁴⁷⁶

Kohdeyhtiön hallitukselle voidaan katsoa syntyvän vahingonkorvausvastuu OYL:n perusteella yhtiötä kohtaan, jos hallitus on valmistellut lausuntonsa OYL 1:8:n mukaisen huolellisuusvelvollisuus-

⁴⁷⁵ TOC:n mukaan hallituksen tulee ostotarjoustilanteessa edistää osakkeenomistajien etua sekä huolellisesti arvioida yhtiön vaihtoehtoja, minkä lisäksi suositus kutsua yhtiökokous koolle päättämään ostotarjouksen vastustamiseen tähtäävistä toimenpiteistä sisältyy TOC:iin.

⁴⁷⁶ Koska hallituksella on asetettu nimenomainen velvollisuus neuvoa osakkeenomistajia ostotarjoustilanteessa, perusteltuna ei voida pitää sitä, ettei hallituksella olisi minkäänlaista vahingonkorvausvastuuta antamastaan lausunnosta, koska tällöin hallituksella ei olisi kannustinta laatia lausuntoaan huolellisesti ja osakkeenomistajien edut huomioivalla tavalla.

tensa vastaisesti. OYL:n mukaisen vahingonkorvausvastuun arvioinnissa suhteessa osakkeenomistajiin voidaan osittain soveltaa osittain edellä esitettyä hallituksen OYL:n mukaista vastuuarviointia ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään eli vastuuta lojaliteettivelvollisuuden, yhdenvertaisuus- ja esteellisyssäännöksen rikkomisesta.⁴⁷⁷ *Näin ollen hallitukselle voinee syntyä vahingonkorvausvastuu perusteettoman lausuntonsa johdosta OYL:n nojalla.*

Hallituksen arvopaperimarkkinaoikeudellista vahingonkorvausvastuuta voitaisiin perustella sillä, että velvollisuudesta lausunnon antamiseen on säädetty AML:ssa ja säännös velvoittaa suoraan kohdeyhtiön johtoa. Lähtökohtaisesti AML 9:2:n mukainen vahingonkorvausvastuu kohdistuu kohdeyhtiöön eikä sen hallitukseen, mutta hallituksen lausunnon vastuuarvioinnissa tästä pääsäännöstä voisi olla perusteltua poiketa. Tiedonantovirheen osalta asia vaikuttaa melko yksinkertaiselta, sillä hallituksen lausunnossa esitettyjen tietojen asiamukaisuutta voitaneen arvioida AML 2:1:n perusteella. Sen sijaan vastuu huolimattomuudesta hallituksen lausunnon valmistelussa ja laadinnassa on vaikeampi toteuttaa, koska AML 6:6:n rikkominen käytännössä edellyttää, että lausuntoa ei anneta lainkaan tai siinä ei oteta mitään kantaa säännöksessä mainittuihin seikkoihin.⁴⁷⁸ Hallituksen lausunnon laadinnassa noudatettavista menettelytavoista säädetään kuitenkin tarkemmin TOC:ssa, joten mikäli TOC:n rikkominen voi perustaa AML:n 9:2:n mukaisen vahingonkorvausvastuun, hallituksen vahingonkorvausvastuu AML:n nojalla olisi mahdollista. *Lähtökohtaisesti hallituksen vastuuta tulisi kuitenkin mielestäni arvioida OYL:n nojalla myös harhaanjohtavan lausunnon tilanteissa, sillä yksiselitteisiä perusteita siitä pääsäännöstä poikkeamiselle, jonka mukaan hallituksen vastuuta arvioidaan OYL:n perusteella, ei ole. Edellä esitetty tulkinta näyttäisi vastaavan myös TOC:n laatineen YKL:n käsitystä. Voidaan kuitenkin esittää, että hallituksen vahingonkorvausvastuulle antamastaan lausunnosta AML:n nojalla on vahvempia perusteita kuin hallituksen arvopaperimarkkinaoikeudellisella vahingonkorvausvastuulle ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään.*⁴⁷⁹

⁴⁷⁷ Mikäli lojaliteettivelvollisuuden rikkominen voi perustaa yhtiön johdolle vahingonkorvausvastuun myös osakkeenomistajia kohtaan, hallitus voinee joutua vahingonkorvausvastuuseen tällä perusteella, sillä perusteettoman kielteistä tai myönteistä lausuntoa voitaneen arvioida lojaliteettivelvollisuuden rikkomisena. Lisäksi hallituksen lausuntoa, jossa hallitus ainoastaan omaa etuaan ajaen pyrkii esimerkiksi suosittamaan osakkeenomistajille edullisen, mutta itselleen haitallisen ostotarjouksen hylkäämistä, voitaneen mielestäni arvioida myös OYL 1:7:n rikkomisena. Luonnollisesti myös OYL 6:4:n mukaisten esteellisyssäännösten rikkominen perustaa hallituksella vahingonkorvausvelvollisuuden myös osakkeenomistajia kohtaan.

⁴⁷⁸ Tämä ei liene kovinkaan realistinen vaihtoehto, sillä kohdeyhtiöiden hallitukset ovat antaneet lausuntoja ostotarjousten johdosta jo ennen kuin lausunnon antamiseen asetettiin AML 6:6:ssä nimenomainen velvoite.

⁴⁷⁹ Hallituksen vastuuarvioinnissa on syytä vielä huomata, että OYL:n ja AML:n mukaisten vahingonkorvaussäännökset eivät sulje toisiaan pois vaan ne voivat tulla sovellettavaksi myös rinnakkain. Tämä johtuu siitä, että vakiintuneen käsityksen mukaan kohdeyhtiö on niin sanotun identifikaation perusteella vastuussa hallituksen tuottamuksella aiheutetun vahingon korvaamisesta. Osakkeenomistaja voivat siis kohdistaa vahingonkorvausvaatimuksensa hallituksen sijasta suoraan kohdeyhtiöön. Mikäli kohdeyhtiön hallitus katsotaan vahingonkorvausvelvolliseksi osakkeenomistajia kohtaan ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään tai antamastaan harhaanjohtavasta lausunnosta AML:n tai OYL:n nojalla, kohdeyhtiölle muodostuu regressioikeus hallitusta kohtaan tämän aiheuttamasta vahingosta.

5. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN TUOTTAMUSARVIOINTI

5.1 Kohdeyhtiön hallituksen tuottamusarvioinnista yleisesti

Sekä OYL:n että AML:n mukainen vahingonkorvausvastuu on vastuuperusteeltaan tuottamusvastuuta.⁴⁸⁰ Jotta kohdeyhtiön johto voisi siis olla vahingonkorvausvastuussa ostotarjousta vastustavista toimistaan osakkeenomistajia kohtaan OYL:n tai AML:n nojalla, on johdon täytynyt toimia vahinkoa aiheuttaessaan tuottamuksellisesti. Sama tuottamusarvointi soveltuu näin ollen molempien normijärjestelmien osalta.⁴⁸¹

Tuottamuksen voidaan määritellä tarkoittavan vaadittavan huolellisuuden laiminlyöntiä.⁴⁸² Menettelyn toteaminen tuottamukselliseksi merkitsee kannanottoa, jonka mukaan arvioinnin kohteena olevan henkilön olisi tullut toimia toisin tai pidättäytyä kokonaan toiminnasta ottaen huomioon käsillä ollut ennalta arvattava vahinkoriski.⁴⁸³ Tuottamuksen olemassaoloa voidaan arvioida normi- ja tapaperusteisesti⁴⁸⁴, jolloin vaadittava huolellisuuden taso määräytyy lakiperusteisen normiston tai toimijaa sitovien yksityisluonteisten ohjeistojen perusteella.⁴⁸⁵ Toisin sanoen, jos toiminta poikkeaa vaadittavista käyttäytymisvaatimuksista tai -ohjeista, on toiminta tuottamuksellista. Kun kohdeyhtiön hallituksen tuottamusta arvioidaan normiperusteisesti, vaadittava huolellisuuden taso määräytyy OYL:ssa, AML:ssa ja TOC:ssa säänneltyjen toimintavaatimusten perusteella. Koska AML:ssa ei oteta lainkaan kantaa kohdeyhtiön hallitukselta vaadittavaan huolellisuuteen ostotarjoustilanteissa, ei vaadittavan huolellisuusstandardin määrittelyyn saada tukea AML:sta, jolloin kohdeyhtiön hallituksen huolellisuutta on arvioitava OYL:ssa säädettyjen toimintavelvoitteiden perusteella. Tätä voidaan perustella myös sillä, että TOC:n suosituksessa koskien hallituksen mahdollisia toimenpiteitä ostotarjoustilanteessa viitataan OYL:n periaatteisiin, eikä suosituksessa määritellä vaadittavaa huolellisuuden tasoa sen tarkemmin.⁴⁸⁶ Tästä syystä tuottamusarviointia onkin perusteltua tarkastella nimenomaisesti yhtiöoikeudelliselta kannalta.

⁴⁸⁰ Toisin kuin OYL:n vahingonkorvaussäännös, AML 9:2 ei sanamuotonsa tai esitöidensä perusteella edellytä vahingonkorvausvastuun perustavalta toiminnalta tuottamusta, mutta tästä huolimatta AML:n mukaisen korvausvastuun voidaan myös katsoa olevan tuottamusvastuuta jaksossa 4.3.1.2 esitetyin perustein.

⁴⁸¹ Ks. esim. Rudanko 1998 s. 284 ja Hidén 2002 s. 181.

⁴⁸² Savela 2006 s. 57 ja Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 93.

⁴⁸³ Hemmo 2005 s. 27.

⁴⁸⁴ Tuottamusta on mahdollista arvioida myös riskiperusteisesti. Riskiperusteisessa tuottamusarvioinnissa otetaan kantaa perustetun riskin ja toiminnalla tavoitetun hyödyn suhteeseen, jolloin tuottamus ilmenee kokonaistaloudellisesti epäedullisiin toimenpiteisiin ryhtymisenä. Koska normiperusteinen tuottamusarvointi on ensisijaista suhteessa riskiperusteiseen tuottamuksen arviointiin, tarkastellaan tuottamusta tässä tutkielmassa normiperusteisesti. Riskiperusteisessa tuottamusarvioinnissa kohdeyhtiön hallituksen tuottamus voisi ilmetä esimerkiksi taloudellisesti uhkarohkeiden päätösten tekona. Ks. riskiperusteisesta tuottamusarvioinnista Hemmo 2005 s. 30-33.

⁴⁸⁵ Hemmo 2005 s. 27-28. Toimintavaatimuksia määritetään lainsäädännössä, alemmanasteisissa normistoissa, järjestyssäännöissä, alan tai ammattikunnan tapaohjeissa, yrityksen sisäisessä normistossa tai muissa lähteissä.

⁴⁸⁶ TOC suositus 9 sekä sen johdanto ja perustelut s. 18.

