



HELSINGIN YLIOPISTO
HELSINGFORS UNIVERSITET
UNIVERSITY OF HELSINKI

Aktivistsijoittajan lojaliteettivelvollisuus vähemmistöosakkeenomistajana

Pro gradu -tutkielma
Tatu Santeri Tiilikainen
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta; kauppaoikeus
Ohjaaja: Seppo Villa
Lokakuu 2021

Tiivistelmä

Tiedekunta: Oikeustieteellinen tiedekunta

Koulutusohjelma: Oikeustieteen maisterin koulutusohjelma

Opintosuunta: Kauppa-oikeus

Tekijä: Santeri Tiilikainen

Työn nimi: Aktivistisijoittajan lojaliteettivelvollisuus vähemmistöosakkeenomistajana

Työn laji: Maisterintutkielma

Kuukausi ja vuosi: Lokakuu 2021

Sivumäärä: 81

Avainsanat: lojaliteettivelvollisuus, aktivistisijoittaja, vähemmistölojaliteetti, osakkeenomistaja-aktivismi

Ohjaaja tai ohjaajat: Seppo Villa

Säilytyspaikka: Helsingin yliopiston kirjasto

Muita tietoja:

Tiivistelmä:

Viime vuosikymmeninä aktivistisijoittajiksi kutsuttu institutionaalisten sijoittajien kategoria on noussut merkittäväksi toimijaksi globaaleilla markkinoilla. Epäortodoksisista toimintatavoistaan tunnetut aktivistisijoittajat eivät tyydy vain äänestämään yhtiökokouksessa, vaan pyrkivät ajamaan yhtiön arvoa kohottavia muutoksia esimerkiksi painostamalla yhtiön johtoa epävirallisissa keskusteluissa ja käynnistämällä yhtiön nykyistä suuntaa kritisoivia kampanjoita lehdistössä. Aktivistit eivät ole yritysvaltaajia, vaan hankkivat useimmiten vain muutaman prosentin vähemmistöosuuden kohdeyhtiöstään.

Aktivistisijoittaminen voidaan nähdä enimmäkseen positiivisena ilmiönä, mutta joidenkin aktivistien osalta huomiota ovat herättäneet tapaukset, joissa aktivisti on vaatinut kohdeyhtiötään esimerkiksi toteuttamaan yhtiön pitkän aikavälin kannattavuudelle, työntekijöille tai ympäristölle haitallisia lyhytnäköisiä liiketoimia, taikka ajanut yhtiön tahallaan epäedulliseen tilanteeseen, tavoitteenaan hyötyä tästä itse monimutkaisten rahoitusjärjestelyiden avulla. Toistaiseksi tämä on myös ollut sallittua, sillä yhtiöoikeuden vakiintuneen kannan mukaan osakkeenomistaja – ja varsinkin aktivistisijoittajan kaltainen vähemmistöomistaja – saa itsekkyysoikeutensa nojalla tavoitella yhtiössä ainoastaan omaa etuaan. Tällä tutkimuksella on kuitenkin tarkoitus haastaa perinteinen käsitys siitä, ettei osakkeenomistajilla voisi olla velvollisuuksia alati kasvavien oikeuksien vastapainoksi.

Tutkimuksessa vastaukseksi aktivistisijoittajien kyseenalaisiin toimenpiteisiin ehdotetaan osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden omaksumista. Tutkimuksessa pohditaan mahdollisuutta luoda osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n yleislausekkeen laajentavalla tulkinnalla, kokonaan osakeyhtiölaista irrallisena oikeusperiaatteena tai *de lege ferenda*, säätämällä asiasta osakeyhtiölaissa. Lisäksi tutkitaan ehdotetun lojaliteettivelvollisuuden käyttökelpoisuutta ja tehokkuutta keinona torjua aktivistisijoittajien arveluttavia transaktioita. Erityisen ulottuvuuden tutkimukseen tuo se, että lojaliteettivelvollisuus asetetaan tässä vähemmistöosakkeenomistajalle, kun tähän asti se vähäininkin huomio mitä osakkeenomistajan lojaliteetille on kotimaisessa tutkimuksessa osoitettu, on kiinnittynyt määräysvaltaa käyttäviin enemmistöomistajiin.

Sisällysluettelo

Lyhenteet.....	III
1. Johdanto	1
1.1 Tutkimuskohde.....	1
1.2 Tutkimuskysymykset, tutkimuksen tarkoitus ja tutkimuksen rajaukset.....	3
1.3 Metodit ja lähteet.....	4
1.4 Tutkimuksen rakenne	6
2. Lojaliteettivelvollisuus osakeyhtiössä.....	7
2.1 Päämies-agenttiteoria	7
2.2 Lojaliteettivelvollisuus johdon fidusiaarivelvollisuutena	9
2.2.1 Taustaa	9
2.2.2 Johdon lojaliteettivelvollisuuden sisältö	10
2.3 Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus	12
2.3.1 Näkökulmia Yhdysvalloista	12
2.3.2 Oikeustila Suomessa	17
2.3.2.1 Yhdenvertaisuusperiaate	17
2.3.2.2 Yleislausekkeen historiallinen tausta	18
2.3.2.3 Lojaliteettivelvollisuus modernissa kotimaisessa kirjallisuudessa	20
2.3.2.4 Yhteenvetoa.....	23
2.4 Sopimusoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus.....	24
2.5 Lojaliteettivelvollisuuden tasot	28
3. Aktivistisijoittaja	29
3.1 Ulos rationaalisesta apatiasta	29
3.2 Aktivistisijoittajien toimintatavoista	31
3.2.1 Osakkeenomistaja-aktivismi	31
3.2.2 Defensiivinen aktivismi.....	32
3.2.3 Aggressiivinen aktivismi.....	33
3.3 Aggressiivisen aktivismin varjopuoli.....	38
3.3.1 Äärimmäinen itsekkyyys ja intressikonfliktit	38
3.3.2 Lyhytnäköisyys	42
3.4 Aktivistisijoittajat Suomessa	45
4. Lojaliteettivelvollisuuden soveltuvuus aktivistisijoittajaan	48
4.1 Velvolluuksien asettaminen osakkeenomistajalle	48
4.2 Vallankäytön uusi paradigma.....	52
4.3 Varjojohtajuus	55

4.4 Lojaliteettivelvollisuuden asettaminen aktivistisijoittajalle vähemmistöosakkeenomistajana	57
4.4.1 Yleislausekkeen ongelmallisuus lojaliteettivelvollisuuden pohjana	57
4.4.2 Laajentava tulkinta	59
4.4.2.1 Määrävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus	59
4.4.2.2 Yleinen lojaliteettivelvollisuus	60
4.4.2.3 Yhteenvetoa	64
5. Osakkeenomistajan yleinen lojaliteettivelvollisuus	65
5.1 Velvollisuuden sisältö	65
5.2 Puuttuminen aktivistisijoittajien toimintatapoihin	68
5.3 Yleisen lojaliteettivelvollisuuden taso	72
5.4 Vastalauseita	73
5.4.1 Prosessuaaliset kysymykset	73
5.4.2 Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen	75
5.4.3 Lojaliteettivelvollisuuden tarpeettomuus ja haitallisuus	77
6. Johtopäätökset	80
Lähdeluettelo	82

Lyhenteet

AG	Aktiengesellschaft
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IPCC	International Panel on Climate Change
KILA	Kirjanpitolautakunta
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
KPL	Kirjanpitolaki (1336/1997, muutoksineen)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (oikeustoimilaki) (228/1929, muutoksineen)
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006, muutoksineen)
R&D	Research and development
SRD II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828, annettu 17 päivänä toukokuuta 2017, direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (osakkeenomistajan oikeudet II -direktiivi)
WIPO	World Intellectual Property Organization

1. Johdanto

1.1 Tutkimuskohde

Osakeyhtiössä johdolla on velvollisuuksia ja osakkeenomistajalla oikeuksia. Johdolle on asetettava velvollisuuksia, sillä varsinkin suurissa pörssiyhtiöissä osakkeenomistajat ovat hajautunut, heikko ja passiivinen joukko, jolta johto voisi kiskoa etua omiin taskuihinsa ellei sille asetettaisi lakimääräisiä rajoitteita. Osakkeenomistaja saa puolestaan klassisen talousliberalismin ruumiillistumana tavoitella itsekkyysoikeutensa nojalla ainoastaan omaa etuaan. Tämä on osakeyhtiöoikeudessa pitkään vallinnut käsitys näiden tahojen asemasta.¹

Viime vuosikymmeninä länsimaiset oikeusjärjestykset ovat kuitenkin kollektiivisesti suunnanneet yhtiöoikeudelliselle polulle, joissa osakkeenomistajan valta kasvaa, osakeomistus keskittyy harvojen ammattimaisten sijoitusinstituutioiden käsiin ja niin kutsutut aktivistisijoittajat toteuttavat merkittävää roolia markkinoilla.² Tämä suuntaus on tuonut mukanaan yhtiöoikeuteen kauan kaivattuja parannuksia, mutta myös vakavia ongelmia, jotka pakottavat suomalaisen yhtiöoikeudenkin miettimään suhtautumistaan osakeyhtiön fundamentaaliin asetelmiin uudelleen.

Nykyisin käsitys lukuisten pienosakkeenomistajien muodostamasta apaattisesta massasta ei enää pidä paikkansa, vaan markkinoita hallitsevat suuret institutionaaliset sijoittajat.³ Eräs tällaisten instituutioiden kategoria ovat Yhdysvalloista alun perin lähtöisin olevat aktivistisijoittajat. Nämä usein *hedgefundin* muotoon järjestäytyneet rahastot rikkovat osakesijoittamisen perinteisiä kaavoja käyttämällä nimensä mukaisesti asemaansa yhtiön osakkeenomistajana poikkeuksellisen aktiivisesti.⁴ Epäortodoksisista toimintatavoistaan tunnetut aktivistisijoittajat eivät tyydy vain äänestämään yhtiökokouksessa, vaan pyrkivät ajamaan yhtiön arvoa kohottavia muutoksia esimerkiksi painostamalla yhtiön johtoa

¹ Berle – Means 1933, Sneed 1960, Dalley 2004.

² Anabtawi – Stout 2008, s. 1274–1283, Coffee – Palia 2016, s. 553–573, Stout 2012, s. 16–20, Hansmann – Kraakman 2001, s. 440–441.

³ Black 1990, s. 523 ja 567, Gilson – Gordon 2013, s. 865, Toiviainen 2004, s. 405.

⁴ Hedgefundille ei jostain syystä ole kehittynyt vakiintunutta suomennosta, joten tässä tekstissä käytetään alkuperäistermiä ”hedge fund”, kirjoitettuna suomalaisittain yhdyssanana.

epävirallisissa keskusteluissa kulissien takana taikka käynnistämällä yhtiön nykyistä suuntaa kritisoivia kampanjoita lehdistössä.⁵ Aktivistit eivät myöskään ole yritysvaltaajia. Ne hankkivat useimmiten vain muutaman prosentin omistuksen kohdeyhtiöstään ja niiden vallankäyttö perustuu suuren omistusosuuden sijaan vakuuttavien argumenttien esittämiseen.⁶

Aktivistisijoittaminen voidaan nähdä enimmäkseen positiivisena vastakaikuna vuosikymmeniä jatkuneisiin toiveisiin saada osakkeenomistajat osallistumaan yhtiön hallinnointiin tehokkaammin.⁷ Hedgefund-aktivisteilla on kuitenkin äärimmäisen aggressiiviset tuottotavoitteet ja toisinaan myös yhtä aggressiiviset keinot niiden saavuttamiseksi. Hedgefund-aktivismiin liittyen huomiota ovatkin herättäneet tapaukset, joissa aktivisti on vaatinut kohdeyhtiötään esimerkiksi toteuttamaan yhtiön pitkän aikavälin kannattavuudelle, työntekijöille tai ympäristölle haitallisia lyhytnäköisiä liiketoimia, taikka ajanut yhtiön tahallaan epäedulliseen tilanteeseen, tavoitteenaan hyötyä tästä itse monimutkaisten rahoitusjärjestelyiden avulla.⁸ Tällaiset toimenpiteet laittavat kyseenalaistamaan asetelman, jossa aktivistisijoittajan kaltaisella vähemmistöosakkeenomistajalla ei ole mitään velvollisuuksia yhtiötä, sen sidosryhmiä tai kanssaomistajiaan kohtaan. Tässä tutkimuksessa ratkaisuksi aktivistisijoittajien kyseenalaisiin toimenpiteisiin ehdotetaan osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden omaksumista. Toistaiseksi lojaliteettivelvollisuus on Suomen osakeyhtiöoikeudessa nähty lähes yksinomaan johdon velvollisuutena. Tällä tutkimuksella on kuitenkin tarkoitus haastaa perinteinen käsitys siitä, ettei osakkeenomistajilla voisi olla velvollisuuksia näiden alati kasvavien oikeuksien vastapainoksi.