Osakeyhtiölain 22:1.3:ssa säädetään niin sanotusta *tuottamusolettamasta*. Säännöksen mukaan tilanteessa, jossa vahinko on aiheutettu rikkomalla osakeyhtiölakia muulla tavalla kuin pelkästään rikkomalla 1 luvussa tarkoitettuja periaatteita, vahinko katsotaan aiheutetuksi tuottamuksella.⁴⁸⁷ Näin ollen, jos tässä tutkielmassa edellä käsitellyt OYL 1:5:ää, OYL 1:7:ää tai OYL 1:8:ää katsotaan rikotun, OYL 22:1.3:ssa säädetty tuottamusolettama *ei* sovellu, jolloin hallituksen tuottamusarvointi on suoritettava erikseen.⁴⁸⁸

5.2 Tuottamus ja liiketoimintapäätösperiaate

OYL:n esitöiden mukaan johdon tuottamuksellisesta menettelystä ei ole kysymys silloin, kun johto on tehnyt liiketoimintapäätöksen, joka jälkikäteen osoittautuu liiketaloudellisessa mielessä yhtiön kannalta epäedulliseksi. Hallituksen perustelujen mukaan tapa, jolla johdon tuottamusta vakiintuneesti arvioidaan, johtaa käytännössä vastaavaan lopputulokseen kuin angloamerikkalaisessa oikeudessa noudatettava niin sanottu *business judgment* -sääntö.⁴⁸⁹ Tästä syystä johdon tuottamusarvointia on perusteltua tarkastella myös *business judgment* -säännön mukaisesti.⁴⁹⁰

Business judgment rule (BJR) eli niin sanottu liiketoimintapäätösperiaate rajoittaa johdon vastuuta tekemistään liiketoiminnallisista ratkaisuista.⁴⁹¹ BJR on *olettama* siitä, että johto toimii riittävien tietojen pohjalta sekä vilpittömässä mielessä ja rehellisesti uskoen, että toimenpide on yhtiön edun kannalta paras.⁴⁹² Periaate sisältää ajatuksen, jonka mukaan virheelliset päätökset ovat tietystä laajuudessa hyväksyttävä liike-elämään kuuluvina, vaikka niistä aiheutuisikin taloudellisia menetyksiä.⁴⁹³ BJR korostaa siis yhtiön johdon toimivaltaa yhtiön liiketoimintaa koskevassa päätöksenteossa ja periaate on laajennus siitä perustavaa laatua olevasta periaatteesta, jonka mukaan yhtiön hallitus hoitaa ja johtaa yhtiön liiketoimia.⁴⁹⁴ BJR:n merkitys ilmenee myös siitä, että se määrittelee yritysjohdon ja tuomioistuimen toimivallan rajoja. BJR:n soveltuessa tuomioistuin ei nimittäin ota kantaa liiketoimintapäätöksen oikeellisuuteen, vaan arvioi ainoastaan johdon toimenpiteiden asianmukai-

⁴⁸⁷ Tällöin sovelletaan niin sanottua käännettä todistustaakkaa eli vapautuakseen vastuusta johdon tulee osoittaa toimineensa huolellisesti. Sama koskee myös vahinkoa, joka on aiheutettu yhtiön lähipiiriin kuuluvan henkilön eduksi tehdyllä toimella. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 644. Ks. myös Salonen 2000 s. 36.

⁴⁸⁸ Tuottamusolettaman soveltumista muihin OYL:n säännöksiin kuin 1 luvun periaatteisiin on perusteltu sillä, että muutoin yhtiöjohdon vastuu muodostuisi liian ankaraksi. HE 109/2005 s. 195. Ks. säännöksen kriittistä esim. Mähönen – Villa 2006 I s. 136. Tuottamusolettama ei siis koske OYL:n yleisten periaatteiden, ennen kaikkea OYL 1:8:n rikkomista, sillä tätä on pidetty johdon vastuun kannalta liian ankarana. HE 109/2005 s. 195. Tätä ratkaisua voidaan pitää liiketoimintapäätösperiaatteen ilmentymänä. Mähönen – Villa 2006 I s. 133.

⁴⁸⁹ HE 109/2005 s. 195.

⁴⁹⁰ Ks. esim. Savela 2006 s. 88-90, Mähönen – Villa 2006 I s. 112-113, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 539 ja Salonen 2000 s. 68 ja Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 s. 5, 45, 77, 82 ja 111.

⁴⁹¹ Mähönen – Villa 2006 I s. 112. Liiketoimintapäätösperiaate on formuloitu Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisussa Aronson v. Lewis 473 A.2d 805 (Del. Supr. 1984) ja toistettu ratkaisussa Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. Supr. 2000).

⁴⁹² Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 872.

⁴⁹³ Toiviainen 1994 s. 1031.

⁴⁹⁴ Savela 2006 s. 89 ja Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 a.2d 345 (Del. Supr. 1993) s. 360.

suutta, mutta ei itse liiketoimintapäätöksen sisältöä.⁴⁹⁵ BJR lisäksi mahdollistaa sen, että johto voi ottaa perusteltuja riskejä yrityksen päätöksenteossa, minkä voidaan katsoa olevan tehokkaan yritystoiminnan edellytys.

BJR suojaa yritysjohtoa vastuulta, jos 1) kyseessä ei ole oikeustoimi hallitukseen kuuluvan henkilön kanssa, ja hallituksella ei ole intressiristiriitaa käsiteltävän asian suhteen, 2) hallitus todella käsittelee ja ratkaisee asian eikä laiminlyö sitä, 3) hallituksen jäsenet hankkivat asianmukaisen informaation ennen päätöksentekoa ja 4) hallituksen toimet eivät ole täysin perusteettomia tai epärationaalisia.⁴⁹⁶ BJR:n soveltaminen edellyttää aina liiketoimintapäätöksen tekemistä.⁴⁹⁷ BJR ei siten sovellu tilanteissa, jossa johtaja ei toimi mitenkään, vaan tällöin sovelletaan normaalia huolellisuusstandardia.⁴⁹⁸ Jotta BJR suojaisi johtajia, näiden tulee ennen päätöstä selvittää kaikki asiaan vaikuttavat olennaiset tiedot, jotka ovat kohtuullisesti hankittavissa.⁴⁹⁹ Lisäksi johtajien päätöksen tulee olla sellainen, että sille voi olla jokin järkevä liiketaloudellinen syy, eli päätös ei saa olla räikeän virheelinen.⁵⁰⁰ Todistustaakka BJR:n rikkomisesta on sillä, joka väittää periaatetta rikonut.⁵⁰¹

BJR-doktriiniin on yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä usein liitetty niin sanottu *enhanced scrutiny* -standardi, joka on eräänlainen väliperiaate BJR:n ja niin sanotun *entire fairness* -standardin välissä.⁵⁰² Standardin tarkoituksena on varmistaa, että johdon toiminta on rationaalista tietyissä erityistilanteissa, esimerkiksi silloin, kun määräysvalta yhtiössä on myytävänä⁵⁰³ tai johto ryhtyy ostarjoustusta vastustaviin toimenpiteisiin⁵⁰⁴. *Enhanced scrutiny* -standardin mukaan johto nauttii päätöksenteossaan BJR:n tarkoittamaa suojaa, jos johto pystyy näyttämään toteen, että johdon toimet ovat olleet rationaalisia. Sovellettaessa *enhanced scrutiny* -standardia, johdon on suoritettava *oikeudellinen arviointi* kiinnittäen erityistä huomiota päätöksentekoprosessiin, siihen informaatioon, jon-

⁴⁹⁵ Savela 2006 s. 88-89. BJR estää siis tuomioistuimia puuttumasta kohtuuttomasti yhtiöiden liiketoimintaan.

⁴⁹⁶ Savela 2006 s. 88 ja Mähönen – Villa 2006 I s. 112-113.

⁴⁹⁷ Savelan mukaan lähes jokainen johdon tekemä toimi on BJR:n alainen. Savela 2006 s. 89.

⁴⁹⁸ Sen sijaan päätös olla tekemättä mitään on liiketoimintapäätös ja näin ollen myös BJR:n suojaama. Savela 2006 s. 89. Ks. myös Aronson v. Lewis 473 A.2d 805 (Del. Supr. 1984) s. 813.

⁴⁹⁹ Smith v. van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 874.

⁵⁰⁰ Savela 2006 s. 89 ja Mähönen – Villa 2006 I s. 113. Oikeuskäytännöstä ks. Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. Supr. 1993) s. 361 ja Aronson v. Lewis 473 A.2d 805 (Del. Supr. 1984) s. 815.

⁵⁰¹ Savela 2006 s. 89 ja Mähönen – Villa 2006 I s. 112-113. Ks. myös Aronson v. Lewis 473 A.2d 805 (Del. Supr. 1984) s. 812.

⁵⁰² Ks. esim. Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34, 45 (Del. Supr. 1993).

⁵⁰³ *Enhanced scrutiny* -standardi on tältä osin formuloitu tapauksessa Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 181 (Del. 1986). Tuomioistuin totesi tapauksessa, että tilanteessa, jossa yrityksen myynti on väistämätöntä, johdon rooli ”yhtiön suojelijana” muuttuu yhtiön huutokauppaajan rooliksi. Oikeus totesi asiasta kuvaavasti seuraavanlaisesti: ”The directors cannot fulfill their enhanced Unocal duties by playing favorites with the contending factions. Market forces must be allowed to operate freely to bring the target’s shareholders the best price available for their equity.” Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 181 (Del. 1986) s. 184.

⁵⁰⁴ Ostotarjoustusta vastustavien toimenpiteiden osalta standardi on lähtöisin tapauksesta Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

ka perusteella johto on tehnyt päätöksensä sekä johdon toimien rationaalisuuteen. Kun johto kykenee esittämään, että sen toimet ovat olleet edellä mainittujen seikkojen perusteella rationaalisia, johdon päätöksiä suojataan BJR:n kautta.⁵⁰⁵ *Enhanced scrutiny* -standardia voidaan siis pitää eräänlaisena kynnyksenä, jonka tulee ylittyä ennen kuin johdon tekemän ratkaisun voidaan katsoa nauttivan BJR:n tarjoamaa suojaa.

Jos johto taas ei onnistu näyttämään toteen toimiensa rationaalisuutta, sovelletaan johdon päätöksentekoon *entire fairness* -standardia, jolloin todistustaakka standardin täyttämisestä on johdolla.⁵⁰⁶ *Entire fairness* -standardi tulee sovellettavaksi myös silloin, kun kantaja pystyy näyttämään, että yhtiön johto on tehnyt päätöksensä intressiristiriidan vallitessa, johto on rikkonut huolellisuusvelvollisuutensa tai enemmistöosakkeenomistaja on ollut osallisena yrityskaupan molemmilla puolilla.⁵⁰⁷ Tällöin johdolla on todistustaakka siitä, että se on reagoinut mahdolliseen ostotarjoukseen oikeudenmukaisesti (*fair dealing*) sekä pitänyt tarjousvastiketta oikeudenmukaisena (*fair price*).⁵⁰⁸ *Entire fairness* -standardin keskeinen merkitys on siis todistustaakan siirtymisessä suoraan yhtiön johdolle.

Yhdysvaltalaisista BJR:a vastaava ajattelu on voimassa myös Suomessa, sillä johto ei myöskään täällä joudu vastuuseen liiketoiminnallisista virhearvioinneistaan.⁵⁰⁹ Hallituksen esityksessä OYL:n mukainen huolellisuusvaatimus on määritelty niin, että riittävänä huolellisuutena voidaan pitää sitä, että 1) ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, 2) sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi, 3) eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.⁵¹⁰ Johdon tuottamusarvioinnissa kysymys onkin pitkälti siitä, tavoitellaanko johdon toimenpiteillä yhtiön etua, perustuvatko toimenpiteet asianmukaiseen valmisteluun ja harkintaan sekä ovatko yhtiön riskienhallintajärjestelmät asianmukaiset.⁵¹¹ OYL:n esitöissä määritetyt riittävän huolellisuuden vaatimukset vastaavat siis varsin pitkälti yhdysvaltalais-

⁵⁰⁵ *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, 45 (Del. Supr. 1993). Ks. myös *LawyerLinks* 2010.

⁵⁰⁶ Kenyon-Slade 2004. s. 223 ja *LawyerLinks* 2010.

⁵⁰⁷ *Ks. Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. Supr. 1993 s. 361).