Tähän asti hedgefundien harjoittama aggressiivinen aktivistisijoittaminen on ollut melko pienimuotoinen ilmiö Suomessa, eikä tutkimuksessa esiteltyjä arveluttavia transaktioita ole vielä tullut täällä ilmi. Hedgefundit kuitenkin levittäytyvät jatkuvasti uusille markkina-alueille ja aktivistikampanjoiden määrä on Suomessakin ollut viime vuosina nousussa.⁹ Tämä tutkimus on siten kirjoitettu ennakkollisesta näkökulmasta, tavoitteenaan tuoda ilmi

⁵ Cheffins – Armour 2011, s. 60-61, Chiu 2010, s. 79.

⁶ Gilson – Gordon 2013, s. 867, Cheffins – Armour 2011, s. 58–60.

⁷ Euroopan Komission Vihreä Kirja 2011, s. 12–13.

⁸ Ks. jäljempänä luku 3.3.

⁹ Ks. jäljempänä luku 3.4.

aktivistisijoittamisen ongelmia sekä esitellä osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ratkaisuna niihin, ennen kuin aggressiivinen osakkeenomistaja-aktivismi ongelmiseen rantautuu meillekin koko voimallaan.

1.2 Tutkimuskysymykset, tutkimuksen tarkoitus ja tutkimuksen rajaukset

Käsillä olevassa tutkimuksessa vastataan seuraavaan kolmeen, toisiinsa vahvasti liitännäiseen tutkimuskysymykseen:

1. Voidaanko aktivistisijoittajalle vähemmistöosakkeenomistajana asettaa lojaliteettivelvollisuutta Suomen nykyisessä oikeustilassa?
2. Mikä olisi kyseisen lojaliteettivelvollisuuden sisältö?
3. Voidaanko lojaliteettivelvollisuudella puuttua onnistuneesti aktivistisijoittajien haitallisimpiin toimintatapoihin?

Käytännössä tutkimuksen tarkoituksena on siis kehittää teoria osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta Suomessa. Kotimaisesta oikeuskirjallisuudesta löytyy kyllä mainintoja osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta, mutta kattavaa oppia aiheesta ei vielä ole luotu. Tässäkään ei tosin ole mahdollista esitellä teoriaa järin laajasti, vaan tutkimuksessa pyritään ainoastaan luomaan tämän uuden lojaliteettivelvollisuuden perusteet. Kirjoittaja tiedostaa, että kyseessä on silti varsin kunnianhimoinen tavoitteenasetanta pro gradu tutkielmaa varten, mutta toivoo tämän tekstin onnistuvan pyrkimyksessään olla nimenomaan tieteellinen tutkimus, jolla tuotetaan uutta tietoa maailmaan. Myös lähdeviittaamisen tyrehtyminen tutkimuksen loppupuolella on seurausta siitä, että luvusta neljä eteenpäin tutkielma koostuu enenevässä määrin kirjoittajan omista ideoista.

Tutkimuksen keskiössä olevien aktivistisijoittajien pelikenttänä ovat yleensä suuret pörssiyhtiöt, joten tutkimus on pitkälti kirjoitettu näitä silmälläpitäen. Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden voitaisiin väittää olevan jopa tärkeämpi periaate pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä, mutta velvollisuuden soveltaminen pienempiin yhtiöihin herättää osittain hyvin toisenlaisia kysymyksiä kuin ne, mihin tässä tutkimuksessa pyritään vastaamaan.¹⁰ Näin ollen osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden rooli pienemmissä

¹⁰ Ks. jäljempänä luku 2.3.

yhtiöissä rajautuu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimuksen tarkoituksena on myös pohtia lojaliteettivelvollisuutta ainoastaan ns. aggressiivisia aktivistisijoittajia¹¹ ajatellen, eikä kirjoituksessa siten perehdytä tarkemmin velvollisuuden soveltamisvaikutuksiin muissa osakkeenomistajakategorioissa.

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta sovellettaessa joudutaan todennäköisesti vastaamaan myös liiketoimet täytöntöönpanneen johdon vastuuta koskeviin kysymyksiin. Tämä tutkimus keskittyy kuitenkin ainoastaan osakkeenomistajan vastuuseen ja johtoon liittyvät kysymykset ovat rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Lisäksi aiheen laajuuden takia aktivistisijoittajan varjojohtajuuteen ja vastuun samastukseen liittyvät kysymykset joudutaan jättämään vain pienen pintaraapaisun varaan. Tilan rajallisuuden vuoksi kirjoituksessa ei ole myöskään mahdollista pohtia lojaliteettivelvollisuuden laajempia oikeustaloustieteellisiä vaikutuksia taikka suorittaa kovin syvällistä punnintaa taloudellisen tehokkuuden ja oikeudenmukaisuusnäkökohtien välillä.¹²

1.3 Metodit ja lähteet

Tutkimuksen metodeina on käytetty pääasiassa lainoppia sekä oikeustaloustiedettä.¹³ Monin paikoin häilytään myös näiden kahden metodin rajamailla, joskaan ei liene metodologisesti merkitystä hahmotetaanko esimerkiksi tietty tulkinta lainopillisena lähestymistapana oikeustaloustieteeseen vai oikeustaloustieteellisten reaaliargumenttien käyttämisenä lainopissa.¹⁴ Nykyisin vallitsevalle yhtiöoikeuden tutkimustraditiolle poikkeuksellisesti tässä kirjoituksessa kuitenkin nojataan voiton tuottamista korostavien perustelujen lisäksi myös kommunitaariseen argumentaatioon, mikä tekee tutkimuksesta ajoittain myös

¹¹ Ks. jäljempänä luku 3.2.3.

¹² Ks. vertailusta esimerkkinä Timonen 1997, s. 80–90.

¹³ Perinteisesti lainoppi on tavattu jakaa teoreettiseen lainoppiin eli oikeusjärjestyksen systematisointiin sekä käytännön lainoppiin eli tulkintaan ja oikeusperiaatteiden punnintaan (Hirvonen 2011, s. 25.) Teoreettista lainoppia tässä tutkimuksessa edustavat esimerkiksi osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden asemaa Suomessa systematisoiva luku 2.3.2 ja käytännön lainoppia puolestaan osakeyhtiölain yleislauseketta koskevat tulkintakannanotot luvussa 4.4. Oikeustaloustieteestä yhtiöoikeudessa ks. esimerkiksi Sillanpää 1994, s. 24–32.

¹⁴ Määttä 1999, s. 10.

oikeussosiologisesti värittyneen.¹⁵ Lisäksi aktivistisijoittamisen eri aspekteihin perehtyessä kirjoituksessa hyödynnetään aiempien empiiristen tutkimusten tuloksia.

Tutkimuksen pyrkiessä luomaan uutta teoriaa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta, on siinä ymmärrettävästi myös vahva *de lege ferenda* -pohjavire. Tämä voidaan nivoa yhteen oikeustaloustieteen kanssa, sillä oikeustaloustiedettä pidetään varsin *de lege ferenda* -suuntautuneena tutkimusmetodina.¹⁶ Puhutaan myös regulaatioteoreettisesta lähestymistavasta oikeustaloustieteeseen, jossa taloudelliset seuraukset määrittävät sitä millaista tulevan oikeudellisen sääntelyn tulisi olla.¹⁷ Toisaalta tässä tutkimuksessa *de lege ferenda* -pohdinnat yhdistetään vahvasti myös kommunitaariseen argumentaatioon.

Tutkimuksessa haetaan ajoittain tulkinta-apua ja vertailukohtia vieraista oikeusjärjestyksistä, mutta sellaista systemaattista ja balansoitua vertailua eri oikeusjärjestysten välillä ei harjoiteta, että oikeusvertailua voisi tämän tutkimuksen metodiksi lukea.¹⁸ Sama pätee myös oikeushistoriaan. Tutkimuksessa kyllä kartoitetaan osakeyhtiöoikeudellista lainsäädäntöhistoriaa, mutta tämän peilaaminen yhteiskunnan muihin historiallisiin muutoksiin on sen verran vähäistä, ettei oikeushistoriallisesta tutkimuksesta voitane puhua.¹⁹

Viime vuosikymmeninä yhtiöoikeus on uniformisoitunut melko pitkälle kaikissa länsimaissa.²⁰ Tutkimuksessa käsitellään tätä pitkälti yhtenäistynyttä länsimaisen yhtiöoikeuden kenttää laajasti koskettavia yleisen tason teemoja sekä markkinatoimijoita, ja näin ollen tutkimuksessa on voitu kotimaisten lähteiden ohella hyödyntää kansainvälistä aineistoa melko liberaalisti. Pääasiallisena lähdekategoriana työssä on käytetty tutkimuskirjallisuutta. Etenkin amerikkalainen kirjallisuus muodostaa tutkimuksen lähteistön selkärangan, sillä aktivistisijoittaminen on ilmiönä alun perin lähtöisin

¹⁵ Ks. oikeussosiologian peruskysymyksistä yleisesti esimerkiksi Kyntäjä – Laitinen 1983, s. 9–35.

¹⁶ Sillanpää 1994, s. 31, Pönkä 2014, s. 71.

¹⁷ Määttä 1999, s. 13–14.

¹⁸ Husa 2013, s. 25. Tutkimuksessa hyödynnetyn Saksan oikeuden osalta on huomautettava, että kirjoittajan olemattoman saksan kielen taidon johdosta tekstissä viitataan vain suomalaisiin sekundäärilähteisiin.

¹⁹ Ks. Kekkonen 1997. Vanhemman oikeushistoriallisen tutkimustradition piirissä pelkkää normihistoriaa olisi kylläkin voitu pitää varsinaisena oikeushistoriallisena tutkimuksena (ks. Aarnio 1989, s. 50).

²⁰ Hansmann – Kraakman 2001, s. 440–441, Toiviainen 2004, s. 404.

Yhdysvalloista ja siellä myös osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta sekä muita universaaleja yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskeva kirjallisuus on huomattavan runsaslukuista. Tutkimuksen ajoittain hyvin taloustieteellisesti painottuneen ja ajankohtaisen otteen vuoksi myös erinäiset raportit sekä lehtiartikkelit muodostavat tärkeän osan lähteistä.

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta tai aktivistisijoittamista koskevaa lainsäädäntöä Suomesta ei löydy, mutta varsinaisia tutkimuskohteita ympäröivä tematiikka liikkuu lähes yksinomaan osakeyhtiölain (624/2006, muutoksineen, OYL) piirissä. Myöskin kotimaiset virallislähteet ja oikeuskäytäntö vaikenevat tutkimuksen aiheista, mutta näitä ympäröivien yhtiöoikeudellisten kysymysten osalta myös osakeyhtiölain esitöitä sekä oikeuskäytäntöä on osaltaan hyödynnetty.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Kirjoitus on jaettu kuuteen päälukuun. Varsinainen tutkimus aloitetaan seuraavassa luvussa perehtymällä lojaliteettivelvollisuuden osakeyhtiössä. Tarkastelun kohteena on ensin lojaliteettivelvollisuus perinteisimmässä muodossaan ymmärrettynä, eli yhtiön johdon velvollisuutena, minkä jälkeen seuraa katsaus oikeustilaan osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden suhteen. Luvun lopuksi pyritään vielä kartoittamaan sopimusoikeudellisen lojaliteetin käyttökelpoisuutta apuvälineenä osakeyhtiöoikeudellisen sukulaishahmottamiseen.

Luvussa kolme puolestaan tutustutaan tutkimuksen toiseen komponenttiin, aktivistisijoittajiin. Tarkoitus on selittää näiden melko uniikkien markkinatoimijoiden nousun syitä, erilaisia aktivismin muotoja sekä aktivistien käyttämien toimintatapojen haittapuolia. Neljännessä luvussa tutkimuksen tähän asti irralliset osat, lojaliteettivelvollisuus sekä aktivistisijoittaminen yhdistyvät. Luvussa aloitetaan tutkimuskysymyksiin vastaaminen selvittämällä, voidaanko aktivistisijoittajan kaltaiselle vähemmistöomistajalle asettaa lojaliteettivelvollisuutta Suomen nykyisessä oikeustilassa. Viidennessä luvussa jatketaan tutkimuskysymyksiin vastaamista esittelemällä osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden sisältö sekä soveltamalla sitä aktivistisijoittajien haitallisiin toimintatapoihin. Tässä yhteydessä vastataan myös

merkittävimpiin argumentteihin, joita ehdotettua lojaliteettivelvollisuutta vastaan voidaan esittää. Tutkimuksen johtopäätökset löytyvät luvusta kuusi.