⁵⁰⁸ *Weinberger v. UOP Inc.* 457 A.2d 701 (Del. Supr. 1983) s. 710-711. *Entire fairness* -standardi on lisäksi vahvistettu seuraavissa tapauksissa: *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.* 638 A.2d 1110 (Del. Supr. 1994), *Williams v. Geier* 671 A.2d 1368 (Del. Supr. 1996), *In re Santa Fe Pacific Shareholder Litigation* 669 A.2d 59 (Del. Supr. 1995).

⁵⁰⁹ Savela 2006 s. 90, Mähönen – Villa 2006 I s. 114. Ks. myös Toiviainen 2008 s. 417 ja 563 sekä KKO 1950 II 32. Tapauksessa vakuutusyhtiön hallitus oli päättänyt suorittaa erään riidanalaisen vakuutuskorvauksen. KKO kuitenkin katsoi, että kysymys korvauksen suorittamisesta oli ollut epäselvä, jolloin yhdistyksen hallituksella oli ollut oikeus harkita, oliko korvaus suoritettava. Näin ollen hallituksen jäsenet eivät olleet menettelleet virheellisesti päättäessään korvauksen maksamisesta.

⁵¹⁰ HE 109/2005 s. 41 ja Savela 2006 s. 91.

⁵¹¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 539.

ta BJR-doktriinia. Näin ollen OYL:n mukaisen tuottamusarvioinnin tulisi johtaa vastaaviin lopputuloksiin kuin BJR:n soveltaminen.⁵¹²

Merkittävä yhdenmukaisuus suomalaisen liiketoimintapäätösperiaatteen ja BJR:n välillä voidaan havaita periaatteiden suhteessa lojaliteettivelvollisuuteen. BJR ei nimittäin sovellu lojaliteettivelvollisuuden rikkomistapauksiin, sillä Yhdysvalloissa yhtiön johdon uskollisuusvelvollisuus yhtiötä ja sen osakkeenomistajia kohtaan on poikkeukseton, eikä BJR suoja yhtiön päätöksiä, mikäli lojaliteettivelvollisuutta on rikottu.⁵¹³ *Mähönen* ja *Villa* ovat katsoneet, että liiketoimintapäätösperiaate ei koske lojaliteettivelvollisuuden rikkomista myöskään Suomen oikeudessa.⁵¹⁴ Tämän voidaan katsoa korostavan osakkeenomistajien kollektiivin asemaa johdon päämiehenä ja toisaalta taas johdon velvollisuutta edistää osakkeenomistajien etua toimiessaan näiden asiamiehenä. OYL:n mukainen tuottamusarviointi ja BJR ovat yhdenmukaiset myös todistustaakan jaon osalta.⁵¹⁵ Lähtökohtaisesti todistustaakka tuottamuksen osoittamisesta on OK 17:1:n ja BJR:n mukaan, sillä joka väittää johtajien tekemän päätöksen syntyneen virheellisesti.⁵¹⁶ Koska todistustaakasäännöt ovat Suomen oikeudessa varsin joustavat, todistustaakan voitaisiin katsoa kääntyneen yhtiön johdolle, jos kantaja pystyy näyttämään johdon rikkoneen huolellisuusvelvollisuutensa tai saa horjutettua riittävästi tuomioistuimen luottamusta siihen, että liiketoimintapäätösperiaatetta olisi noudatettu. Tämä vastaisi BJR:n liittyvän *entire fairness* -standardin mukaista tulkintaa. Lisäksi näyttötaakan kääntyminen olisi perusteltua siitä syystä, että usein vain johdolla on mahdollisuus esittää dokumentaatiota siitä, että liiketoimintapäätösperiaatteen kriteerit ovat täyttyneet.⁵¹⁷ *Entire fairness* -standardin mukaisesti johdolta voitaisiin olettaa näyttöä siitä, että se on reagoinut ostotarjoukseen kokonaisuudessaan oikeudenmukaisesti.⁵¹⁸

⁵¹² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II s. 539.

⁵¹³ Mähönen – Villa 2006 I s. 118.

⁵¹⁴ Mähönen – Villa 2006 III s. 305. Johto vastaa lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta myös osuuskunnassa. HE 17/2001 s. 81-82. Liiketoimintapäätösperiaatteen soveltavuudesta lojaliteettivelvollisuuden rikkomistapauksiin voidaan kuitenkin esittää myös vastakkainen tulkinta. Tätä voidaan perustella sillä, että koska OYL 1:8:n mukainen huolellisuusvelvollisuus sisältää lojaliteettivelvollisuuden, myös lojaliteettivelvollisuuden rikkomista tulisi tulkita samojen periaatteiden mukaisesti kuin huolellisuusvelvollisuuden rikkomista, jolloin myös lojaliteettivelvollisuus kuuluisi liiketoimintapäätösperiaatteen soveltamisalan piiriin. HE 109/2005 s. 79.

⁵¹⁵ Mähönen – Villa 2006 III s. 303.

⁵¹⁶ Savela 2006 s. 89 ja Mähönen – Villa 2006 III s. 303. Oikeuskäytännöstä ks. Aranson v. Lewis, 473 a.2d 805 (Del. Supr. 1984) s. 812 jsa Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 872. Yhdysvalloissa prosessioikeus antaa varsin laajan oikeuden vaatia oikeudenkäynnin vastapuolta toimittamaan vastapuolelle asiakirjoja, joilla saattaa olla vaikutusta oikeudenkäyntiin Täten todistustaakan täyttäminen ei ole aivan niin mahdotonta, kuin miltä se ensi näkemältä saattaisi vaikuttaa. Suomessa täysin vastaavaa oikeutta ei ole, vaan lähin vastaava asiakirjoihin tutustumisoikeus voitaneen katsoa olevan OK 17:12:n mukainen editiovelvollisuus. Editiovelvollisuus on kuitenkin huomattavasti suppeampi verrattuna yhdysvaltalaiseen *discovery of documents* -järjestelmään. Ks. esim. Knuts 2007 s. 205.

⁵¹⁷ OYL 6:6:n säännökset hallituksen kokouksesta laadittavasta pöytäkirjasta osaltaan kuvastavat tätä periaatetta. Pöytäkirjan tarkoituksena on olla ensisijaisesti todisteluasiakirja, joka osakeyhtiölain perustelujen mukaan antaa vahvan näytön siitä, mitä kokouksessa on tapahtunut. HE 109/2005 s. 81-82.

⁵¹⁸ Ks. *entire fairness* -testistä tarkemmin Kenyon-Slade 2004 s. 84.

OYL:n mukaisen tuottamusarvioinnin ja BJR:n soveltamisen välillä on myös eroja. OYL:n mukaisessa tuottamusarvioinnissa tuottamuksen aste-eroille ei ole annettu merkitystä, vaan jo *lieväkin* tuottamus voi perustaa vastuun liiketoiminnallisista ratkaisuista.⁵¹⁹ Sen sijaan BJR ei suojaa yhtiön johtoa, jos vahinko on aiheutettu *törkeällä* tuottamuksella.⁵²⁰ Lisäksi Suomessa on - toisin kuin Yhdysvalloissa - mahdollista saada liiketoiminnallisen ratkaisun suoja, vaikka kyseessä olisi toimivallan ylitys.⁵²¹ Sovellettaessa liiketoimintapäätösperiaatetta Suomessa on tärkeää huomata se, että liiketoimintapäätös ei suojaa lain tai yhdenvertaisuuden vastaisilta päätöksiltä.⁵²² Liiketoimintapäätösperiaate tulee siten sovellettavaksi vain OYL 22:1.1.n tilanteessa, eli silloin kun pelkkää huolellisuusvelvollisuutta on rikottu.⁵²³ Periaatetta ei näin ollen sovelleta OYL 22:1.2:n tilanteessa, jossa on rikottu muita OYL:n säännöksiä kuin OYL 1:8:n mukaista huolellisuusvelvoitetta tai yhtiöjärjestystä.

5.3 Tuottamus ja huolellisuusvelvollisuus

Tuottamuksen voidaan määritellä tarkoittavan vaadittavan huolellisuuden laiminlyöntiä.⁵²⁴ Johdon huolellisuusvelvollisuus perustuu OYL 1:8:ään, jonka mukaan johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Kuten edellä jo esitettiin, hallituksen esityksessä OYL:n mukainen huolellisuusvaatimus on määritelty niin, että riittävänä huolellisuutena voidaan pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi, eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.⁵²⁵ Johtajalta vaadittava huolellisuus on lähtökohtaisesti *objektiivista*. Ei siis ole riittävä, että johtaja menettelee yhtiön asioita hoitaessaan samalla tavalla kuin omia asioita hoitaessaan, vaan hänen on noudatettava sellaista huolellisuutta, jota huolellinen johtaja noudattaisi vastaavissa olosuhteissa.⁵²⁶

Sekä BJR että OYL:n mukainen tuottamusarviointi korostavat *asianmukaisen selvityksen ja informaation* merkitystä johdon huolellisuuden arvioinnissa. Lähtökohta on, että päätöksen perustaksi on

⁵¹⁹ Savela 2006 s. 91, Toiviainen 2008 s. 563

⁵²⁰ Savela 2006 s. 91 ja Aranson v. Lewis, 473 a.2d 805 (Del. Supr. 1984) s. 812. Toisin sanoen BJR suojaa yhtiön johtoa lievän ja normaalin tuottamuksen tapauksessa, mikä poikkeaa OYL:n mukaisesta tuottamusarvioinnista.

⁵²¹ Savela 2006 s. 93.

⁵²² Ibid.

⁵²³ Mähönen – Villa 2006 III s. 304 ja Savela 2006 s. 93.

⁵²⁴ Savela 2006 s. 57 ja Routamo – Ståhlberg – Karhu 2006 s. 93.

⁵²⁵ HE 109/2005 s. 41 ja Savela 2006 s. 91.

⁵²⁶ HE 109/2005 s. 40, Savela 2006 s. 57-58 ja af Schultén 2004 II s. 625. Oikeuskirjallisuudessa johdon tuottamusarvioinnissa on kiinnitetty huomiota myös johtajan *subjektiiviseen* huolellisuuteen. Subjekttiivinen huolellisuus edellyttää johtajan toimivan niin kuin huolellinen henkilö, jolla on sellaiset taidot, tietämys ja kokemus, jotka kyseisellä johtajalla on. Savela 2006 s. 79-80, Mähönen – Villa 2006 I s. 113 ja Taxell 1990 s. 24.. Ks. myös Rapakko 1990 s. 162

hankittava mahdollisuuksien mukaan riittävät tiedot.⁵²⁷ Johdolla on katsottu olevan korkeampi se-
lonottovelvollisuus erityisesti laajakantoisista tai epätavallisista asioista päätettäessä, jolloin johdon
huolellisuusvelvollisuutta on tältä osin tulkittava ankarasti. Tällöin johdolle on asetettu selkeä vaa-
timus asian huolellisesta valmistelusta ennen päätöksentekoa.⁵²⁸ Ostotarjoustilanteessa tehtävien
johdon päätösten voidaan katsoa olevan erityisen merkittäviä yhtiön kannalta, jolloin johdon tulisi-
kin noudattaa erityistä huolellisuutta valmistellessaan ostotarjousta koskevia päätöksiään.