2. Lojaliteettivelvollisuus osakeyhtiössä

2.1 Päämies-agenttiteoria

Tämän alaluvun tarkoituksena on luoda teoreettinen pohja yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden ymmärtämiselle. Yksi mahdollinen alkupiste tälle teoreettiselle tarkastelulle ovat taloustieteellinen sopimusverkkomalli ja päämies-agenttiteoria.²¹ Sopimusverkkomallissa osakeyhtiön hahmotetaan olevan vain oikeudellinen fiktio, joka muodostuu yhtiön intressitahojen (osakkeenomistajat, johto, velkojat, työntekijät jne.) välisten sopimussuhteiden verkosta.²² Sopimusverkon eri osapuolet taas muodostavat toisiinsa nähden niin kutsuttuja päämies-agenttisuhteita.²³ Päämies-agenttisuhteessa puolestaan yksi tai useampi henkilö (päämies) palkkaa toisen henkilön (agentin) suorittamaan jonkin tehtävän puolestaan.²⁴ Toimeksianto tarkoittaa myös päätöksentekovallan delegointia agentille suoritettavan tehtävän suhteen, ja päämiehen hyvinvointi on sopimussuhteessa riippuvainen agentin toimenpiteistä.²⁵ Agentin on toimittava päämiehen parhaaksi.²⁶

²¹ Nyky-yhtiöoikeustieteen keskiössä on omistajakeskeinen malli, joka nimensä mukaisesti korostaa osakkeenomistajien erityisasemaa osakeyhtiön määrittelevänä piirteenä. Osakkeenomistajakeskeisyyden johdosta huomiota on kiinnitettävä siihen, että johto todella hallinnoi yhtiötä tavoitteenaan juuri omistajien edun maksimointi. Näin ollen päämies-agenttiteoria ja johdon fidusiaarivelvollisuudet ovat nousseet tärkeään rooliin modernissa yhtiökäytännössä ja -kirjallisuudessa (ks. Hansmann – Kraakman 2001 ja Jensen – Meckling 1976, sekä jäljempänä luku 4.1).

²² Jensen – Meckling 1976, s. 311. Sopimuksella tässä yhteydessä tarkoitetaan sanan velvoiteoikeudellisesta merkityksestä poikkeavaa, huomattavasti laajempaa taloustieteellistä sopimusta.

²³ Jensen – Meckling 1976, s. 310.

²⁴ Sopimuksen käsitteen tavoin ”palkkaamista” (*engage*) ei tule tässä ymmärtää liian kirjaimellisesti. Useimmissa päämies-agenttisuhteissa mitään varsinaista toimeksiantosopimusta agentin palkkaamisesta ei tapahdu (ks. Jensen – Meckling 1976, s. 309).

²⁵ Jensen – Meckling 1976, s. 308.

²⁶ Kraakman ym. 2017, s. 29, Timonen 1997, s. 165.

Päämies-agenttisuhteen ydinongelma on osapuolten välinen informaatioasymmetria: agentilla on hallussaan huomattavasti enemmän informaatiota hoidettavaan tehtävään liittyen, eikä päämies kykene valvomaan agentin toimia täydellisesti.²⁷ Jos oletetaan, että agentti myös yrittää maksimoida oman hyötynsä relaatiossa, joutuu päämies aina pelkäämään, ettei agentti toimikaan päämiehen kannalta parhaalla mahdollisella tavalla, vaan ohjaa taloudellista hyötyä luvatta itselleen ilman, että päämiehellä on informaatiopuutostensa takia mahdollisuutta tätä havaita. Tästä syystä päämiehen on yleensä asetettava agentille erinäisiä tiedonantovelvollisuuksia sekä kannustimia toimia päämiehen edun mukaisesti, mikä puolestaan aiheuttaa päämiehelle kustannuksia. Päämies niin ikään kantaa taloudellisen riskin siitä, ettei agentti hoida tehtävänsä optimaalisimmalla mahdollisella tavalla.²⁸

Osakeyhtiössä nähdään yleensä ainakin kolme päämies-agenttisuhdetta.²⁹ Ilmeisin näistä on myös ylivoimaisesti eniten huomiota saanut relaatio, jossa yhtiön johto toimii osakkeenomistajien agenttina. Tämä edustaakin päämies-agenttiteoriaa puhtaimmillaan ja yhtiön johdolle asetettavat velvollisuudet sekä kannustimet muodostavat ison osa-alueen yhtiöoikeustieteestä.³⁰ Toinen päämies-agenttisuhte vallitsee puolestaan yhtiön ja sen muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien (velkojat, työntekijät, ym.) välillä. Tämän tutkimuksen kannalta olennainen on sen sijaan kolmas relaatio, jossa yhtiön määräysvaltaa käyttävä enemmistöosakkeenomistaja nähdään vähemmistöomistajien agenttina. Vähemmistöomistaja, jonka omat mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon ovat rajalliset, ikään kuin antaa yhtiöön sijoittamansa pääoman määräysvaltaa käyttävän enemmistön haltuun, oletuksenaan, että enemmistö tekee yhtiön kokonaisvarallisuuden arvoa kohottavia päätöksiä, eikä käytä varallisuutta vain omaksi edukseen.³¹ Kun enemmistö näin ollen toimii muiden omistajien agenttina, on tälle konstruoitavissa samankaltaisia velvollisuuksia, kuin mitä johdolla on osakkeenomistajia kohtaan.³²

²⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 342.

²⁸ Jensen – Meckling 1976, s. 308.

²⁹ Ks. esimerkiksi Kraakman ym. 2017, s. 29, Bergström – Samuelsson 2001, s. 28.

³⁰ Jensen – Meckling 1976, s. 309, Sillanpää 1994, s. 30.

³¹ Laine 2012, s. 89, Kraakman ym. 2017, s. 30.

³² Mähönen – Villa 2015, s. 414.

2.2 Lojaliteettivelvollisuus johdon fidusiaarivelvollisuutena

2.2.1 Taustaa

Perinteisesti yhtiöoikeustieteen huomio on siis kiinnittynyt agentuurisuhteista juuri johdon ja osakkeenomistajien väliseen relaatioon, ja myös tämän tutkimuksen keskiössä olevaa lojaliteettivelvollisuutta pidetään ennen kaikkea yhtiön johdon velvollisuutena osakkeenomistajia kohtaan. Osakeyhtiölain 1:8:n mukaan ”Yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua.” Tämä johdon tehtävää kuvaava pykälä sisältää kaksi velvoitetta: huolellisuusvelvoitteen, sekä velvoitteen edistää yhtiön etua. Vaikkei termiä itse lakitekstissä mainitakaan, kutsutaan velvoitetta edistää yhtiön etua vakiintuneesti lojaliteettivelvollisuudeksi.³³ Tämän tutkimuksen keskittyessä ainoastaan lojaliteettivelvollisuuteen, ei huolellisuusvelvollisuuteen enää jatkossa palata.

Lojaliteettivelvollisuuden juuret ovat common law -oikeusjärjestysten *trust*-instituutiossa,³⁴ joka voidaan määritellä esimerkiksi seuraavasti: “A trust is a fiduciary relationship with respect to property subjecting the trustee to duties to deal with it for the benefit of charity or for one or more persons.”³⁵ Instituution ytimessä on siis päämies-agenttiteorian tavoin osapuolten välinen erityinen luottamussuhde, jossa agentin velvollisuutena on toimia päämiehen puolesta ja tämän eduksi.³⁶ Agentin velvollisuuksista on tapana käyttää nimitystä fidusiaarivelvollisuudet (*fiduciary duties*), ja näistä tärkeimpiin lukeutuu agentin lojaliteettivelvollisuus päämiestä kohtaan. Fidusiaarivelvollisuuksien konsepti on levinnyt common law -trusteista lukuisille muillekin oikeudenaloille sekä uusille maantieteellisille alueille, ja nykyisin fidusiaarinen luottamussuhde voi syntyä osapuolten välille esimerkiksi sopimuksella, suoraan lain nojalla tai vallitsevien olosuhteiden perusteella.³⁷

³³ HE 109/2005 vp, s. 40.

³⁴ Velasco 2019, s. 61.

³⁵ Restatement (Third) of Trusts § 2 (American Law Institute 2003).

³⁶ Sitkoff 2019, s. 41. Mannereurooppalaisimmin termein johdon fidusiaarivelvollisuudet muistuttavat asiainhuoltoa (*negotiorum gestio*) (HE 109/2005 vp, s. 41). Asiainhuollossa on kyse välttämättömistä toimenpiteistä, jotka tehdään poissaolevan tai estyneen henkilön eduksi ilman nimenomaista valtuutusta. Ks. esimerkkinä asiainhuollosta KHO 2016:111.

³⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 368–369. Olosuhteisiin perustuvista fidusiaarisuhteista ks. esimerkiksi Kelly 2019 ja jäljempänä luku 4.2.

Fidusiaarivelvollisuuksien sisältö vaihtelee oikeudenaloittain sekä oikeusjärjestyksittäin,³⁸ mutta Suomen osakeyhtiölain johdon ja osakkeenomistajien välisen fidusiaarisuhteen esikuvana vaikuttaisi olevan Yhdysvaltojen yhtiöoikeus, jossa johdolle niin ikään asetetaan fidusiaarivelvollisuuksina huolellisuus- sekä lojaliteettivelvoite (*duty of care, duty of loyalty*).³⁹

2.2.2 Johdon lojaliteettivelvollisuuden sisältö

Johdon lojaliteettivelvollisuus kohdistuu yhtiöön ja sen kaikkiin osakkeenomistajiin.⁴⁰ Lojaliteettivelvollisuutta täsmentävät useat yksityiskohtaisemmat säännöt, mutta opin ytimessä on OYL 1:8:ssakin manifestoituva lausuma, jonka mukaan johdon on edistettävä yhtiön etua. On syytä hieman täsmentää yhtiön edun merkitysisältöä osakeyhtiöoikeudessa. Aihe on niin kotimaisessa kuin kansainvälisessäkin kirjallisuudessa laajasti problematisoitu ja keskittynyt varsinkin *shareholder/stakeholder*-väittelyn ympärille.⁴¹ Tiivistetysti debatissa on kyse siitä, määritelläänkö yhtiön eduksi vain osakkeenomistajien, vaiko yhtiön kaikkien sidosryhmien etu, ja siten samalla siitä, mihin tahoon johdon velvollisuus edistää yhtiön etua kohdistuu. Keskusteluun ei tässä ole mahdollista syventyä, mutta Suomessa vuoden 2006 osakeyhtiölaki edustaa kansainvälisesti melko laajasti hyväksyttyä kantaa, jonka mukaan yhtiön etu tarkoittaa osakkeenomistajien etua. Osakkeenomistajat nähdään yhtenä kollektiivisena joukkona, joiden kaikkien etua johdon on edistettävä.⁴² Näin ollen johdon on kiellettyä toimia esimerkiksi vain tietyn osakkeenomistajan, kolmannen osapuolen tai omaksi edukseen.⁴³

³⁸ Gold 2019, s. 386.

³⁹ Laine 2012, s. 83, Mähönen – Villa 2015, s. 371.

⁴⁰ HE 109/2005 vp, s. 40. Tämä on hallituksen esityksessä käytetty sanamuoto, mutta kyseenalaiseksi voidaan asettaa, onko mitään kaikkien osakkeenomistajien yhteisestä intressistä eroavaa yhtiön omaa etua yksilöitävissä. Ks. aiheesta yleisesti esimerkiksi Pönkä 2014, s. 256–266.

⁴¹ Ks. esimerkiksi Mähönen – Villa 2015, s. 331–341, Pönkä 2014, s. 320–329, mukaan lukien näiden alaviitteissä mainittu kirjallisuus, Jensen 2001 ja Hansmann – Kraakman 2001, s. 447–448.

⁴² Tämä on kuitenkin hieman yksinkertaistettu lähtökohta, sillä tietyissä erityistilanteissa johdolla saattaa olla velvollisuus toimia myös muiden tahojen, kuten yhtiön tytäryhtiön osakkeenomistajien hyväksi. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 387–391.

⁴³ HE 109/2005 vp, s. 38–39 ja 41, Pönkä 2013, s. 22, alaviite 6. Velasco 2019, s. 66, Bergström – Samuelsson 2001, s. 110–111, Airaksinen ym. 2018, s. 53.

Toimiminen yhtiön edun mukaisesti sisältää tietenkin yhtiön tarkoituksen mukaisen toimimisen,⁴⁴ joka puolestaan OYL 1:5:n mukaan on lähtökohtaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Hallituksen esityksen mukaan tämä ei tarkoita voitonjakokelpoisten varojen maksimointia lyhyellä aikavälillä, vaan yhtiön pidemmän tähtäimen kannattavuuden huomioimista. Siten yhtiön edun mukaista on yleensä investoida esimerkiksi työntekijöiden koulutukseen tai tuotantovälineiden uudistamiseen, ja näin ollen parantaa voitontuottamiskykyä pitkällä aikavälillä.⁴⁵ Lähtökohtana on oletettava siitä, että yhtiö jatkaa toimintaansa toistaiseksi, *going concern*. Tästä näkökulmasta yhtiön edun vastaisia ovat siis ensinnäkin toimet, jotka tuottavat voittoa muulle taholle kuin koko osakkeenomistajakollektiiville. Lisäksi, vaikka tietty toimenpide tuottaisi kaikille osakkeenomistajille voittoa, voitaisiin toimenpidettä pitää yhtiön edun vastaisena, mikäli voitto on ainoastaan lyhytkatseista varojen maksimointia yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden kustannuksella.⁴⁶

Lojaliteettivelvoitetta täsmentävät lukuisat yksityiskohtaisemmat normit, ja näiden ytimeen puolestaan kuuluvat johdon intressiristiriitoja koskevat säännöt.⁴⁷ Yhtiön johtoon kuuluva ei myöskään saa hyödyntää liiketoimintamahdollisuutta, jota yhtiö olisi voinut hyödyntää.⁴⁸ Niin ikään oleellinen sääntö tässä kategoriassa on johdon kilpailukiello: yhtiön johtoon kuuluva ei saa harjoittaa yhtiön kanssa kilpailevaa toimintaa, mikäli toiminta on ristiriidassa

⁴⁴ HE 109/2005 vp, s. 41.

⁴⁵ HE 109/2005 vp, s. 38–39. Ks. myös Airaksinen ym. 2018 s. 35. Tietyissä erityistilanteissa johdon velvollisuus voi kuitenkin olla vain osakkeenomistajien sijoitusten arvon välitön maksimointi. Tällainen velvollisuus johdolla on esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön arvopapereista on tehty julkinen ostotarjous tai sen sulautumisesta neuvotellaan (HE 109/2005 vp, s. 41, ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 384–387).

⁴⁶ Airaksinen ym. 2018, s. 30.

⁴⁷ Gold 2019, s. 387. Ks. Suomessa OYL 6:4. Common law -oikeusjärjestyksissä lojaliteettivelvollisuuden tarkempi sisältö on tapana luokitella ainakin ns. *no conflict* ja *no profit* -sääntöihin. Ensimmäinen kategoria koskee johdon intressiristiriidan kieltoa ja jälkimmäinen puolestaan johdon kieltoa kerätä itselleen hyötyä fidusiaarisuhteesta, poikkeuksena luonnollisesti päämiehen fidusiaarille nimenomaisesti tämän työstä myöntämä palkkio (Ks. Velasco 2019, Gold 2019). Osana lojaliteettivelvollisuutta voidaan vielä lisäksi pitää yleistä vaatimusta toimia päämiehen parhaaksi (*duty of good faith*) sekä vaitiolovelvollisuutta (*duties of disclosure*) (Ks. Gold 2019).

⁴⁸ Bergström – Samuelsson 2001, s. 115.

yhtiön edun kanssa.⁴⁹ Lojaliteettivelvollisuuden osaksi lasketaan Suomessa myös johdon vaitiolovelvollisuus, jota osakkeenomistajien tarve valvoa johdon toimintaa kuitenkin huomattavasti rajoittaa.⁵⁰ Vielä osaksi johdon lojaliteettivelvollisuutta on esitetty velvoite noudattaa yhdenvertaisuusperiaatetta, varojenjakosäännöksiä ja sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltä.⁵¹ Lojaliteettivelvollisuudesta ei voida poiketa.⁵²

2.3 Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus

2.3.1 Näkökulmia Yhdysvalloista

Johdon lojaliteettivelvollisuudesta poiketen, osakkeenomistajan lojaliteetti ei suinkaan ole vakiintunut osa yhtiöoikeuden kansainvälistä kaanonia. Seuraavissa alaluvuissa pyritään hahmottamaan oikeustilaa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden suhteen, aloittaen Yhdysvalloista, jossa konsepti on tunnettu pidempään ja saanut huomattavasti laajempaa huomiota kuin Suomessa. Myös fidusiaarivelvollisuudet yleisesti ovat common law - pohjaisia, joten katsauksesta osakkeenomistajaloyaliteetin historiaan ja nykytilaan Yhdysvalloissa voidaan hakea tulkinta-apua lojaliteettivelvollisuuden ymmärtämiseksi Suomessa.

Kapitalistisen markkinatalouden olennaisena komponenttina on perinteisesti nähty lähes poikkeukseton osakkeenomistajan itsekkyysoikeus. Jokainen osakkeenomistaja on sijoittanut yhtiöön omia varojaan ja saa toimia ainoana päämääränään oman sijoituksensa arvonmaksimointi.⁵³ Osakkeenomistajan ei siis perinteisen kannan mukaan tarvitse ottaa huomioon muita tahoja kuin itsensä, eikä sillä ole velvollisuuksia yhtiötä, sen sidosryhmiä tai muita osakkeenomistajia kohtaan. Myöskään päämies-agenttisuhte johdon ja osakkeenomistajien välillä ei ole siten vastavuoroinen, että osakkeenomistajilla olisi velvollisuuksia johtoa kohtaan.⁵⁴ Yhdysvalloissa on kuitenkin jo pitkään tunnustettu, että

⁴⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 391–392. Kilpailukiello ei periaatteessa ole absoluuttinen, vaan johdon jäsen voi harjoittaa kilpailevaa toimintaa, mikäli hän kykenee osoittamaan, ettei toiminta ole ristiriidassa yhtiön edun kanssa. Tämä kuitenkin lienee äärimmäisen harvinaista.

⁵⁰ Ks. johdon vaitiolovelvollisuudesta osana lojaliteettivelvoitetta Mähönen – Villa 2015, s. 393–396.

⁵¹ Mähönen – Villa 2015, s. 391.

⁵² Velasco 2019, s. 62.

⁵³ Ks. aiheesta yleisesti esimerkiksi Sneed, 1960.

⁵⁴ Hoffman 2006, s. 537–538, Ragazzo 1999, s. 1135, Art 2003, s. 378.

myös osakkeenomistajilla voi tietyissä erityistapauksissa olla lojaliteettivelvollisuus kanssaomistajia kohtaan.⁵⁵

Yhdysvaltojen oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden on katsottu aktualisoituvan lähinnä kahdessa tilanteessa: määrävän osakkeenomistajan kohdalla, sekä suljetuissa, pienen omistajapiirin *close corporation* -yhtiöissä.⁵⁶ Ensimmäisen kategorian osalta velvollisuus perustuu päämies-agenttiteorian sovellutukseen, jonka mukaan päätösten tapahtuessa yhtiössä enemmistöperiaatteella, määräysvaltaa käyttävä omistaja kykenee hallitsemaan yhtiön yhteistä kokonaisvarallisuutta haluamallaan tavalla ja toimii näin ollen päätöksenteosta sivuun jäävän vähemmistön agenttina.⁵⁷ Velvollisuuden piiriin kuuluu yhtiössä määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja. Kontrolli voi perustua luonnollisesti yli 50 prosentin osakeomistukseen taikka osakkeenomistajan kykyyn muutoin vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon, hallituksen toimintaan tai yksittäiseen transaktioon.⁵⁸ Vaikka tuomioistuimien esimerkiksi tapauksessa *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*⁵⁹ vihjasi, että fidusiaarivelvollisuuksia olisi kaikilla osakkeenomistajilla yhtiötyypistä ja kontrollista riippumatta, vaikuttaa vallitseva kanta olevan, että tämän tutkimuksen kannalta oleellisemmissä suuryhtiöissä velvollisuus on asetettu ainoastaan määräysvaltaa käyttävälle osakkeenomistajalle, kaikkien omistajien välisten velvollisuuksien kuuluessa suljettuihin pienyhtiöihin.⁶⁰

⁵⁵ Ks. tämänsuuntaisesti jo vuonna 1886 *Ervin v. Oregon Ry. & Nav. Co.* 27 F. 625 (S.D.N.Y. 1886). Astetta modernimmassa oikeuskäytännössä johtavia tapauksia aiheesta ovat mm. *Jones v. H.F. Ahmanson & Co.*, 460 P.2d 464 (Cal. 1969), *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971), *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975) ja *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

⁵⁶ Ks. alaviitteet 61 ja 62.

⁵⁷ Dalley 2004, s. 177, Ragazzo 1999, s. 1135 Hetherington 1972, s. 933. Ks. myös edellä luku 2.1.

⁵⁸ Art 2003, s. 380–381. Yli 50 prosentin omistusta taikka mahdollisuutta nimittää yli puolet yhtiön hallituksen jäsenistä ei siis välttämättä edellytetä. Esimerkiksi tapauksessa *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994) Delawaren korkein oikeus katsoi määräysvallan olleen osakkeenomistajalla, joka tosiasiallisesti kykeni vaikuttamaan yhtiön hallituksen päätöksiin, vaikka omistikin ”vain” 43,3 prosenttia yhtiön osakkeista ja oli nimittänyt viisi yhtiön yhdestätoista hallituksen jäsenestä.

⁵⁹ 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975).

⁶⁰ Hetherington 1972, Van Vliet – Snider 1998, Art 2003, Anabtawi – Stout 2008.

Vaikuttaa siis olevan myös varsin laajasti hyväksytty, että pienissä *close corporation* -yhtiöissä, kaikilla osakkeenomistajilla – myös vähemmistöllä – on lojaliteettivelvollisuus toisiaan kohtaan.⁶¹ Tällaisille yhtiöille on tyypillistä suomalaisin termein henkilöyhtiötä muistuttava luonne sekä osakkeenomistajan hyvin rajallinen, ellei jopa olematon exit-mahdollisuus – yhtiön osakkeille kun ei juuri ole jälkimarkkinoita. Pienen omistajapiirin osakeyhtiöissä, jotka usein toimivat osakkeenomistajien työpaikkana sekä yhteisenä elinkeinonharjoittamisvälineenä, osakkeenomistajien väliset lojaliteettisuhteet saavat huomattavasti korostuneemman merkityksen kuin esimerkiksi suuressa pörssi-yhtiössä.⁶²

Poikkeuksetta osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ei kuitenkaan Yhdysvalloissa ole hyväksytty. Ajatus osakkeenomistajien keskinäisistä fidusiaarivelvollisuuksista on torjuttu ainakin Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisussa *Nixon v. Blackwell*⁶³. Kirjallisuudessa puolestaan *Dalley* on asettunut varsin voimakkaasti määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille asetettujen fidusiaarivelvollisuuksien vastustajaksi, nähden nämä neo-marxistista näkökulmaa edustavien tutkijoiden kannustamana vähemmistön keinona paeta sijoitusta, jota vähemmistöomistaja myöhemmin on alkanut katumaan.⁶⁴

Mikä sitten on osakkeenomistajalle asetettavan lojaliteettivelvollisuuden sisältö Yhdysvalloissa? Vastaus on vähintäänkin epäselvä. Ensinnäkin lojaliteettivelvoitteen taso voi vaihdella pienten henkilöyhtiömäisten kumppanuuksien ja suurten pörssi-yhtiöiden välillä. Lisäksi Yhdysvalloissa liittovaltiotason sääntelyn puuttuessa lojaliteettivelvollisuuteen on suhtauduttu eri osavaltioissa eri tavoin.⁶⁵ Osakkeenomistajan

⁶¹ Ks. aiheesta yleisesti esimerkiksi Hetherington 1972, Thompson 1992, Van Vliet – Snider 1998 ja Ragazzo 1999.

⁶² *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505, (Mass. 1975), *Hagshenas v. Gaylord*, 557 N.E.2d 316 (Ill. App. Ct. 1990), *Tilley v. Shippee*, 147 N.E.2d 347 (Ill. 1958), *Jaffe Comm. Fin. Co. v. Harris*, 456 N.E.2d 224 (Ill. App. Ct. 1983), *Zokoych v. Spalding*, 344 N.E.2d 805 (Ill. App. Ct. 1976). Sinänsä mielenkiintoisia kysymyksiä tarjoaa se, että samaan yhtiömuotoon sovelletaan erilaisia oikeusperiaatteita yhtiön koosta riippuen. Tämän tutkimuksen keskittyessä suuriin pörssi-yhtiöihin, ei aihepiiriin tai yleisesti fidusiaarivelvollisuuksiin pienissä osakeyhtiöissä ole mahdollisuutta perehtyä tässä tarkemmin.

⁶³ 626 A.2d 1366 (Del. 1993).

⁶⁴ *Dalley* 2004, s. 222. Ks. myös Ribstein 2010, s. 166.