Päätettäessä ostotarjouksen vastustamiseen tähtääviin toimiin ryhtymisestä, johdon tulisi siis riittä-
västi selvittää asiaa ennen ostotarjousta koskevan päätöksen tekoa. Johdon tulisi hankkia päätöksen-
teko-prosessinsa tueksi kaikki materiaali, joka kohtuudella on saatavilla.⁵²⁹ Tämän voidaan katsoa
tarkoittavan riittävien taustaselvitysten tekemistä, annettujen tietojen tarkistamista sekä mahdolli-
sesti myös asiantuntijoiden käyttöä päätöksenteon tukena. Asianmukaiset selvitykset voivat käytän-
nössä tarkoittaa muun muassa kohdeyhtiön arvonmäärittystä⁵³⁰ sekä strategisten suunnitelmien esit-
tämistä.⁵³¹ Lisäksi TOC:ssa riittävien ja asianmukaisten tietojen on katsottu tarkoittavan esimerkiksi
lisätietojen pyytämistä ja keskustelujen käymistä tarjouksentekijän kanssa.⁵³²

Koska yhtiön johdolta ei voida edellyttää kaikkien yritystoimintaan liittyvien seikkojen hallintaan,
johdolla on oikeus ja usein myös velvollisuus käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita. Asiantuntijoiden
käytön on katsottu ilmentävän huolellisuutta johdon toiminnassa.⁵³³ Julkisissa ostotarjouksissa on
mahdollista ja varsin tavanomaistakin käyttää taloudellista neuvonantajaa apuna tarjousvastikkeen
arvioinnissa. Niin sanottu *fairness opinion* (FO) tarkoittaa taloudellisen neuvonantajan laatimaa
lausuntoa tarjouksen riittävydestä ja kohtuullisuudesta.⁵³⁴ Hallitus voi hankkia tällaisen lausunnon
tukeakseen omaa arviointia tarjouksen edullisuudesta, mutta suosituksen hankkiminen ei kuitenkaan

⁵²⁷ Savela 2006 s. 96. Ks. myös HE 109/2005 s. 41, jonka mukaan on hankittava ”tilanteen edellyttämä asianmu-
kainen tieto”.

⁵²⁸ Rapakko 1990 s. 168-169.

⁵²⁹ Materiaalin riittävyden arvioinnissa tulee kuitenkin ottaa huomioon informaation hankkimisesta aiheutuvat
kustannukset sekä mahdolliset lyhyet määräajat. Kenyon-Slade 2004 s. 234. Riittävän informaation merkityksestä
ks. esim. tapaus *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation* 698 A 2d 969 (Del. Ch. 1996). Tapaukses-
sa riittävänä informaationa pidettiin sitä, että johdon tuli vakuuttua siitä, että heidän käytössään oli riittävät infor-
maatio ja raportointisysteemit, joiden tarkoituksena oli tarjota johdolle riittävän relevanttia ja yksityiskohtaista
tietoa.

⁵³⁰ Tapoja määrittää yhtiön arvo on hyvin monenlaisia. Arvonmäärittysmalleista voidaan ainakin mainita yhtiön
nykyarvoon perustuvat arvonmäärittysmallit, joita ovat osinkoperusteinen malli, kassa- ja tilinpäätösperusteinen
tuottoarvo sekä EVA (*economical value added*) -perusteinen arvonmäärittys. Yrityksen arvo voidaan määrittää
myös käyttämällä yrityksen substanssiarvoon tai ns. *goodwilliin* perustuvaa mallia, minkä lisäksi mahdollista on
käyttää vertailuyhtiöihin perustuvaa arvonmäärittysmallia. Ks. aiheesta mm. Kallunki – Niemelä 2004 s. 102-120,
Leppiniemi – Leppiniemi 2006 s. 312-319 ja Bradley – Myers 2003 s. 944-945.

⁵³¹ Linna (haastattelu) 11.3.2011.

⁵³² TOC suositus 3 ja sen perustelut s. 11. Jos tarjottava vastike muodostuu osaksi arvopapereista, hallituksen on
lisäksi harkittava due diligence -tarkastuksen suorittamista tarjouksen tekijässä, jotta hallitus täyttäisi huolellisuus-
velvollisuutensa. TOC suositus 13 ja sen perustelut s. 24.

⁵³³ Haussila 2004 s. 389. Ks. myös Rapakko 1990 s. 168.

⁵³⁴ TOC suositus 8 ja sen perustelut s. 17.

ole AML:n, TOC:n tai Ratan standardi 5.2c:n perusteella pakollista. FO:n hankkimisen voidaan kuitenkin katsoa olevan vakiintunut markkinatapa, jolloin FO:n merkityksen voidaan katsoa olevan keskeinen hallituksen huolellisuuden arvioinnissa.⁵³⁵ Jotta hallituksen voidaan katsoa hankkineen ostotarjousta koskevan päätöksen taustaksi riittävästi asianmukaisia selvityksiä ja informaatiota, voitaneen hallitukselta edellyttää FO:n hankkimista.⁵³⁶ Ainakin voidaan esittää, että hallituksen tulisi näyttää menetelleensä huolellisesti, mikäli se päättää olla hankkimatta FO:a tarjousvastikkeen edullisuutta koskevan päätöksensä tueksi. Tältä osin analogiaa voitaisiinkin hakea yhdysvaltalaisesta oikeuskäytännöstä, jossa FO:n hankkimatta jättäminen on merkinnyt osoitusta johdon huolimat- tomasta toiminnasta ja johtanut jopa johdon suoraan vahingonkorvausvastuuseen osakkeenomistajia kohtaan.⁵³⁷ Lisäksi FO:n asianmukaisuuden edellytyksenä voitaneen pitää sitä, ettei sen laatineella taholla ole ostotarjousta koskevissa kysymyksissä intressikonfliktia.⁵³⁸

Jos johto esimerkiksi pyrkii perustelemaan ostotarjouksen torjumiseen tähtääviä toimenpiteitään yhtiön pitkän aikavälin strategialla ja kohdeyhtiön positiivisilla tulevaisuuden näkymillä, näiden tulevaisuuden ennustusten tulisi perustua riittävään informaation. Esimerkiksi Iso-Britanniassa on tavanomaista, että johto vihamielisen ostotarjouksen tilanteessa antaa jonkinlaisia tulosennusteita yhtiön tulevasta arvonekehityksestä. Nämä tulosennusteet on laadittava erityistä huolellisuutta nou- dattaen, minkä vuoksi ennuste täytyy tarkastuttaa tilintarkastajilla, kirjanpitäjillä sekä kohdeyhtiön taloudellisella neuvonantajalla, jotka kaikki antavat tulevaisuuden ennusteista lausuntonsa.⁵³⁹ Mie- lestäni myös Suomen oikeudessa voisi olla perusteltua se, että jos johto pyrkii perustelemaan osto- tarjouksen torjumiseen tähtääviä toimenpiteitään yhtiön positiivisilla tulevaisuudennäkymillä, näi- den ennusteiden tulisi perustua luotettavaan ja riittävään selvitykseen, minkä lisäksi mahdollinen puolueeton neuvonantaja tms. voisi antaa tietojen oikeellisuudesta lausuntonsa.⁵⁴⁰ Mikäli yhtiö käyttää päätöksenteossa ulkopuolista neuvonantajaa, johdon tulisi lisäksi antaa asiantuntijalle riittä- västi tietoa yhtiön tilasta. Myös esimerkiksi yhtiön arvonnäytystä koskevissa kysymyksissä koh- deyhtiön hallituksen olisi suositeltavaa käyttää apunaan puolueetonta investointipankkia.⁵⁴¹ Erityi- sen suositeltavaa neuvonantajien käyttö on tilanteessa, jossa vihamielisen tarjouksentekijän ostotar- jous pyritään torjumaan. Tämä johtuu siitä, että jos hallitus perustaa päätöksensä torjuntatoimiin

⁵³⁵ Thorström 2002 s. 538.

⁵³⁶ Hallituksen tulee antaa FO:n laativalle investointipankille riittävät ja totuudenmukaiset tiedot yhtiöstä. FO:n asianmukaisen laadinnan edellytyksenä voitaneen pitää myös sitä, ettei sitä ole laatinut intressikonfliktissa oleva taloudellinen neuvonantaja. Ks. FO:sta tarkemmin Karppinen s. 70-75.

⁵³⁷ Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 884-888. Ks. myös Nees 2010 alaviite 68. Smith v. Van Gorkom -tapauksen jälkeen FO:n hankkiminen yleistyi Yhdysvalloissa merkittävästi. Bowers 2002 s. 572-573.

⁵³⁸ Yhdysvalloissa FO:n asianmukaisuudelta vaaditaan, ettei sitä ole laatinut puolueellinen taho. In re New York Stock Exchange v. Archipelago Merger Litigation, 601646/05 (N.Y. Supr., 2005) s. 32.

⁵³⁹ Newton 2005 s. 245.

⁵⁴⁰ Näin myös Linna (haastattelu) 11.3.2011.

⁵⁴¹ Linna (haastattelu) 11.3.2011.

ryhtymisestä ainoastaan omaan näkemykseensä yhtiön liiketoiminnan myönteisestä kehityksestä pitkällä aikavälillä, hallituksen toiminnan voidaan katsoa käytännössä olevan ”riskirajoilla”.⁵⁴²

Jotta johto olisi täyttänyt OYL:n mukaisen huolellisuusvelvollisuutensa, tulee johdon *asianmukaisesti harkita* ostotarjousta koskevaa kantaansa sekä tehtävä asiassa *johdonmukainen päätös*.⁵⁴³ Asianmukaisen harkinnan on katsottu edellyttävän sitä, että hallitus varaa itselleen riittävästi aikaa, jotta hallitus voi kunnolla arvioida toimenpiteen mahdollisia vaikutuksia. Huolellisuusvelvollisuutta on katsottu rikutun, jos hallitus ei ole hankkinut käsiteltävään olleesta asiasta riittävästi tietoa tai jos päätöstä ja sen vaikutuksia ei ole kunnolla harkittu.⁵⁴⁴ Jos ostotarjous on julkistettu, AML 6:5.1:n mukaisen tarjousajan on oltava vähintään 3 viikkoa. AML 6:6:n mukaan hallituksen lausunto tulee antaa mahdollisimman pian, mutta kuitenkin viisi päivää ennen tarjousajan viimeistä päätymispäivää. Hallituksella on siten vähintään yli kaksi viikkoa aikaa valmistella lausuntoa ottaakseen kantaa julkiseen ostotarjoukseen. Jos hallitus päättää ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimiin ennen kuin itse tarjousta on vielä tehty, hallitus ei saa päättää vastustustoimista hätiköidysti, vaan sen tulisi varata itselleen riittävästi aikaa asianmukaisen taustainformaation hankkimiseen ja selvitysten tekemiseen ennen torjuntatoimiin ryhtymistä. Tätä voidaan perustella sillä, että yhtiön kannalta tärkeimpiin ratkaisuihin on aina kiinnitettävä erityistä huomiota.⁵⁴⁵

OYL:n mukaisen huolellisuusvelvollisuuden täyttäminen edellyttää vielä, että asianmukaisen harkinnan ja selvitysten perusteella on tehty *johdonmukainen ja rationaalinen ratkaisu*.⁵⁴⁶ Ratkaisun tulee olla liiketaloudellisesti perusteltu ja yhtiön edun mukainen.⁵⁴⁷ Ostotarjoustilanteessa tämän voidaan katsoa tarkoittavan osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen pääsemistä eli parhaan mahdollisen tarjouksen aikaan saamista, jos jatkaminen itsenäisenä yhtiönä ei ole osakkeenomistajien kannalta paras vaihtoehto.⁵⁴⁸ Jotta johdon tekemä ratkaisu olisi johdonmukainen, tulisi ratkaisun olla myös linjassa päätöksentekoa varten hankittujen asianmukaisten selvitysten ja informaation kanssa.⁵⁴⁹

⁵⁴² Ibid.

⁵⁴³ HE 109/2005 s. 195.