⁶⁵ Ks. esimerkkinä päinvastaisista lopputuloksista lojaliteettivelvollisuuden suhteen Delawaressa ja Massachusettsissa *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993) ja *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975). Epäselvyyttä vaikuttaa myös olevan siitä, kohdistuuko lojaliteettivelvollisuus

lojaliteettivelvoitteen arvioinnissa seuraillaan yhtiön johdolle asetettavia standardeja, ja velvollisuuden alaisen osakkeenomistajan on siten kiellettyä hankkia taloudellista etua itselleen muiden omistajien kustannuksella.⁶⁶ Lojaliteettivelvollisuus ei kuitenkaan ole johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta vastaava, sillä osakkeenomistajaan ei voi kohdistua vastaavia yksityiskohtaisia alavelvollisuuksia kuin yhtiön johtoon. Osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden tasapainottaessa arviointia kevyempään suuntaan, kyseessä on siten ennemminkin velvollisuus kohdella muita osakkeenomistajia reilusti (*duty to act fairly*).⁶⁷

Fidusiarivelvollisuudet ovat korostuneesti esillä tapauksissa, joissa enemmistöomistaja on itse oikeustoimen molempina osapuolina (*self-dealing*).⁶⁸ Tähänastisessa oikeuskäytännössä osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus onkin suljettujen pieniyhtiöiden ulkopuolella aktualisoitunut pääasiassa juuri tähän toimenpidekategoriaan kuuluvissa yrityskaupoissa ja *squeeze-out* -järjestelyissä⁶⁹. Kun enemmistöomistaja vaikuttaa liiketoimen molemmilla puolilla, on intressiristiriita transaktion vastikkeen osalta tietenkin äärimmäinen, sillä jokainen sentti pois hinnasta tarkoittaa etua enemmistöomistajalle ja vahinkoa vähemmistölle. Enemmistöomistaja voi valta-asemansa turvin yleensä sanella yrityskaupan tai sulautumisen ehdot, joten ihmisluonnon ahneus huomioon ottaen ei voitane pitää

yhtiöön itseensä, vai suoraan muihin osakkeenomistajiin. Kysymyksellä on lähinnä merkitystä yhtiön puolesta nostettavan derivatiivisen kanteen prosessuaalisten vaatimusten takia (Dalley 2004, s. 179).

⁶⁶ Anabtawi – Stout 2008, s. 1265, Hetherington 1972, s. 946, *Jones v. H.F. Ahmanson & Co.*, 460 P.2d 464 (Cal. 1969), *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994), *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975). Toisaalta tapauksessa *Jones v. H.F. Ahmanson & Co.* tuomioistuimainitsi enemmistöosakkeenomistajalla olevan velvollisuus pidättäytyä toimenpiteistä, jotka hyödyttävät vain tätä itseään, riippumatta siis siitä, vahingoittaako kyseinen oikeustoimi samalla vähemmistöä.

⁶⁷ Ragazzo 1999, s. 1104–1105.

⁶⁸ Ks. esimerkiksi *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d (Del. 1990) ja *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

⁶⁹ *Squeeze-out* -järjestelyllä määräsvaltaa käyttävä enemmistö pyrkii hankkiutumaan eroon yhtiön vähemmistöä esimerkiksi ”näännyttämällä” vähemmistön tai suorittamalla ns. *squeeze-out* -sulautumisen. *Squeeze-out* -sulautumisessa yhtiön A enemmistöomistaja päättää sulautumisesta enemmistöomistajan itsensä sataprosenttisesti omistamaan yhtiöön B. Sulautumisvastike yhtiön A vähemmistöomistajille maksetaan rahana eikä osakkeina ja näin heidät saadaan pakotettua ulos yhtiöstä (Ks. esimerkiksi *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d (Del. 1990)).

yllättävänä, että enemmistöomistajan toimiin on pitänyt puuttua lojaliteettivelvollisuudella juuri näissä tapauksissa.⁷⁰

Lojaliteettivelvollisuuden arviointi ei kuitenkaan tyhjene siihen, että määräävän osakkeenomistajan näytettäisiin hankkineen taloudellista etua itselleen vähemmistön kustannuksella. Valtaansa väitetysti väärinkäyttäneet omistajat voi puolustautua näyttämällä, että toteutettu liiketoimi on intressikonfliktista huolimatta ollut yhtiölle kuitenkin kokonaisuutena reilu (*entire fairness* -testi).⁷¹ *Entire fairness* -testissä kiinnitetään huomiota muun muassa liiketoimen ajoitukseen, strukturointiin, neuvotteluprosessiin sekä hintaan. Transaktion tulee siis olla sekä sisällöllisesti, että prosessuaalisesti vähemmistön kannalta kokonaisuutena reilu.⁷²

Yhteenvetona voidaan todeta, että Yhdysvaltojen suurissa osakeyhtiöissä osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus koskee pääasiassa määräävää osakkeenomistajaa yrityskauppa- ja sulautumistilanteissa, joissa enemmistöomistaja toimii transaktion molemmilla puolilla. Enemmistön puolustautumiskeinona on ennen kaikkea osoittaa liiketoimen taloudellinen oikeudenmukaisuus vähemmistöä kohtaan. Vähemmistöomistajan lojaliteettivelvollisuutta ei sen sijaan ole juurikaan suljettujen pienyhtiöiden ulkopuolisessa kontekstissa mietitty.⁷³

⁷⁰ Anabtawi – Stout 2008, s. 1269.

⁷¹ *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

⁷² Ks. testistä tarkemmin esimerkiksi *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d (Del. 1983) ja *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994). Yhdysvaltojen tuomioistuimet ovat kehittäneet tähän tarkoitukseen myös kaksi muuta testiä: *reasonable expectations* -testi, jossa huomio kiinnitetään testin nimen mukaisesti vähemmistön perusteltuihin odotuksiin (*Kemp & Beatley (Gardstein)*, 64 N.Y.2d 63 (N.Y. 1984)), sekä *fairness*-testi, jossa väärinkäytöksestä syytetyn omistajan on esitettävä toimilleen legitiimi liiketaloudellinen peruste (*Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 353 N.E.2d 657 (Mass. 1976)). Kaikista kolmesta testistä on löydettävissä samat, transaktion liiketaloudellista reiluuutta painottavat elementit ja testit saattavat samankaltaisuutensa takia hyvinkin johtaa samaan lopputulokseen (ks. Stevenson 2001, s. 1153). Liike-elämän riidanratkaisun kannalta merkittävää roolia toteuttavat Delawaren tuomioistuimet soveltavat näistä kolmesta lähinnä *entire fairness* -testiä (ks. Ragazzo 1999, s. 1135–1150).

⁷³ Poikkeuksiakin kyllä löytyy, esimerkkeinä tapaukset *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994) sekä *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531 (Del. 2003).

2.3.2 Oikeustila Suomessa

2.3.2.1 Yhdenvertaisuusperiaate

Suomen oikeudessa osakkeenomistajan lojaliteettivelvoite on varsin jäsentymätön ja epäselvä aihepiiri. Velvollisuutta ei mainita lakitekstissä, eikä oikeuskäytännössä, joten koko oppi on jäänyt oikeuskirjallisuuden kehiteltäväksi. Tosin kotimaisessa kirjallisuudessakaan aiheesta ei kovin kattavia esityksiä löydy. Yhdysvaltojen tavoin suomalaisissa osakeyhtiöissä vahvana lähtökohtana on luonnollisesti osakkeenomistajan itsekkyysoikeus.⁷⁴ Mannereurooppalaisena oikeusjärjestyksenä osakeyhtiösääntely on kuitenkin Suomessa rakennettu hieman eri tavoin kuin common law -maissa, joten täällä keskiössä eivät perinteisesti ole niinkään olleet osakkeenomistajien fidusiaarivelvollisuudet, vaan yhdenvertaisuusperiaate. Lojaliteettivelvollisuuden sijaan yhdenvertaisuusperiaate onkin suomalaisen osakeyhtiöoikeuden standardivastaus vähemmistön oikeussuojaan enemmistöomistajan vallan väärinkäytöksiä vastaan.⁷⁵ Yhdenvertaisuutta koskevia säännöksiä on ollut voimassa jo vuoden 1895 osakeyhtiölaista lähtien ja tätäkin ennen yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottu olleen voimassa yleisenä lakiin kirjaamattomana periaatteena.⁷⁶

Yhdenvertaisuusperiaatteen ytimessä on vaatimus siitä, että samoissa olosuhteissa samanlaiset osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet ja velvollisuudet. Usein puhutaan myös luottamuksesta siihen, että osakkeenomistajan asema säilyy sellaisena, millaiseksi se on laissa ja yhtiöjärjestyksessä määritelty, eikä osakekohtainen riskipositio saa riippua siitä, kuinka monta osaketta osakkeenomistaja omistaa.⁷⁷ Periaatteen tarkoitus ei ole saattaa kaikkia osakkeenomistajia samaan asemaan, tai antaa vähemmistölle kategorista mahdollisuutta torjua sen kannalta epämieluisia päätöksiä, vaan estää enemmistöä suosimasta itseään vähemmistön kustannuksella.⁷⁸ Puhtaaseen enemmistövaltaan

⁷⁴ HE 27/1977 vp, s. 111, Cederberg 1934, s. 15.

⁷⁵ HE 109/2005 vp, s. 39, Airaksinen ym. 2018, s. 39–40, Villa 2008, s. 567–568.

⁷⁶ Savela 2010, s. 3, Villa 2008, s. 564. Kuten *Pönkä* esittää, nykyisin yhdenvertaisuusperiaatteella ei enää tosin ole merkitystä lakiin kirjaamattomana periaatteena, vaikkakin tällaisen itsenäisen yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan katsoa olevan voimassa (*Pönkä* 2014, s. 241).

⁷⁷ Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 49, *Pönkä* 2014, s. 231, Villa 2008, s. 566–567. Kyseessä on kuitenkin vain lähtökohta, josta voidaan OYL 1:7:n nojalla poiketa yhtiöjärjestyksessä.

⁷⁸ HE 109/2005 vp, s. 39.

perustuvassa järjestelmässähän yli puolet yhtiön osakkeista omistava taho kykenisi kontrolloimaan yhtiötä täydellisesti, jolloin vähemmistöosakkeet olisivat huomattavan epähoukutteleva sijoituskohde.⁷⁹

Nykyisen osakeyhtiölain yhdenvertaisuutta koskeva pykälä (OYL 1:7) jakautuu kahteen osaan. Pykälän ensimmäisen virkkeen mukaan ”[k]aikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.” Virke ilmentää vain yhdenvertaisuusperiaatteen muodollista puolta, sillä säännös ei puutu tilanteisiin, joissa tietty toimenpide kohdistuu yhtäläisesti kaikkiin osakkeenomistajiin, mutta asettaa tosiasiallisten vaikutustensa johdosta omistajat eriarvoiseen asemaan.⁸⁰ Pykälän toisesta virkkeestä taas löytyy yhdenvertaisuuden aineellinen puoli, muodollista suojaa täydentävä yleislauseke, jonka mukaan ”[y]htiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.”

2.3.2.2 Yleislausekkeen historiallinen tausta

Yleislausekkeen toi Suomen oikeuteen alun perin *Lauri Cederberg* 1930-luvulla, esikuvanaan Saksan yhtiöoikeuden vastaava *generalklausel*.⁸¹ Cederbergin mukaan silloiset kasuistiset vähemmistönsuojasäännökset eivät tarjonnet riittävästi suojaa enemmistön väärinkäytöksiä vastaan, joten apuun tarvittiin monimutkaistuvan taloudellisen elämän muutokset kestävä yleisen tason vähemmistönsuojanormi.⁸² Cederberg yhdisti tulkinnallaan yhdenvertaisuus- ja lojaliteettiperiaatteet siten, että hänen mukaansa yleislauseke toi osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden päälle omistajien uskollisuusvelvollisuuden yhtiötä, ja sitä kautta kaikkia muita osakkeenomistajia kohtaa.⁸³ Hänen mukaansa tämä velvollisuus kuitenkin koski vain räikeämpiä epäoikeudenmukaisuuksia, joiden ei enää voitu katsoa

⁷⁹ Savela 2010, s. 4.

⁸⁰ HE 109/2005 vp, s. 40, Pönkä 2014, s. 2, Airaksinen ym. 2018, s. 42–43.

⁸¹ Cederberg 1934, s. 6.

⁸² Cederberg 1931, s. 221–222.

⁸³ Cederberg 1934, s. 6. ”Uskollisuusvelvollisuuden” on käsitteenä katsottava olevan Cederbergin kirjoituksissa vain vanhahtava synonyymi lojaliteettivelvollisuudelle. Käsitteillä ei kuitenkaan liene sisällöllistä merkityseroa.

olevan yhtiön tarkoitusperän mukaisia. Cederberginkin lähtöpiste oli siten osakeyhtiö kapitalistisena instituutiona, jossa valtaa käyttää siitä eniten maksanut enemmistö.⁸⁴ Cederbergin käsitys uskollisuusvelvollisuudesta oli kuitenkin se, että se velvoitti kaikkia osakkeenomistajia. Yleislausekkeessa ei siis ollut kyse pelkästään vähemmistönsuojasäännöstä, vaan myös yleisestä uskollisuusvelvollisuudesta, joka kohdistui kaikkiin osakkeenomistajiin.⁸⁵

Suomen osakeyhtiölain kohtuullisen muuttumattomana pysyneen yleislausekkeen historiallisena esikuvana on siis Saksan yhtiöoikeuden vastaava lauseke. Saksan *Aktiengesetz* 243 §:ssä on kielletty yhtiökokousta tekemästä päätöstä, jolla aikaansaadaan yhtiön tarkoitusperälle vieraita tai vahingollisia erikoisetuja.⁸⁶ Yleislauseketta pidetään Saksassa kuitenkin vain osana laajempaa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden periaatetta.⁸⁷ Tämä lojaliteettivelvollisuus puolestaan ei ole ainoastaan enemmistöä velvoittava vähemmistönsuojanormi, vaan kyseessä on kaikkia omistajia sitova periaate, joka kohdistuu sekä yhtiöön, että muihin osakkeenomistajiin. Periaate velvoittaa kaikkia osakkeenomistajia ottamaan toiminnassaan huomioon sekä koko yhtiön, että muiden omistajien intressit.⁸⁸ Tämä saksalainen käsitys osakkeenomistajien välisestä lojaliteetista vaikuttaa siis kulkeutuneen myös Cederbergin kannanottoihin kaikkia yhtiön osakkeenomistajia koskevasta uskollisuudesta.

⁸⁴ Cederberg 1934, s. 15–17. Osakkeenomistajan tulee yhtiöön liittyessään ymmärtää, että sijoitukseen liittyy riski enemmistövallan väärinkäytöstä ja näistä väärinkäytöksistä vähäisemmät kuuluvat vain yhtiön normaalin taloudellisen valtataistelun alaan.

⁸⁵ Cederberg – Ylöstalo 1966 s. 16.

⁸⁶ Cederberg – Ylöstalo 1966, s. 15. Cederberg tosin arvostelee saksalaista yleislauseketta siitä, että se saattaa antaa kuvan, ettei osakkeenomistaja saisi tavoitella muita kuin yhtiön etuja. Tämä on hänen mukaansa ehdottomasti väärä katsantokanta, sillä jokaisen osakkeenomistajan tulee saada tavoitella omia etujaan niin kauan, kunhan nämä toimenpiteet eivät sodi osakeyhtiön luonnetta vastaan.

⁸⁷ Laine 2012, s. 95–96. Lojaliteettivelvollisuus on Saksassa yleisenä periaatteena osa sekä GmbH- että AG-oikeutta.

⁸⁸ Laine 2012, s. 96, Mäntysaari 2002, s. 83.

2.3.2.3 Lojaliteettivelvollisuus modernissa kotimaisessa kirjallisuudessa

Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa on keskusteltu paljon yleislausekkeen ja abstraktimman yhdenvertaisuusperiaatteen välisestä suhteesta.⁸⁹ Modernissa tutkimuksessa etunenässä *Mähönen* ja *Villa* asettuvat Cederbergin kanssa samalle kannalle siinä suhteessa, että yleislauseke ei sisälly yhdenvertaisuusperiaatteeseen vaan tuo siihen jotain lisää – viitaten yleislausekkeen johdolle ja määräävälle osakkeenomistajalle mukanaan tuomaan uskollisuusvelvollisuuteen.⁹⁰ Heidän näkemyksensä on kuitenkin siinä mielessä Cederbergin alkuperäisestä ideasta pidemmälle kehittely, ettei Mähösen ja Villan konstruktiossa ole enää kyse yleisestä kaikkia osakkeenomistajia sitovasta uskollisuusvelvollisuudesta, vaan päämies-agenttiteorian ja angloamerikkalaisten vaikutteiden värittämä enemmistön fidusiaarinen lojaliteettivelvoite vähemmistöä kohtaan.⁹¹

Heidän mukaansa velvollisuus on johdettavissa määräysvaltaomistajalle yleislausekkeen sanamuodosta, joka velvoittaa yhtiön johdon lisäksi myös yhtiökokousta.⁹² Lojaliteettivelvollisuus koskee siten kirjanpitolain (1336/1997, muutoksineen, KPL) 1:5:n mukaisesti yhtiössä määräysvaltaa käyttävää tahoa, sillä tämä voi ajaa yhtiökokouksessa läpi haluamansa päätökset taikka painostaa yhtiön johtoa, jonka omistaja määräysvaltansa turvin kykenee vaihtamaan.⁹³ Määräysvaltaa käyttävän omistajan lojaliteettivelvollisuuden aktualisoitumisen tyyppitilanteena kirjoittajat mainitsevat yhtiökokousmenettelyn, jossa osakkeenomistaja myötävaikuttaa osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisen päätöksen syntyyn.⁹⁴ Ainoana käytännön esimerkkinä lojaliteettivelvollisuuden soveltumisesta *Mähönen* ja *Villa* kuitenkin esittävät ostotarjousneuvotteluja koskevan tilanteen, jossa enemmistöomistaja aikoo myydä osuutensa yhtiössä ulkopuoliselle taholle.

⁸⁹ Pönkä 2014, s. 228, *Mähönen – Villa* 2015, s. 361–365, Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 48, Cederberg 1934, s. 12, af Schulten 2004, s. 120, Vahtera 2011, s. 168–169.

⁹⁰ *Mähönen – Villa* 2015, s. 363.

⁹¹ *Mähönen – Villa* 2015, s. 413.

⁹² *Mähönen – Villa* 2015, s. 414. Kirjoittajat tosin painottavat, että osakkeenomistajan itsekkyys oikeuden ja lojaliteettivelvollisuuden välinen ristiriita tulee ratkaista tapauskohtaisella punninnalla, eikä mitään yleissääntöä ole esitettävissä.

⁹³ *Mähönen – Villa* 2015, s. 413, *Mähönen – Villa* 2019, s. 643, af Schulten 2004, s. 658.

⁹⁴ *Mähönen – Villa* 2015, s. 417. Tietyissä tilanteissa lojaliteettivelvollisuutta sääntelevät yksityiskohtaiset normit. Tällaisia ovat esimerkiksi arvopaperimarkkinalain 11:7:n mukainen tasapuolisen kohtelun vaatimus sekä OYL 23 luvun määräysvallan väärinkäyttöön perustuva lunastus.

Enemmistöomistajan on tällöin ymmärrettävä kaupan merkitys vähemmistölle ja lojaliteettivelvollisuutensa nojalla kohtuullisessa määrin toimittava sen puolesta, että myös vähemmistö saa mahdollisuuden myydä osakkeensa tulevalle määräysvaltaomistajalle.⁹⁵

Mähösen ja Villan kanssa samaa linjaa lojaliteetin suhteen edustavat muun muassa *Toiviainen* ja *Kaisanlahti*. Toiviaisen mukaan osakkeenomistajan lojaliteetti vahvistuu suhteessa sen mukaan, kuinka monta osaketta hän omistaa.⁹⁶ Kaisanlahti taas tyytyy toteamaan, että ennemmistö saattaa joutua vahingonkorvausvelvolliseksi, mikäli se ei ole toiminut lojalisti yhtiötä tai vähemmistöä kohtaan.⁹⁷ Myös *Airaksisen* ym. mukaan jonkinlainen osakkeenomistajan velvollisuus edistää koko osakaskunnan etua voisi tietyissä tilanteissa tulla kyseeseen. Esimerkkinä kirjoittajat kylläkin tarjoavat vain hyvin kevyttä velvollisuutta pidättäytyä oikeuksien šikaanimaisesta väärinkäytöstä.⁹⁸

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle löytyy myös kotimaisessa tutkimuksessa vastustajansa. *Savela* torjuu konseptin tiivein perusteluin, huomauttaen, ettei osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle ole löydettävissä tukea oikeuskäytännöstä, ja että yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinnalla voidaan poistaa tarve lojaliteettivelvollisuudelle.⁹⁹ Niin ikään *Mäntysaari* laittaa sivuun kategorisesti kaikki ajatukset osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta ja hyväksyy ainoastaan

⁹⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 418. Esimerkki on tosin saanut osakseen kritiikkiä, sillä tällaisessa neuvottelutilanteessa ei ole kyse yleislausekkeessa mainitusta yhtiökokouksesta, vaan osakkeenomistajan muusta toiminnasta varsinaisten päätöksentekomekanismien ulkopuolella. Ks. *Savela* 2010, s. 11–12, *Laine* 2012, s. 81, *Pönkä* 2014, s. 237–238. Kritisoijien näkökulmaa näyttäisi tukevan jossain määrin myös ratkaisu KKO 1993:82. Tapauksessa osakeyhtiön vähemmistöosakkaat A ja B olivat valtuuttaneet ennemmistöosakkaan C:n käymään neuvotteluja yhtiön osakkeiden kaupasta ja ilmoittaneet olevansa valmiit myymään omistamansa osakkeet tietystä vähimmäishinnasta. C:n käymien neuvottelujen perusteella osakkeenomistajat olivat myyneet omistamansa osakkeet siten, että C:n saama hinta osakkeelta oli ollut lähes kaksinkertainen verrattuna A:n ja B:n saamaan hintaan. Korkein oikeus kyllä katsoi C:n olevan korvausvastuussa, mutta perusti ratkaisunsa toimeksiantosopimuksen rikkomiseen, eikä C:n lojaliteettivelvollisuuteen. Ratkaisulle on kuitenkin annettu kirjallisuudessa ehkä turhankin suuri merkitys, sillä Mähönen ja Villa puhuvat ilmeisesti epävirallisimmista alkuvaiheen neuvotteluista, joissa vähemmistön ja ennemmistön välillä ei ole em. tapauksen kaltaista varsinaista toimeksiantosopimusta.

⁹⁶ *Toiviainen* 1998, s. 134.

⁹⁷ *Kaisanlahti* 2002, s. 142.

⁹⁸ *Airaksinen ym.* 2018, s. 53–54.

⁹⁹ *Savela* 2010, s. 3–4.

osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen tuottamien oikeuksien väärinkäytön kiellon. Hänen mukaansa lojaliteettivelvollisuus tarkoittaisi transaktiokustannusten ja yritystoiminnan tehokkuuden näkökulmasta epämieluisia lisäkuluja ja -riskejä osakkeenomistajille.¹⁰⁰ Mäntysaari ei tee tässä suhteessa erottelua määräysvalta- ja vähemmistöomistajien välille, joten lojaliteettivelvollisuuden olemattomuus ja oikeuksien väärinkäytön kiello koskettanevat hänen mukaansa kaikkia osakkeenomistajia yhtäläisesti.

Myös *Pönkä* katsoo, ettei osakkeenomistajalle voida ongelmitta asettaa lojaliteettivelvollisuutta, ainakaan siinä merkityksessä, mitä tarkoitetaan puhuttaessa johdon vastaavasta velvoitteesta taikka lojaliteettivelvollisuudesta sopimusoikeudessa.¹⁰¹ Pöngän mukaan osakkeenomistajan itsekkyysoikeus tarkoittaa sitä, ettei enemmistöomistajalla ole velvollisuutta huolehtia vähemmistön eduista, vaan osakkeenomistajien välinen lojaliteetti tarkoittaa vain velvollisuutta pidättäytyä määräysvallan väärinkäytöstä. Näin asian laita on varsinkin suurissa pörssiyhtiöissä.¹⁰² Amerikkalaista doktriinia mukailleen Pönkä kuitenkin esittää, että pienissä, henkilöyhtiömäisissä osakeyhtiöissä lojaliteettivelvollisuuden merkitys on sen sijaan hyvin erilainen. Argumentit ovat yhteneväisiä edellä Yhdysvaltojen kohdalla esitettyjen kanssa: pienyhtiössä osakkeenomistajat ovat usein ennemminkin yhteistyökumppaneita, jotka toimivat keskinäisen sopimuksen pohjalta kaikkien omistajien yhteiseksi hyväksi, jolloin myös omistajien välisestä lojaliteettivelvollisuudesta on aiheellista puhua.¹⁰³ Pönkä ei kuitenkaan avaa sitä, mikä tämän pienenosakeyhtiön omistajille asetettavan lojaliteettivelvollisuuden sisällön tai intensiteetin tulisi olla.

Laine puolestaan toteaa astetta kattavamman tarkastelun jälkeen, että yleislausekkeesta enemmistöomistajalle johdetun osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden perusteet – eli päämies-agenttiteoria, vaikutteet angloamerikkalaisesta fidusiaarivelvollisuuksien opista, sekä yleislausekkeen edellä käsitelty historiallinen saksalaistausta – eivät tue riittävästi lojaliteettivelvollisuuden olemassaoloa Suomen oikeudessa, ja tällaisen velvollisuuden luominen tulkinnalla olisi osakeyhtiölain sanamuodon vastaista.¹⁰⁴ Laineen lojaliteettivelvollisuuden vastainen kanta kuitenkin osoittautuu hänen artikkelinsa loppua

¹⁰⁰ Mäntysaari 2002, s. 82–84.

¹⁰¹ Ks. näiden merkityssisällöstä luvut 2.2 ja 2.4.