⁵⁴⁴ Salonen 2000 s. 65.

⁵⁴⁵ Savela 2006 s. 92 ja HE 109/2005 s. 40-41.

⁵⁴⁶ HE 109/2005 s. 41.

⁵⁴⁷ Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 237. Yhdysvaltojen oikeudessa ns. *rational business purposen* on katsottu tarkoittavan sitä, ettei päätös ole erityisen varomaton, yhtiön varoja ei tarpeettomasti tuhjata tai yhtiön toimintoja ei myydä selvällä alihinnalla. Ks. Kenyon-Slade 2004 s. 229-230.

⁵⁴⁸ HE 109/2005 s. 41.

⁵⁴⁹ Jos johto on esimerkiksi käyttänyt ostotarjousta koskevassa päätöksenteossa apunaan taloudellista neuvonantajaa, joka on todennut tarjousvastikkeen olevan osakkeenomistajien edun mukainen, johdon ei tulisi perustella ostotarjouksen torjuntaan tähtääviä toimiaan tarjousvastikkeen alhaisuudella.

5.4 Tuottamus ja lojaliteettivelvollisuus

Lojaliteettivelvollisuutta on käsitelty lyhyesti jaksossa 3.3.2. Lojaliteettivelvollisuus perustuu OYL 1:8:ään aivan kuten huolellisuusvelvollisuuskin ja myös lojaliteettivelvollisuuden rikkomisella on katsottu olevan merkitystä johdon tuottamusarvioinnin yhteydessä.⁵⁵⁰ Lojaliteettivelvollisuus eroaa kuitenkin olennaisilta osin huolellisuusvelvollisuudesta, sillä yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvoite on ehdoton, eikä edellä käsitelty liiketoimintapäätösperiaate anna suojaa lojaliteettivelvollisuuden rikkomistapauksissa.⁵⁵¹ Jos OYL 1:8:n mukaista lojaliteettivelvollisuutta on rikottu, ei OYL 22:1.3:n mukainen tuottamusolettama sovellu, vaan tuottamuksen olemassaoloa on arvioitava erikseen.

OYL 1:8:n mukaan hallituksen on edistettävä yhtiön etua, joka erityisesti ostotarjoustilanteessa palautuu suoraan osakkeenomistajien kollektiivin etuun.⁵⁵² Tätä voidaan perustella esimerkiksi OYL 1:5:ssä säädetyllä olettamalla yhtiön toiminnan tarkoituksesta, joka lain mukaan on voiton tuottaminen osakkeenomistajille.⁵⁵³ Osakkeenomistajille voidaan pyrkiä tuottamaan voittoa esimerkiksi lyhyellä aikavälillä korottamalla yhtiön osakkeiden myyntiarvoa lyhyellä ajanjaksolla, jolloin osakkeenomistajat voivat hyötyä sijoituksestaan myymällä osakkeensa.⁵⁵⁴ Lyhyen aikavälien sijoitusten maksimoinnin voidaan katsoa olevan myös osakkeenomistajien näkökulmasta ostotarjouksen tarkoitus. OYL:n esitöissä onkin katsottu, että johdon lojaliteettivelvollisuus merkitsee ostotarjoustilanteessa johdon velvollisuutta pyrkiä osakkeenomistajan kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen eli mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseen.⁵⁵⁵ Edellä esitetty ei kuitenkaan tarkoita sitä, että yhtiön myyminen olisi *aina* yhtiön ja osakkeenomistajien kannalta paras mahdollinen ratkaisu. Johto ei esimerkiksi ole velvollinen luopumaan pitkän aikavälin suunnitelmistaan, jos toiminnan jatkaminen itsenäisenä on perusteltua sekä osakkeenomistajien että yhtiön kannalta.⁵⁵⁶

⁵⁵⁰ Ks. esim. Salonen 2000 s. 98 ja Savela 2006 s. 70.

⁵⁵¹ Mähönen – Villa 2006 III s. 305.

⁵⁵² Ks. jaksot 3.2 ja 3.3.2. Ks. myös Savela 2006 s. 71.

⁵⁵³ Säännöstä onkin tulkittava yhdessä OYL 1:8:n kanssa, kun arvioidaan johdon toiminnan tuottamuksellisuutta.

⁵⁵⁴ Kyläkallio 2008 s. 68. Ks. myös HE 109/2005 s. 39, jonka mukaan ”pyrkimys mahdollisimman korkeaan osakkeen arvoon liittyy lähinnä pörssiyhtiöihin, joissa osakkeenomistaja voi muuttaa osakkeensa rahaksi myymällä ne.”

⁵⁵⁵ HE 109/2005 s. 41. Tältä osin voidaan viitata yhdysvaltalaisen oikeuskäytännön mukaiseen *Revlon*-velvollisuuteen, jonka mukaan yhtiön johdolla on velvollisuus maksimoida yhtiön osakkeen hinta, kun määräysvalta yhtiöön on myytävänä. *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings* 506 A.2d 173 (Del. Supr. 1986).

⁵⁵⁶ Osakeyhtiölain perustelujen mukaan voiton tuottamisen tarkoituksena voi olla myös voitonjakokelpoisten varojen tuottamista pitkällä aikavälillä. Muun muassa erilaisten investointien tavoitteena tulee olla yhtiön voitontuottamiskyvyn parantaminen, mikä taas pörssiyhtiöiden osalta näkyy osakekurssien nousemisena. HE 109/2005 s. 38-39.

Lojaliteettivelvollisuuden on katsottu tarkoittavan, etteivät yhtiön johtajat saa asettaa omaa etuaan yhtiön tai sen osakkeenomistajien edun edelle missään tilanteessa.⁵⁵⁷ Johdon lojaliteettivelvollisuus kohdistuu siis kaikkiin yhtiön osakkeenomistajiin.⁵⁵⁸ Osakkeenomistajat eivät ole kuitenkaan homogeeninen ryhmä, vaan eri osakkeenomistajien intressit voivat olla yhtiössä hyvinkin ristiriitaiset.⁵⁵⁹ Tämä johtuu esimerkiksi siitä, että piensijoittajien tarkoitus voi olla hankkia yhtiön osakkeita pitkällä tähtäimellä, kun taas institutionaalisten sijoittajien sijoitusten kesto voi olla tätä huomattavasti lyhyempi.⁵⁶⁰ Hallituksen tulisi siis pyrkiä huomioimaan mahdollisuuksien mukaan osakkeenomistajien toisistaan poikkeavat intressit ostotarjousta koskevassa päätöksenteossaan. Tämä saattaa olla varsin hankalaa, sillä piensijoittajan näkökulmasta voi olla edullista myydä osakkeet ostotarjouksen johdosta, vaikka tarjottu preemio olisikin varsin pieni, kun taas suuromistajan kannalta paras vaihtoehto saattaa olla muunlainen ratkaisu.

Esteellisyysääntöjen on nähty ilmentävän myös yhtiöoikeudellista lojaliteettivelvollisuutta.⁵⁶¹ Selvimmin lojaliteettivelvollisuuden rikkominen esiintyneekin juuri esteellisyysääntösten vastaisena toimintana, jota on käsitelty aiemmin tässä tutkimuksessa.⁵⁶² Jos hallituksen jäsen on esteellinen OYL 6:4:ssä tarkoitetulla tavalla, hän ei saa osallistua ostotarjousta koskevan päätöksen tekemiseen. Huomattavaa kuitenkin on, että OYL 22:1.3:n mukainen tuottamusolettama on laajennettu koskemaan sellaista vahinkoa, joka on aiheutettu yhtiön lähipiiriin kuuluvan eduksi tehdyllä toimella. OYL 22:1.3:n mukainen tuottamusolettama koskee myös OYL 6:4:n säännelyjen esteellisyysääntöjen rikkomista. Lojaliteettivelvollisuutta ilmentävien esteellisyysääntöjen rikkomistapauksissa tuottamusta ei siis tarvitse erikseen osoittaa, vaan OYL:n presumptiosäännös luo valmiiksi oletetaman tuottamuksesta, vaikkei OYL 1:8:n mukaisen lojaliteettivelvollisuuden rikkominen kuuluukaan säännöksen piiriin. OYL 6:4:n esteellisyysääntöksiä tuleekin tästä syystä tulkita lojaliteettimyönteisesti.⁵⁶³

⁵⁵⁷ Savela 2006 s. 70.

⁵⁵⁸ HE 109/2005 s. 41 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 77.

⁵⁵⁹ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008 s. 77.

⁵⁶⁰ Suomessa institutionaaliset sijoittajat omistavat suurimman osan suomalaisten pörssiyritysten osakkeista. Suomessa arvo-osuusjärjestelmään kirjattujen yhtiöiden osakkeiden omistusosuudet jakaantuvat omistajaryhmittäin seuraavasti: hallintarekisteröidyt 39,5 %, kotitaloudet 20,4 %, yhtiöt 16,2 %, julkisyhteisöt 10,6 %, ulkomaat 5,2 %, rahoituslaitokset 4,6 % ja voittoa tavoittelemattomat 3,5 %. www.euroclear.eu/2091_FIN_ST.htm.

⁵⁶¹ Mähönen – Villa 2006 I s. 136.

⁵⁶² Esteellisyysääntöä säännellään OYL 6:4:ssä, jonka mukaan hallituksen jäsen ei saa osallistua hänen ja yhtiön välistä sopimusta koskevan asian käsittelyyn eikä osallistua yhtiön ja kolmannen välistä sopimusta koskevan asian käsittelyyn, jos hänelle on odotettavissa siitä olennaista etua, joka saattaa olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa. Sopimuksella voidaan tarkoittaa muutakin oikeustoimea kuin pelkästään sopimusta. HE 109/2005 s. 81. Ks. myös jakso 4.2.2.3.

⁵⁶³ Mähönen – Villa 2006 I s. 136. Mähönen ja Villa ovat kritisoineet sitä, että tuottamusolettamaa ei ole ulotettu koskemaan OYL 1:8:n mukaista lojaliteettivelvollisuutta. Tämä olisi ollut heidän mukaan mielekäästä siitä syystä, että liiketoimintapäätösperiaate ei koske lojaliteettivelvollisuutta.