¹⁰² Pönkä 2014, s. 236–237.

¹⁰³ Pönkä 2014, s. 238.

¹⁰⁴ Laine 2012, s. 98–99.

kohden huomattavasti pehmeämmäksi. Hän katsoo, että yleislausekkeen kieltäminen hankkii epäoikeutettua etua merkitsee kaikille osakkeenomistajille asetettavaa negatiivista lojaliteettivelvoitetta, erotuksena johdon positiivisesta velvollisuudesta toimia huolellisesti yhtiön eduksi. Laine siis torjuu lähinnä tietynsuuruiseksi enemmistölle asetettavan aktiivisen lojaliteettivelvollisuuden olemassaolon ja vaikuttaa jatkavan Cederbergin ja Saksan oikeuden linjaa kaikkien osakkeenomistajien yhtäläisestä velvollisuudesta toimia lojaalisti toisiaan kohtaan. Vielä aihepiirin käsitteellistä ongelmallisuutta havainnollistaen Laine huomauttaa, että on lähinnä makuasia kutsutaanko tällaista yleistä velvollisuutta pidättäytyä epäoikeutetusta edusta fidusiaarivelvollisuudeksi.¹⁰⁵

2.3.2.4 Yhteenvetoa

Kuten edellä esitetystä voidaan päätellä, on osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus Suomessa varsin sekava ja hämäräperäinen konsepti. Epäselvää on niin velvollisuuden olemassaolo ylipäänsä, kuin se, mihin tahoihin mahdollinen velvollisuus kohdistuu ja mikä on sen intensiteetti, verrattuna esimerkiksi johdon fidusiaariseen lojaliteettivelvollisuuteen. Syynä epäselvyyksiin lienee pääasiassa se, ettei Suomessa osakkeenomistajien välisiä väärinkäytöstilanteita lähtökohtaisesti ratkota lojaliteettivelvollisuuden, vaan yhdenvertaisuusperiaatteen avulla. Näiden kahden periaatteen välinen suhde ei myöskään ole selväpiirteinen. Kotimaisessa doktriinissa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus on nimittäin johdettu OYL 1:7:n yleislausekkeesta, joka puolestaan liitetään ensisijassa yhdenvertaisuusperiaatteeseen – onhan koko kyseisen pykälän otsikkokin ”Yhdenvertaisuus”.¹⁰⁶

Sokkeloisesta kirjallisuuskatsauksesta voidaan erottaa neljä mahdollista suhtautumistapaa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuteen:

1. Velvollisuuden olemassaolon kieltäminen kokonaan. Sallittava on kuitenkin yleinen oikeuksien väärinkäytön kieltäminen, joka kohdistuu kaikkiin osakkeenomistajiin;

¹⁰⁵ Laine 2012, s. 100.

¹⁰⁶ Kuten Laine huomauttaa, on OYL 1:7:n otsikko itseasiassa hieman harhaanjohtava, sillä pykälän ensimmäisen virkkeen muodollinen yhdenvertaisuusperiaate on pidettävä teoreettisesti erillään toisen virkkeen yleislausekkeesta (Laine 2012, s. 79, alaviite 5).

2. määräysvaltaa käyttävällä enemmistöllä on lojaliteettivelvollisuus vähemmistöä kohtaan;
3. pienissä henkilöyhtiömäisissä osakeyhtiöissä kaikilla osakkeenomistajilla on lojaliteettivelvollisuus toisiaan kohtaan; tai
4. kaikilla osakkeenomistajilla on yleinen lojaliteettivelvollisuus toisiaan kohtaan.

Yhdysvaltojen tavoin Suomessakin vaikutetaan suhtautuvan osakkeenomistajan lojaliteettiin yleisesti ottaen suopeammin määräysvaltaomistajien sekä suljettujen pienyhtiöiden kategorioissa. Oletettavasti yhdenvertaisuusperiaatteen ensisijaisuudesta johtuen meillä ei kuitenkaan ole päästy tarkastelussa niin pitkälle, että olisi eritelty lojaliteettivelvollisuuden soveltumista tiettyihin transaktioihin, kuten squeeze-out -järjestelyihin, saatikka prosessuaalisia puolustautumiskeinoja lojaliteetin rikkomisväitteitä vastaan.

2.4 Sopimusoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus

Vielä on aiheellista tarkastella yhtiöoikeudelliseen lojaliteettivelvoitteeseen hieman epäselvässä sukulaisuussuhteessa olevaa ilmiötä, sopimusoikeudellista lojaliteettia. Sopimus- ja osakeyhtiöoikeus jakavat monia yhteisiä elementtejä: molemmat ovat yksityisoikeuden keskeisimpiä oikeudenaloja, jotka rakentuvat pitkälti toimijoiden tahdonvaltaisuuden sekä markkinatalouden keskeisten instituutioiden, sopimuksen ja osakeyhtiön, varaan. Sopimus ja osakeyhtiö voidaan puolestaan molemmat nähdä oikeudellisina julkishyödykkeinä.¹⁰⁷

Oikeudenalat sulautuvat teoreettisessa keskustelussa, kun puhutaan sopimuskeskeisestä ajattelusta tapana hahmottaa osakeyhtiö.¹⁰⁸ Ajatusmallia voidaan hyödyntää osakeyhtiötä selittävänä teoriana, jolloin koko osakeyhtiöinstituutiota pidetään sopimuksen erityismuotona, tai hahmotetaan yhtiö sen eri toimijoiden ja sidosryhmien välisten sopimusten verkkona. Pienemmässä skaalassa sopimuskeskeisellä ajattelulla voidaan pyrkiä

¹⁰⁷ Vahtera 2012, s. 1048, Mähönen – Villa 2015, s. 115. Luonnollisesti myös oikeudenalat erottavia tekijöitä löytyy reilusti. Esimerkiksi osakeyhtiöoikeudessa toimijoiden vapautta on julkisen intressin takia rajoitettu pakottavalla lainsäädännöllä sopimusoikeutta enemmän.

¹⁰⁸ Yleisesti käytettyjä synonyymisia käsitteitä ovat myös sopimusajattelu ja sopimusteoria.

selittämään ja ratkomaan osakeyhtiöoikeudellisia ongelmia sopimusoikeuden periaatteiden avulla.¹⁰⁹

Sopimusoikeudelliset vaikutteet ovat myös kulkeutuneet käytännön osakeyhtiöoikeuden tasolle. Koko osakeyhtiöhän perustetaan perustamissopimuksella ja esimerkiksi yhtiöjärjestyksen sovittelu on nykyisin mahdollista oikeustoimilain (228/1929, muutoksineen, OikTL) 36 §:n kohtuullistamissäännöksen nojalla.¹¹⁰ Sopimusoikeuden kivijalka, sopimusvapaus, puolestaan näkyy vuoden 2006 osakeyhtiölakia määrittävänä periaatteena, lain koostuessa pitkälti tahdonvaltaisesta sääntelystä.¹¹¹ Vaikka on yleisesti tunnustettu, ettei sopimusajattelua voida käyttää kattavana teoriana selittämään osakeyhtiötä organisoitumisen välineenä ja sopimusverkkomallinkin on esitetty toimivan lähinnä opetuksellisena apuvälineenä, voidaan sopimusteoriasta hakea kuitenkin apua selittämään yksittäisiä osakeyhtiöoikeudellisia tulkintaongelmia.¹¹² Näin ollen myös sopimusoikeudellisella lojaliteettivelvollisuudella voidaan nähdä olevan jonkinasteinen merkitys tulkittaessa osakkeenomistajan lojaliteetin sisältöä.

Lojaliteettivelvollisuuden voidaan kiistatta katsoa olevan olennainen osa Suomen sopimusoikeutta, joskin periaatteen tarkempi sisältö on epäselvä. Useimmissa esityksissä sen katsotaan kuitenkin sisältävän ainakin velvollisuuden ottaa huomioon kohtuullisessa määrin myös toisen sopimuspuolen edut. Tämä heijastaa modernin sopimusoikeuden näkemystä sopimuksesta sopijapuolten yhteistyön välineenä, vastapainona liberalistiselle

¹⁰⁹ Vahtera 2012, s. 1049–1050, Mähönen – Villa 2015, s. 116. Sopimus- ja osakeyhtiöoikeuden suhde on liian laaja aihe käsiteltäväksi tässä, joten käsillä olevassa kirjoituksessa on tarkoituskin esitellä sopimusajattelua vain hyvin pintapuolisesti. Sopimusajattelu osakeyhtiöoikeudessa myös näyttäytyy hyvin erilaisena sen mukaan, onko tarkasteltavana pieni, suljettu osakeyhtiö vai suuri pörssi-yhtiö. Mähösen ja Villan mukaan sopimusteorian hyödyntäminen on vahvimmillaan ensimmäisessä ja heikoimmillaan jälkimmäisessä (Mähönen – Villa 2015, s. 118). Vahteran mukaan taas kyse on ennemminkin sopimuksen luonteen erilaisuudesta: pienyhtiö näyttäytyy kahdenvälisenä sopimuksena kun taas pörssi-yhtiö sen toimijoiden välisenä sopimusverkkona (Vahtera 2012, s. 1051). Kaikissa näissä yhtiöissä on kuitenkin kyse saman osakeyhtiölain alaisista organisaatioista, joten ei ole tarkoituksenmukaista rajoittaa sopimusajattelun soveltamista ainoastaan tietyntyyppisiin osakeyhtiöihin.

¹¹⁰ Tämän todettiin ensimmäisen kerran olevan mahdollista tapauksessa KKO 1999:42.

¹¹¹ Ilmeisintä tämä on siinä, että tahdonvaltaisudelle on osakeyhtiölaissa pyhitetty kokonaan oma pykälä, OYL 1:9. Ks. myös HE 109/2005 vp, s. 41.

¹¹² Mähönen – Villa 2015, s. 177, Vahtera 2012, s. 1048.

näkemykselle, jossa osapuolet ovat omaa etuaan ajavia sopimussuhteen vastapuolia.¹¹³ Periaatteen sisältö myös vaihtelee riippuen sopimustyyppistä ja sopimussuhteen kestosta: pitkäaikaisissa yhteistyösopimuksissa lojaliteetti saa korostuneemman merkityksen.¹¹⁴

Keskusteluun sopimusoikeudellisesta lojaliteetista liitetään usein myös oikeuksien väärinkäyttö,¹¹⁵ joka voidaan määritellä esimerkiksi tilanteeksi, jossa oikeuteen vedotaan ”sellaisen tavoitteen saavuttamiseksi, joka on ristiriidassa kyseisen oikeuden taustalla olevien arvokäsitysten kanssa.”¹¹⁶ Oikeuksien väärinkäytön kieltä ja myöskin siihen liitännäinen OikTL 33 §:n kunnianvastainen ja arvoton menettely on kuitenkin pidettävä erillään lojaliteettivelvollisuudesta, ja katsottava, että näissä on kyse jostain lojaliteettivelvollisuutta kevyemmästä velvoitteesta pidättäytyä vain kaikista räikeimmistä, rikollisuuden rajamailla liikkuvista väärinkäytöksistä.

Sopimusoikeudellisen lojaliteettivelvoitteen osaksi on ajoittain esitetty yhtiösuhteeseen varsin heikosti soveltuvia reklamaatio- ja tiedonantovelvollisuuksia.¹¹⁷ Jos kuitenkin asetetaan muun muassa *Hemmon* ja *Muukkosen* kanssa samalle linjalle siinä, etteivät tällaiset spesifit velvollisuudet ole osa yleistä lojaliteettiperiaatetta, ei kyseisten kirjoittajien kuvaama lojaliteettivelvollisuuden muoto vaikuta kovin absurdilta sovellettavalta osakeyhtiössäkään.¹¹⁸ Tällöin sopimusoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden sisällöksi jää lähinnä sopimuskumppanin intressien kohtuullinen huomioon ottaminen ja toiminnan eettinen puolustettavuus.¹¹⁹ Sopimusoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden soveltamista osakeyhtiöön haittaa kuitenkin osaksi sopimusoikeudellista periaatetta asetettu velvollisuus

¹¹³ Hemmo ym. 2006, s. 55, Muukkonen 1993, s. 1030–1031, Saarnilehto – Annola 2018, s. 24. Myöskään sopimusoikeudellista lojaliteettia ei mainita lakitekstissä, joskin siihen on viitattu kirjallisuuden lisäksi oikeuskäytännössä. Ks. esimerkiksi KKO 1993:130, sekä Muukkosen artikkelissaan sivuilla 1035–1039 tiivistämä hovioikeus- ja välitystuomiokäytäntö (Muukkonen 1993).

¹¹⁴ Muukkonen 1993, s. 1042, Saarnilehto – Annola 2018, s. 25.

¹¹⁵ Telaaranta 1990, s. 344, Pönkä 2014, s. 234.

¹¹⁶ Hemmo ym. 2006, s. 56.