5.5 Johdon tuottamuksen arviointi erilaisissa ostotarjoustilanteissa

Johto on vahingonkorvausvastuussa ainoastaan yhtiötä kohtaan, mikäli se rikkoo OYL 1:8:ssä säädettyä huolellisuusvelvollisuutta. Jos johto ei riko muuta OYL:n tai AML:n säännöstä kuin OYL 1:8:n mukaista huolellisuusvelvollisuuttaan, soveltuu johdon tuottamuksen arviointiin liiketoimintapäätösperiaate.⁵⁶⁴ Kun johto on rikkonut osakeyhtiöoikeudellisen huolellisuusvelvollisuutensa, johto vapautuu vastuusta, jos hallitus todella käsittelee asian riittävien ja asianmukaisten selvitysten ja informaation pohjalta, selvitysten perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.⁵⁶⁵

Tilanne, jossa pelkästään osakeyhtiöoikeudellista huolellisuusvelvollisuutta on rikottu ja tästä on aiheutunut *yhtiölle* vahinkoa, voisi konkretisoitua esimerkiksi hallituksen rikkoessa TOC:n suositusta kolme. Suositus velvoittaa hallitusta *huolellisesti arvioimaan* ehdotettua julkista ostotarjousta, hankkimaan arviointinsa pohjaksi *riittävät ja asianmukaiset tiedot* sekä kartoittavan yhtiön muita vaihtoehtoja.⁵⁶⁶ TOC:ssa on siis korostettu hallituksen huolellisuuden merkitystä vastaavalla tavalla kuin OYL:n mukaisessa huolellisuusarvioinnissa. Jos hallitus ei hanki riittäviä ja asianmukaisia tietoja ostotarjousta koskevan päätöksensä tueksi, rikkoo hallitus sekä TOC:n suositusta kolme että OYL 1:8:n mukaista huolellisuusvelvollisuuttaan. Riittävien selvitysten hankkimatta jättäminen voisi ilmetä esimerkiksi päätöksenä olla hankkimatta FO:a. Koska FO:n hankkimiseen ei ole kuitenkaan asetettu laissa tai TOC:ssa ehdotonta velvollisuutta, ei pelkkä FO:n puuttuminen välttämättä merkitse johdon huolimattomuutta toimintaa. Kuitenkin tilanteessa, jossa hallitus ei ole kykenevä arvioimaan tarjousvastikkeen edullisuutta, esimerkiksi vastikkeen koostuessa kokonaan tai osittain tarjoaja yhtiön arvopapereista, voitaisiin FO:n hankkimisen katsoa olevan riittävän huolellisuuden edellytys. Jos hallitus huolimattomuudella rikkoo TOC:n suosituksia, yhtiön vahinko voi konkretisoitua esimerkiksi FIVA:n määräämän seuraamusmaksun muodossa.⁵⁶⁷ Tällöinhän liiketoimintapäätösperiaate *ei* suojaa hallituksen toimia, sillä periaatteen soveltamisen edellytyksenä on asianmukaisen informaation hankkiminen päätöksen tueksi.⁵⁶⁸

⁵⁶⁴ Periaatteen sisältämän oletaman mukaan johdon oletetaan toimineen vilpittömässä mielessä ja rehellisesti uskoen, että toimenpide oli yhtiön edun kannalta paras, vaikka johdon päätöksistä olisikin aiheutunut vahinkoa. Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 872.

⁵⁶⁵ HE 109/2005 s. 41 ja Savela 2006 s. 91.

⁵⁶⁶ TOC suositus 3 s. 11. Suosituksessa edelleen korostetaan sitä, että hallituksen on pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen eli käytännössä aloittamaan neuvottelut tarjouksen tekijän kanssa, jollei hallitus katso, että jatkaminen itsenäisenä yhtiönä tai jokin muu ratkaisu on osakkeenomistajien kannalta paras vaihtoehto.

⁵⁶⁷ Ks. LFV 42 § ja 43 §.

⁵⁶⁸ Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985) s. 872 ja Savela 2006 s. 88-91. Yhtiölle voisi aiheutua vahinkoa myös tilanteessa, jossa hallitus ryhtyy ilman riittävää selvitystä ja ilman liiketaloudellista perustetta ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin, esimerkiksi myymään yhtiön keskeisiä liiketoimintoja alihintaan, mutta tästä huolimatta ostotarjous toteutuu. Yhtiön omaisuuden myynnillä selvään alihintaan ei voida pääsääntöisesti katsoa

Jotta *osakkeenomistajat* olisivat oikeutettuja vahingonkorvaukseen, on hallituksen tullut rikkoa jotakin muuta OYL:n säännöstä kuin OYL 1:8:n mukaista huolellisuusvelvollisuutta.⁵⁶⁹ Jos hallitus on rikkonut esimerkiksi OYL 1:5:n mukaista voitontuottamisolettamaa tai OYL 1:7:ssä säädettyä yhdenvertaisuusperiaatetta, osakkeenomistajat ovat oikeutettuja vahingonkorvaukseen, jos hallitus on rikkonut näitä säännöksiä tuottamuksellisesti ja toiminnasta on aiheutunut vahinkoa osakkeenomistajille. Edellä jaksossa 4.2.2.4 on esitetty, että johdon velvollisuus tuottaa voittoa osakkeenomistajille (OYL 1:5) tarkoittaa ostotarjoustilanteessa pääsääntöisesti velvollisuutta saada aikaa paras mahdollinen ostotarjous eli maksimoida osakkeista saatava hinta.⁵⁷⁰ Jos johto onnistuu estämään ostotarjouksen toteutumisen esimerkiksi myymällä yhtiön keskeisiä liiketoimintoja ilman liiketaloudellista perustetta, eikä tämän voida katsoa olevan osakkeenomistajien edun mukaista, johdon voitaneen katsoa rikkoneen velvollisuutensa maksimoida osakkeenomistajien omistuksen arvo tarjoustilanteessa.⁵⁷¹

Jos johto on ryhtynyt torjuntatoimiin *tahallisesti* pyrkien ajamaan vain omaa etuaan osakkeenomistajien kustannuksella, on tuottamuksen olemassaolo varsin selvää.⁵⁷² Jos johto on puolestaan pitänyt ostotarjousta yhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta epäedullisena vaihtoehtona ja tästä syystä pyrkinyt torjumaan tarjouksen toteutumisen, johdon voidaan kuitenkin katsoa toimineen tietyissä tilanteissa tuottamuksellisesti. Mikäli johto on itsenäisesti päättänyt myydä yhtiön keskeisiä liiketoimintoja eikä johto ole esimerkiksi hankkinut ratkaisunsa perusteeksi riittävästi selvityksiä myynnin vaikutuksista yhtiön toiminnan kehitykseen tai käyttänyt päätöksenteossaan apunaan asiantuntijoita, johdon voitaneen katsoa toimineen huolimattomasti. Vaihtoehtoisesti tuottamus voisi ilmetä edellä kuvatussa tilanteessa siten, että johto on selvittänyt myynnin vaikutuksia riittävästi, mutta näistä selvityksistä on ilmennyt keskeisten liiketoimintojen myynnin olevan osakkeenomistajien kannalta epäedullinen ratkaisu verrattuna ostotarjouksen toteutumiseen. Jos johto tästä huolimatta päättää myydä yhtiön keskeiset liiketoiminnat, johdon voidaan katsoa toimineen tuottamuksellisesti, sillä yhtiöoikeudellisen huolellisuusstandardin mukaan johdon tekemän päätöksen on oltava rationaalinen ja yhtiön eli sen osakkeenomistajien edun mukainen.⁵⁷³

olevan liiketaloudellista perustetta, joka on johdon huolellisen toiminnan edellytys. Ks. Ks. Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 237 ja Kenyon-Slade 2004 s. 229-230.

⁵⁶⁹ OYL 22:1.2.

⁵⁷⁰ HE 109/2005 s. 39 ja 41. Ks. myös HE 27/1977 s. 89 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I s. 40.

⁵⁷¹ Ks. TOC suosituksen 21 perustelut s. 33.

⁵⁷² Tuottamus-käsittehen kattaa sekä tahallisen että huolimattoman menettelyn. Hemmo 2005 s. 23-24. Tuottamuksen näyttäminen toteen voi kuitenkin olla varsin hankalaa. Huomattavaa kuitenkin on, että tällaisessa tilanteessa johdolla tuskin olisi esitettävään luotettavaa ja riittävä materiaalia, jonka perusteella johto voisi oikeuttaa päätöksensä puolustustoimiin ryhtymisestä.

⁵⁷³ HE 109/2005 s. 195 ja Airaksinen – Jauhiainen 2000 s. 237.

OYL 1:7:n mukaan hallitus ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Tämän tutkimuksen jaksossa 4.2.2.5 on esitetty, että johdon voidaan katsoa rikkovan OYL 1:7:ää, jos johto yksittäisen ostotarjouksen tai kilpailevien ostotarjousten tilanteessa perusteettomasti pyrkii suosimaan yhtä tarjouksentekijää onnistuen samalla estämään parhaan mahdollisen tarjouksen syntyminen osakkeenomistajien etujen vastaisella tavalla. Johto voi pyrkiä estämään tietyn tarjouksen tekemisen esimerkiksi niin, ettei se salli mahdollisen tarjouksentekijän suorittavan due diligence -tarkastusta kohdeyhtiössä.⁵⁷⁴ Mikäli kohdeyhtiö saa due diligence -tarkastusta koskevan pyynnön, kohdeyhtiön hallituksen on arvioitava, voiko ja tuleeko kohdeyhtiön sallia tällainen tarkastus.⁵⁷⁵

Jotta hallitus toimisi due diligence -tarkastusta koskevan päätöksen käsittelyssä huolellisesti, tulee hallituksen siis asianmukaisesti arvioida, onko tarkastuksen salliminen osakkeenomistajien edun mukaista. Jos hallitus tekee päätöksen due diligence -tarkastuksen kieltämisestä riittämättömän arvioinnin seurauksena ja tilanteessa, jossa tarkastuksen salliminen olisi ollut osakkeenomistajien edun mukaista, hallituksen voidaan katsoa menetelleen tuottamuksellisesti.⁵⁷⁶ TOC:ssa lisäksi korostetaan sitä, että jos hallitus on sallinut ensimmäiselle tarjouksentekijälle due diligence -tarkastuksen, hallituksen tulee kilpailevan tarjouksentekijän pyynnöstä lähtökohtaisesti sallia tälle olennaisilta osiltaan vastaavan laajuinen due diligence -tarkastus.⁵⁷⁷ Jos hallitus ei siis vastaavalaisten kilpailevien tarjousten tilanteessa salli kaikille potentiaalisille tarjouksentekijöille due diligence -tarkastusta, hallituksen voidaan katsoa rikkoneen TOC:n suositusta 14 ja täten toimineen tuottamuksellisesti.⁵⁷⁸ Tuottamus on epäilemättä myös käsillä, jos hallitus tahallaan ei päättää sallia due diligence -tarkastusta sille potentiaaliselle tarjouksentekijälle, jonka mahdollisen ostotarjouksen menestyminen olisi hallituksen omien etujen vastaista. Tuottamuksen osoittaminen voi kuitenkin olla tässä tilanteessa hyvin vaikeaa, sillä ehdotonta velvollisuutta due diligence -tarkastuksen sallimiseen ei hallituksella TOC:n mukaan ole.

⁵⁷⁴ Due diligence -tarkastuksella on varsin suuri merkitys tarkastuksen tekijälle, sillä selvityksen avulla ostajan on mahdollista varmistua siitä, että tarjouksen tekeminen on riskitöntä ja rationaalista. Ks. Due diligence -tarkastuksesta esim. Palm 2005 s. 326. Johto voi luonnollisesti myös pyrkiä estämään potentiaalisen tarjouksentekijän ostotarjouksen menestymisen myymällä yhtiön keskeisiä liiketoimintoja. Tuottamuksen olemassaolon osalta johdon myydessä yhtiön keskeisiä liiketoimintoja voidaan viitata edellisessä kappaleessa käsitelyyn OYL 1:5:n rikkomiseen ja tuottamusarviointiin. Mielestäni keskeisten liiketoimintojen myymistä ilman liiketaloudellista perustetta voitaneen nimittäin myös arvioida OYL 1:7:n rikkomisena. Ks. jakso 4.2.2.5.

⁵⁷⁵ TOC suositus 12 s. 21.

⁵⁷⁶ Yhtiöoikeudellisen huolellisuusvelvollisuuden täyttäminenhan edellyttää, että hallitus tekee rationaalisen ja yhtiön eli ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien edun mukaisen päätöksensä riittävän ja asianmukaisen informaation perusteella. HE 109/2005 s. 41 ja Savela 2006 s. 91.

⁵⁷⁷ Edellytyksenä kuitenkin on, että tämä on osakkeenomistajien edun mukaista, ja että kilpailevia tarjouksia ja niiden tekijöitä koskevat olosuhteet ovat muuten vastaavanlaiset. TOC suositus 14 ja sen perustelut s. 25.

⁵⁷⁸ Tuottamusta arvioidaan pääsääntöisesti normi- ja tapaperusteisesti eli tuottamus on käsillä, kun toimijaa sitovia yksityisluonteisia ohjeita, esim. TOC:ta ei noudateta. Ks. Hemmo 2005 s. 27-28.

Hallitus voi toimia tuottamuksellisesti myös valmistellessaan AML 6:6:n mukaista lausuntoaan. AML:ssa tai sen esitöissä ei ole otettu kantaa hallitukselta vaadittavaan huolellisuuteen, mutta TOC:n mukaan hallituksen tulee varmistua siitä, että se on toiminut lausunnon valmistelussa huolellisesti ja osakeyhtiölain periaatteita noudattaen. Hallituksen tulee edelleen riittävässä määrin selvittää tarjousta ja sen vaikutusta kohdeyhtiöön sekä yhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta, minkä lisäksi hallituksen tulisi ottaa kantaa tarjouksen edullisuuteen suhteessa yhtiön nykyarvoon.⁵⁷⁹ Hallitukselle on siis asetettu varsin selkeä velvollisuus valmistella lausunto huolellisesti asianmukaisen ja riittävän informaation pohjalta. Kuten edellä jo todettiin, vastikkeen arvioinnin osalta asianmukaisen informaation hankkiminen voi käytännössä tarkoittaa FO:n hankintaa päätöksen tueksi, koska hallitukselta voidaan edellyttää tarvittaessa asiantuntijoiden käyttöä.⁵⁸⁰

Yhtiöoikeudellinen huolellisuusstandardi edellyttää myös, että asianmukaisen harkinnan ja riittävien selvitysten perusteella on tehty johdonmukainen ja rationaali ratkaisu. Ostotarjousta koskevan hallituksen lausunnon osalta johdonmukainen ratkaisu tarkoittanee sellaisen lausunnon ja siihen sisältyvän suosituksen antamista, joka ei ole ristiriidassa lausunnon laadinnan perusteeksi hankitun informaation kanssa. Epäjohdonmukaisena voidaan pitää esimerkiksi hallituksen antamaa lausuntoa, jossa on suositeltu ostotarjouksen hyväksymistä, vaikka tarjousvastike on selvästi kohdeyhtiön osakkeen markkinahintaa alhaisempi. Hallituksen ostotarjouksen johdosta antamaa positiivista lausuntoa voidaan myös pitää irrationalisena, jos FO:n mukaan tarjousvastiketta on pidettävä osakkeenomistajien kannalta kohtuuttomana eivätkä muutkaan lausunnon taustaselvitykset tue hallituksen positiivista suositusta. Jos taas taustaselvitysten perusteella ostotarjousta voidaan pitää kokonaisuudessaan edullisena, epäjohdonmukaista olisi tällaisessa tilanteessa suosittaa sen hylkäämistä. Edellä kuvatuissa tilanteissa johdon voitaneen siis katsoa menetelleen tuottamuksellisesti, jolloin osakkeenomistajat voivat olla oikeutettuja vahingonkorvaukseen, mikäli korvausvastuun muut edellytykset täyttyvät.

5.6 Yhteenveto

Tässä luvussa on tarkasteltu hallituksen tuottamusarviointia. Jotta hallitus olisi toiminut ostotarjous-tilanteessa huolellisesti, hallituksen tulee tehdä ostotarjousta koskevat päätöksensä riittävien ja asianmukaisten selvitysten perusteella sekä yhtiön ja sen osakkeenomistajien edut huomioivalla tavalla.

⁵⁷⁹ TOC suositus 8 ja sen perustelut s. 16-17.

⁵⁸⁰ Ks. velvollisuudesta käyttää asiantuntijoita Palm 2005 s. 322, Haussila 2004 s. 389-390 ja Rapakko 1990 s. 168.

Riittävien selvitysten hankkimisen voidaan käytännössä katsoa tarkoittavan muun muassa yhtiön arvonmäärittystä, strategisten suunnitelmien esittämistä sekä FO:n hankkimista tilanteissa, joissa tarjous on jo julkistettu. FO:n hankkiminen ei kuitenkaan itsessään riitä huolellisuusvelvollisuuden täyttämiseen, vaan FO tulee hankkia riippumattomalta taloudelliselta neuvonantajalta.⁵⁸¹ Huolellisuuden on lisäksi katsottu edellyttävän sitä, että kohdeyhtiön on varattava riittävästi aikaa ostotarjousta koskevista toimenpiteistä päätettäessä. Riittävänä pidettävää aikaa tulee arvioida *in casu*, mutta esimerkiksi hallituksen lausuntoa valmisteltaessa johdolla on tähän hieman yli kaksi viikkoa aikaa. Hallituksen tulee myös arvioida sitä, tulisiko sen käyttää ostotarjousta koskevassa päätöksenteossään apunaan asiantuntijoita. Asiantuntijoiden käyttö on erityisen suositeltavaa, jos johto pyrkii torjumaan ostotarjouksen julkistamisen tai toteutumisen ilman yhtiökokouksen hyväksyntää. Jotta hallitus olisi täyttänyt huolellisuusvelvollisuutensa, sen on luonnollisesti tehtävä myös hankittujen selvitysten perusteella johdonmukainen, rationaali ja osakkeenomistajien edun mukainen päätös. Voidaan siis todeta, että *huolellisuusvaatimuksen täyttämässä asianmukaisten ja riittävien selvitysten hankkiminen on keskeistä eli käytännössä asiantuntijoiden käyttö ja erityisesti FO:n hankkiminen on merkittävässä asemassa hallituksen huolellisuuden arvioinnissa.*

6. LOPUKSI

Tämän tutkielman keskeisenä tavoitteena on ollut selvittää, *voiko kohdeyhtiön hallitus olla siviilioikeudellisessa vahingonkorvausvastuussa ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään kohdeyhtiön osakkeenomistajia ja/tai kohdeyhtiötä kohtaan.* Edelliseen tutkimuskysymykseen liittyen tarkoituksena on ollut tarkastella *niitä edellytyksiä, joiden perusteella hallituksen mahdollinen vahingonkorvausvastuu voisi syntyä.* Tutkimuksessa on siis ollut kysymys siitä, voiko kohdeyhtiön johto joutua vahingonkorvausvastuuseen, jos se on onnistunut epäasianmukaisilla toimillaan estämään julkisen ostotarjouksen toteutumisen. Jotta edellä mainittuihin kysymyksiin voidaan antaa vastaus, on ensin pitänyt selvittää johdon asemaa ja velvollisuuksia ostotarjoustilanteessa. Tutkittavana ovat olleet kysymykset: tuleeko hallituksen ajaa ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön vai osakkeenomistajien etua, tuleeko hallituksen myötävaikuttaa tarjouksen tekemiseen ja voiko hallitus ylipäättään ryhtyä ostotarjousta vastustaviin ostotarjousta. Omana erityiskysymyksenään on lisäksi tarkasteltu hallituksen vastuuta AML 6:6:n mukaisesta lausunnosta.

Tutkimuskysymykseen vastaaminen on ollut melko haastavaa, koska aihetta ei ole oikeuskirjallisuudessa juurikaan käsitelty lukuun ottamatta muutamia viittauksia vahingonkorvauksen mahdollisuuteen. Lisäksi hallituksen vahingonkorvausvastuun tarkasteluun ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään liittyy melko paljon tulkinnanvaraisuutta, minkä vuoksi yksiselitteisiä ja ”oikeita”

⁵⁸¹ Hallituksen tulee myös antaa taloudelliselle neuvonantajalle oikeat ja riittävät tiedot FO:n laatimista varten.

vastauksia tutkimuskysymykseen on mahdotonta antaa. Tutkimus tulee ymmärtää pikemminkin aihetta kartoittavaksi esitykseksi kuin tyhjentäväksi analyysiksi hallituksen vahingonkorvausvastuusta ostotarjoustilanteessa.

Arvopaperimarkkinoiden tehokas ja luotettava toiminta on välttämätöntä yhteiskunnan kilpailukyvyn kannalta. Jos sijoittajat kärsivät vahinkoa, joka ei konkretisoidu sijoituspäätökseen sisältyvän riskin vuoksi, vaan johtuu jonkun markkinoilla toimivan tahon lainvastaisesta toiminnasta, markkinoiden luotettavuus edellyttää, että sijoittajilla on tällaisessa tapauksessa oikeus vahingonkorvaukseen. Itse näen luottamuksen turvaamisen markkinoiden toimintaan painavimpana vahingonkorvauksen puolesta puhuvana argumenttina. Luottamusnäkökohdat korostuvat myös osakeyhtiön sisäisissä suhteissa, sillä fidusiaarisuhteissa on nimenomaisesti kysymys fidusiaarin (hallitus) erityiseen asemaan perustuvasta luottamussuhteesta hoitaa fidusiantin (osakkeenomistaja) asioita. Kohdeyhtiön hallitus toimii lähtökohtaisesti osakkeenomistajien edustajana, joten olisi varsin erikoista, jos hallitus ei joutuisi minkäänlaiseen vastuuseen osakkeenomistajien etujen vastaisista toimistaan. Lisäksi vahingonkorvausvastuun mahdollisuutta voidaan puolustaa vahingonkorvauksen preventiivisellä ja reparatiivisella funktiolla. Omistuksen ja vallan eriytyemisestä johtuvien osakkeenomistajien ja hallituksen välisten intressiristiriitojen on nähty esiintyvän vakavimmillaan juuri ostotarjoustilanteessa, joten uhka hallituksen opportunistisesta käyttäytymisestä on todellinen. Näin ollen mielestäni *hallituksen johdon tulisi voida olla vahingonkorvausvastuussa osakkeenomistajia (ja/tai kohdeyhtiötä) kohtaan, mikäli hallitus aiheettomasti onnistuu torjumaan osakkeenomistajille edullisen ostotarjouksen toteutumisen.*

Vahingonkorvausvastuun aktualisoitumisessa keskeisessä asemassa on luonnollisestikin se, että osakkeenomistajat tulevat tietoisiksi hallituksen epälojaleista toimista, mikä edellyttää johdon toimien tietynasteista valvontaa. Esimerkiksi tilanteessa, jossa johto onnistuu ilman liiketaloudellista perustetta torjumaan osakkeenomistajille edullisen tarjouksen syntymisen jo ennen sen julkistamista, osakkeenomistajien asema on varsin heikko. Osakkeenomistajat eivät tällaisessa tilanteessa todennäköisesti edes tiedosta kärsineensä vahinkoa, jolloin myös vahingonkorvauskanteen nostaminen ei ole realistinen vaihtoehto. Edellä mainitussa tilanteessa vahingonkorvaus ei välttämättä olekaan tehokas tapa reagoida osakkeenomistajien ja johdon välisistä intressiristiriidoista johtuvaan ongelmiin, sillä nykyisen oikeustilan vallitessa osakeyhtiöoikeus sen paremmin kuin arvopaperimarkkinaoikeuskaan eivät tarjoa riittävän tehokkaita mekanismeja valvoa yhtiön johdon toimintaa. Tältä osin voidaankin kysyä, puuttuuko Suomen oikeusjärjestelmästä riittävän tehokkaat keinot valvoa osakeyhtiön johdon toimintaa? Mielestäni johdolla tulisi lähtökohtaisesti olla laajat valtuudet päättää yhtiön toimintaan liittyvistä liiketoiminnallisista ratkaisuksista, mutta tämän päätöksentekovallan vastapainona johdolla tulisi olla realistinen mahdollisuus joutua osakkeenomistajien etujen

vastaisista toimistaan korvausvastuuseen. Nykyisen oikeustilan vallitessa vahingonkorvausvastuun voidaan katsoa mielestäni paremmin soveltuvan tilanteeseen, jossa johto onnistuu torjumaan yritysvaltauksen ostotarjouksen julkistamisen jälkeen. Jotta johdon kontrollointi vahingonkorvausvastuun kautta voisi ostotarjoustilanteessa tapahtua myös ennen tarjouksen julkistamista, tulisi Suomen oikeusjärjestelmän tarjota tehokkaammat mekanismit ylipäätään valvoa yritysjohdon toimintaa. Kohdeyhtiön johdon vahingonkorvausvastuu sinänsä vaikuttaisi mielestäni kuitenkin toimivalta keinolta tehokkaalla tavalla hillitä johdon opportunistista käytöstä myös ostotarjoustilanteessa.

Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön johdolla on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Tämä voi tarkoittaa myötävaikuttamista mahdollisimman edullisen ostotarjouksen aikaansaamiseen, mutta hallitus voi arvioinnissaan päätyä myös siihen, ettei potentiaalinen ostotarjous ole osakkeenomistajille edullinen vaihtoehto. Tällöin hallituksella tulisi olla valta päättää torjuntatoimiin ryhtymisestä, sillä hallituksella on ylivoimainen tiedollinen asema yhtiön tilasta verrattuna osakkeenomistajiin, minkä lisäksi osakkeenomistajat saattaisivat helposti tarttua alihintaiseenkin tarjoukseen tavoitteenaan ainoastaan lyhyen tähtäimen voiton maksimointi. Suomessa on kuitenkin OYL:n yleisperiaatteisiin nojautuen katsottu, että kohdeyhtiön johto voi ryhtyä ostotarjousta vastustaviin toimenpiteisiin vain hyvin poikkeuksellisesti.

Vaikka kohdeyhtiön hallituksen voitaisiin katsoa olevan vahingonkorvausvastuussa ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään, korvausvastuun käytännön toteuttaminen ei nykyisen oikeustilan vallitessa ole ongelmatonta. Ensimmäinen tulkintavaikeus liittyy sovellettavan lain valintaan. Vaikka julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset ovat AML:ssa, toimii hallitus ostotarjoustilanteessa osakeyhtiön organin ominaisuudessa. Mielestäni siitä pääsäännöstä, jonka mukaan hallitus voi joutua vahingonkorvausvastuuseen vain OYL:n rikkomisesta, ei tulisi poiketa. Näin ollen hallituksen toimia tulisi arvioida OYL:n nojalla myös ostotarjoustilanteessa, mikä näyttäisi olleen myös TOC:n laatineen YKL:n kanta. Hallituksen toimia ilman liiketaloudellista perustetta vastustaa julkista ostotarjousta voitaisiin mielestäni arvioida esimerkiksi lojaliteettivelvollisuuden rikkomisena. Selvänä kuitenkin ei ole pidetty sitä, että lojaliteettivelvollisuuden rikkominen ylipäätään voi perustaa vahingonkorvausvastuun yhtiön johdolle. Mikäli lojaliteettivelvollisuuden rikkominen ei voi perustaa korvausvastuuta, hallituksen epälojaaleja toimia voitaisiin mielestäni arvioida OYL 1:5:n tai OYL 1:7:n vastaisena toimintana. Luonnollisesti myös OYL:n esteellisyysäännöksen rikkominen perustaa yhtiön johdolle korvausvastuun.

AML sisältää myös oman vahingonkorvaussäännöksensä, mutta säännöksen voida katsoa ensisijaisesti velvoittavan AML:ssa tarkoitettuja yrityksiä eikä niiden johtoa. Näin ollen kohdeyhtiö joutuu niin sanotun identifikaation perusteella vahingonkorvausvastuuseen osakkeenomistajia kohtaan, jos

johto on toiminut vastoin AML:n säännöksiä. Johto eli identifikaation kautta kohdeyhtiö tuskin voi kuitenkaan joutua vahingonkorvausvastuuseen AML:n nojalla johdon ostotarjousta vastustavista toimenpiteistä, sillä AML ei sääntele näitä tilanteita lainkaan. Vahingonkorvausvastuu voisi aktualisoitua käytännössä TOC:n rikkomistapauksissa, mikäli TOC:n vastainen käytös voidaan tulkita Ratan standardi 5.2c:n tai AML 4:1:n rikkomiseksi. Näin ollen voidaan esittää, että *vahingonkorvausvastuu johdon toimista aiheuttomasti vastustaa julkista ostotarjousta on mahdollista toteuttaa OYL:n nojalla, mutta vahingonkorvausvastuun syntyminen AML:n nojalla on hyvin epätodennäköistä*. Myös vahingonkorvausvastuuta AML 6:6:n mukaisesta lausunnosta tulisi mielestäni lähtökohtaisesti arvioida OYL:n vahingonkorvaussäännöksen nojalla, mutta johdon vahingonkorvausvastuulle AML:n nojalla antamastaan lausunnosta on vahvempia perusteita kuin hallituksen arvopaperimarkkinaoikeudelliselle vahingonkorvausvastuulle ostotarjousta vastustavista toimenpiteistään.

Johdon vahingonkorvausvastuun syntyminen sekä OYL:n että AML:n nojalla edellyttää tuottamusta. Riittävänä johdon huolellisuutena ostotarjoustilanteessa voidaan pitää sitä, että johto on tehnyt ostotarjousta koskevan päätöksensä riittävän selvityksen perusteella, käyttänyt mahdollisesti apunaan asiantuntijoita erityisesti kohdeyhtiön arvonmäärittäystä ja vastikkeen arviointia koskevissa kysymyksissä sekä tehnyt päätöksensä yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Hallituksen vahingonkorvausvastuusta ostotarjoustilanteissa voidaan yleisesti todeta, että *vahingonkorvausvastuu voi aktualisoitua, mutta tämä on varsin epätodennäköistä*. Vahingonkorvausvastuu voi tulla kyseeseen lähinnä tilanteessa, jossa hallitus onnistuu tarjouksen julkistamisen jälkeen perusteettomasti estämään osakkeenomistajille edullisen ostotarjouksen toteutumisen. Hallituksen vahingonkorvausvastuun käytännön merkitystä edellä mainituissa tilanteissa vähentää kuitenkin se, että osakkeenomistajien kärsimät vahingot eivät välttämättä ole kovinkaan merkittäviä. Tällöin esimerkiksi pienosakkeenomistajilla ei välttämättä ole intressejä lähteä ajamaan erillisiä vahingonkorvauskanteista niihin liittyvän kulluriskin, rasitteiden ja epävarmuustekijöiden vuoksi. Tästä syystä hallituksen vahingonkorvausvastuu ostotarjoustilanteessa saattaa jättää pelkäksi akateemiseksi ongelmaksi, mutta tämä jääköön myöhemmän oikeuskäytännön varaan.

6.1 De lege ferenda

Tutkielman lopuksi voidaan vielä esittää joitakin de lege ferenda -pohdintoja, joita on ilmennyt tutkimusprosessin aikana. Ensinnäkin, hallituksen laajaa päätösvaltaa yhtiötä koskevissa ratkaisuisissa voidaan puoltaa, joten hallituksen tulisi voida osallistua ostotarjousta koskevaan päätöksentekoon eikä valtaa tulisi delegoida kokonaisuudessaan yhtiökokoukselle. Tällöin kuitenkin sijoittajilla tulisi olla realistinen mahdollisuus vahingonkorvaukseen tilanteissa, joissa hallitus käyttää päätösvaltaansa epälojaalilla tavalla. Jotta yhtiöjohdon vastuu voitaisiin toteuttaa myös tilanteessa, jossa hallitus

ennen ostotarjouksen julkistamista onnistuu ilman liiketaloudellista perustetta torjumaan tarjouksen tekemisen, osakeyhtiöoikeudellisia johdon valvontamekanismeja tulisi kehittää niin, että ne mahdollistavat johdon toimien todellisen valvonnan. Lisäksi vahingonkorvausvastuun käytännön toteuttamisessa on ilmennyt muutamia epäkohtia. Voimassa olevan oikeuden mukaan epäselvää esimerkiksi on, voiko OYL 1:8:n mukainen lojaliteettivelvollisuuden rikkominen perustaa vahingonkorvausvastuun myös yhtiön osakkeenomistajia kohtaan. Mielestäni tämä tulisi sallia tai ainakin päinvastaisessa tapauksessa osakeyhtiölain perusteluita tulisi selventää niin, että näinkin perustavaa laatua oleva yhtiöoikeudellinen kysymys tulisi ratkaistuksi. Lisäksi voidaan esittää, että jos vahingonkorvausvastuu voi syntyä jo lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen perusteella, OYL 22:1.3:n mukaista tuottamusolettamaa voitaisiin laajentaa koskemaan myös lojaliteettivelvollisuuden rikkomista. Tällöin osakkeenomistajien näytövaikkeudet helpottuisivat, mikä laskisi myös kynnystä vahingonkorvauskanteiden nostamiseen.

Ehkä keskeisin tutkielmassa ilmennyt epäkohta koskee kuitenkin AML 9:2:n tulkintaa. Vahingonkorvaussäännös on aivan liian suppea ja tulkinnanvarainen ja se jättää epäselväksi monia vahingonkorvaukseen liittyviä keskeisiä kysymyksiä. AML 9:2:ään tulisi kirjata vahingonkorvausvastuun olevan perusteeltaan tuottamuvastuuta tai vaihtoehtoisesti tämän tulisi käydä ilmi säännöksen esitöistä. Myös AML 9:2:n mukaisen vahingonkorvausvastuun kohdentumista tulisi selkiyttää ja vastaavasti esimerkiksi sen esitöissä todeta, että säännös koskee vain oikeushenkilöitä ja että hallituksen vastuuta tulee arvioida OYL:n nojalla. Edelleen epäselvää on, voivatko AML:n säännökset rinnastua OYL:iin sovellettaessa OYL 22:1:ää. Nykyisen oikeustilan vallitessa rinnastamista voitaisiin puoltaa AML 9:2:stä johtuvien tulkinnanvaraisuuksien johdosta. Rinnastaminen voitaisiin toteuttaa esimerkiksi ilmaisemalla AML:n rinnastaminen OYL:in OYL 22:1:n esitöissä. Hallituksen lausunnon osalta voidaan vielä todeta, että AML 6:6:n voitaisiin ajatella sisällytettävän nimenomainen huolellisuusvaatimus ja siihen liittyvä vahingonkorvausvastuu hallituksen lausunnon valmisteluun ja laadintaan liittyen.

Tulevaisuudessa osakkeenomistajien oikeusturvaa ja mahdollisuutta vahingonkorvaukseen hallituksen epälojaaleista toimista voitaisiin parantaa johdon valvontamekanismien kehittämisen lisäksi esimerkiksi ryhmäkannemenettelyllä. Tällöin yksittäisten sijoittajien intressien vähäisyys tai oikeudenkäyntiprosessiin liittyvät rasitteet ja epävarmuustekijät eivät muodostaisi merkittävää estettä kanteen nostamiselle. Esimerkiksi Euroopan komission pyrkimyksenä on kilpailuoikeudelliseen vahingonkorvauskysymyksiin liittyen lisätä ryhmäkanteiden merkitystä juuri yksittäisten kuluttajien

prosessikynnyksen madaltamiseksi.⁵⁸² Oikeuskehitys voisi kulkea tähän suuntaan myös tarkasteltaessa osakkeenomistajien oikeutta vahingonkorvaukseen hallituksen epälojaalien toimien johdosta.

⁵⁸² Valkoinen kirja, KOM (2008) 165, s. 4.