¹¹⁷ Björne 1994, s. 6, Saarnilehto – Annola 2018, s. 24.

¹¹⁸ Hemmo ym. 2006, s. 56, Muukkonen 1993, s. 1044–1045. Heidän mukaansa tällaisten muualla laissa säänneltyjen, itsenäisten velvollisuuksien yhdistäminen lojaliteettiperiaatteeseen hämärtää turhaan velvoitteiden normiperustaa ja laajentaa lojaliteettivelvollisuuden alaa, heikentäen sen käyttökelpoisuutta käsitteenä.

¹¹⁹ Hemmo ym. 2006, s. 55, Muukkonen 1993, s. 1030–1031, Saarnilehto – Annola 2018, s. 24, Björne 1994, s. 6.

myös valvoa vastapuolen intressien toteutumista.¹²⁰ Tällainen velvollisuus kuulostaa liian yhteensopimattomalta osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden kanssa.

Arvioitaessa eri lojaliteettivelvollisuuksien keskinäistä intensiteetin suhdetta, vaikuttaa sopimusoikeudellinen velvoite asettuvan jonnekin osakeyhtiön johdon lojaliteetin ja oikeuksien väärinkäytön välille. Olettaen, että omaksutaan tiedonanto-, reklamaatio- ynnä muista tarkemmin säännellyistä velvollisuuksista riisuttu sopimusoikeudellinen lojaliteettiperiaate, on tämä velvoite intensiteetiltään kevyempi kuin osakeyhtiön johdon monisyinen sitoumus edistää aktiivisesti yhtiön etua, mutta vahvempi kuin pelkkä velvollisuus pidättäytyä oikeuksien väärinkäytöstä.¹²¹

¹²⁰ Ks. esimerkiksi Muukkonen 1993, s. 1046.

¹²¹ Suljettuihin pienyhtiöihin verrannollisesti myös sopimusoikeudellisissa suhteissa, joissa sopimus toimii pitkäaikaisen yhteisen tavoitteen saavuttamisvälineenä, osapuolten välinen lojaliteetti saa korostuneemman merkityksen. Ks. Hemmo ym. 2006, s. 55 ja Saarnilehto – Annola 2018, s. 25.

2.5 Lojaliteettivelvollisuuden tasot

Termiä lojaliteettivelvollisuus käytetään siis oikeudenalasta ja velvollisuuden subjektista riippuen hyvin vaihtelevasti tarkoittamaan joukkoa erinäisiä alavelvollisuuksia. Lojaliteettivelvollisuus näyttäytyy intensiteetiltään varsin erilaisena kontekstista riippuen. Alla olevaan kuvioon on pyritty hahmottamaan osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellisille lojaliteettivelvollisuuksille eri tasoja velvollisuuden vaativuuden mukaan korkeimmasta matalimpaan – olettaen luonnollisesti, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus konseptina ylipäänsä hyväksytään. Eri tasojen keskinäinen järjestys toimii myös tiivistelmänä tässä luvussa esitellyistä lojaliteettivelvollisuuden muodoista. Kuvioon palataan myöhemmin luvussa 5.3.



Kuvio 1: Lojaliteettivelvollisuuden eri tasot.

3. Aktivistisijoittaja

3.1 Ulos rationaalisesta apatiasta

Yhtiöoikeustieteen ja koko osakeyhtiöinstituution perustavanlaatuisimpia ongelmia on perinteisesti yhtiön omistuksen ja kontrollin eriytymisestä seuraava päämies-agenttikonflikti vahvan johdon ja hajanaisten osakkeenomistajien välille.¹²² Pulverisoituneen omistuksen suuryhtiössä yhdelläkään osakkeenomistajalla ei ole niin suurta omistusosuutta, että johdon toimien aktiivinen valvonta tai vastustaminen olisi taloudellisesti järkevää. Kun toivottomat yrityksen vaikuttaa yhtiön toimintaan aiheuttavat sen hyötyihin nähden kohtuuttomasti kustannuksia ja vaivannäköä, osakkeenomistajat vaipuvat *rationaaliseen apatiaan* (*rational apathy*), eli luopuvat edes yrittämästä osallistua yhtiön monitorointiin.¹²³ Yhdessä rationaalisen apatian kanssa, tandemissa toimii niin kutsuttu vapaamatkustajaongelma, jonka mukaisesti yksikään omistaja ei halua ryhtyä aktiivisen valvojan rooliin muiden impotenttien omistajien – vapaamatkustajien – hyväksi. Vapaamatkustajien haluttomuus toimintaan lannistaa siten muidenkin osakkeenomistajien aloitteellisuuden.¹²⁴

Varsinkin Yhdysvaltoja on pidetty oikeusjärjestyksenä, jonka yhtiöoikeudelle on tyypillistä ristiriita johdon ja hajanaisten omistajaluokan välillä: ongelmaa havainnoivat jo 1930-luvulla *Adolf Berle* ja *Gardiner Means* urauurtavassa teoksessaan *The Modern Corporation and Private Property*.¹²⁵ Tämä *berleläismeanlainen* käsitys yhtiöiden omistusrakenteesta ei kuitenkaan ole enää vuosikymmeniä pitänyt paikkansa. Yhdysvalloissakin pörssiyritysten omistus on keskittynyt vahvasti suurten institutionaalisten sijoittajien käsiin ja nykyisin noin 70 prosenttia pörssiyritysten osakkeista on institutionaalisten sijoittajien hallussa.¹²⁶

¹²² Ks. yleisesti esimerkiksi Jensen – Fama, 1983.

¹²³ Ks. yleisesti esimerkiksi Berle – Means 1933, Black 1990, Clark 1979, s. 779–783.

¹²⁴ Black 1990, s. 528, Clark 1979, s. 783–784. Ks. yleisesti vapaamatkustajaongelmasta Stigler 1974.

¹²⁵ Gilson – Gordon 2013, s. 864–865, Black 1990, s. 526, Anabtawi – Stout 2008, s. 1274–1275, Rock 2018, s. 371.

¹²⁶ Black 1990, s. 523 ja 567, Gilson – Gordon 2013, s. 865, *Owners of the World's Listed Companies*, s. 11. Ehkä hieman yllättävästi viimeisimpänä mainitun tutkimuksen mukaan Euroopassa 10,000 suurimman listayhtiön omistus on yhteensä vain 47 prosenttisesti institutionaalisten sijoittajien (38 %) ja julkisen sektorin (9 %) hallussa. Perinteinen käsitys kuitenkin lienee se, ettei omistus ole varsinkaan manner-Euroopassa ikinä

Suomessa puolestaan osakeomistus on sekä historiallisesti, että nykypäivänä keskittynyt instituutioiden, kuten pankkien, vakuutusyhtiöiden, eläkerahastojen ja valtion käsiin.¹²⁷

Astetta suurempia omistusosuuksia hallinnoivien ammattimaisten sijoituslaitosten taas on huomattavasti luontevampaa ryhtyä paimentamaan yhtiön johtoa, kuin perinteisen kotitalousosakkeenomistajan, jolla ei ole aikaa, resursseja tai kiinnostusta osallistua yhtiön valvontaan. Niinpä on jopa luontevaa, että osakeomistuksen keskittyminen suursijoittajien käsiin on tuonut mukanaan uudenlaisen asetelman, jossa osakkeenomistajat eivät enää kategorisesti ole rationaalisen apaattisia, vaan osa heistä valvoo johtoa ja jopa osallistuu yhtiön hallintoon aktiivisesti.¹²⁸

Eräiden kirjoittajien mukaan institutionaalisten omistajien aktiivisuus onkin ratkaisu edellä mainittuun apatiaongelmaan ja siksi osakkeenomistajien vallankäyttöä yhtiöissä tulisi rohkaista.¹²⁹ Tämän näkemyksen mukaan omistajien kantaessa viimesijaisen residuaaliriskin yhtiön taloudellisesta kannattavuudesta, on heille myös annettava enemmän mahdollisuuksia vaikuttaa yhtiön toimintaan. Osakkeenomistajat myös kykenisivät usein tekemään yhtiön kokonaisedun kannalta parhaat päätökset, sillä yhtiön johto on kroonisesti taipuvainen muun muassa suhtautumaan ylimääräisten kassavarojen jakoon pidättyväisesti sekä altis harjoittamaan niin sanottua *empire buildingia* eli laajentumista vain laajentumisen ilosta.¹³⁰

Kaikki institutionaaliset sijoittajat eivät kuitenkaan ole voineet ryhtyä hankkimaan kookkaita osuuksia kohdeyhtiöissä sekä vaatimaan muutoksia yhtiön johdon toimintatapoihin. Ehkä tärkeimpänä esteenä tälle on toiminut sijoittajien tarve hajauttaa

hajautunut yksityissijoittajien käsiin samalla tavoin kuin angloamerikassa (ks. esimerkiksi Toiviainen 2004, s. 403).

Institutionaalisella sijoittajalla viitataan yleensä eläkerahastoihin ja vakuutusyhtiöihin sekä angloamerikassa tyypillisempiin mutual- ja hedgefundeihin. Tässä kirjoituksessa institutionaalisten sijoittajien kategoriaan lisätään kuitenkin muutkin rahastot ja pankit, joiden toimintatarkoituksena on sijoittaa muiden henkilöiden varoja, sekä useimmiten omaksi ryhmäkseen luokiteltava julkinen sektori, johon kuuluvat esimerkiksi valtiomisteiset sijoitusyhtiöt.

¹²⁷ Ks. esimerkiksi Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä, s. 20–21 sekä Toiviainen 2004, s. 405.

¹²⁸ Black 1990, s. 524, Anabtawi – Stout 2008, s. 1274–1275.

¹²⁹ Ks. yleisesti Bebchuck 2005.

¹³⁰ Bebchuck 2005, s. 903–908.

omistuksensa hallitakseen niihin liittyviä riskejä. Lisäksi niin kansainvälisesti kuin Suomessakin massiivisia summia hallinnoiviin eläkerahastoihin kohdistuu tiukkoja poliittisia ja oikeudellisia vaatimuksia, jotka usein estävät niiden aktiivisen puuttumisen kohdeyhtiöidensä asioihin.¹³¹ Kaikki tämä yhdessä on mahdollistanut aktivistisijoittajiksi kutsuttujen toimijoiden astumisen yritysmaailman estradille.

3.2 Aktivistisijoittajien toimintatavoista

3.2.1 Osakkeenomistaja-aktivismi

Osakkeenomistaja-aktivismille löytyy lukuisia sävyeroiltaan vaihtelevia määritelmiä, mutta yleispätevänä määrittelynä ilmiötä voidaan nimittää esimerkiksi osakkeenomistajan pyrkimykseksi vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon. Usein vaikuttamisyrietykset kohdistuvat julkisiin listayhtiöihin ja niillä tavoitellaan yhtiön arvoa nostavien muutosten toteutumista.¹³² Osakkeenomistaja-aktivismi tavataan jakaa kahteen, terminologialtaan vaihtelevaan kategoriaan, joita seuraavassa nimitetään defensiiviseksi ja aggressiiviseksi aktivismiksi. Kirjoituksessa keskitytään lähes yksinomaan näistä kahdesta jälkimmäiseen, mutta osakkeenomistaja-aktivismiin pelikentän ymmärtämiseksi on välttämätöntä myös tutustua ensimmäiseen. Defensiivistä aktivismia harjoittavat perinteisesti maltillisemman institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkerahastot ja valtio-omisteiset rahastot, kun taas aggressiivisen aktivismin arkkityyppiedustajia ovat hedgefundit.

¹³¹ Ks. jäljempänä luku 3.2.3.

¹³² Tarjottuja määritelmiä osakkeenomistaja-aktivismille tai aktivistiosakkeenomistajalle ovat esimerkiksi seuraavat: “A shareholder activist is a person who attempts to use their rights as a shareholder of a publicly-traded corporation to bring about change within or for the corporation.” (<https://www.investopedia.com/terms/s/shareholderactivist.asp>), “the way in which shareholders can assert their power as owners of the company to influence its behaviour” (Chiu 2010, s. 1), ja “[pyrkimys] vaikuttaa erityisesti listayhtiöiden päätöksentekoon omaa yksityistä ja nopeaa hyötyä tavoitellen” (Mähönen 2016, s. 147).

3.2.2 Defensiivinen aktivismi

Defensiivistä aktivismia leimaa vaikuttamisen jälkikäteinen ja reaktiivinen luonne. Tyypillisessä defensiivisen aktivismin muodossa esimerkiksi eläkerahasto on jo pidemmän aikaa hallinnoinut merkittävää osuutta listayhtiöstä, joka sittemmin ajautuu vaikeuksiin. Reaktiona negatiiviseen kurssikehitykseen eläkerahasto saattaa ryhtyä pelastamaan sijoitustaan käyttämällä vaikutusvaltaansa osakkeenomistajana aktiivisemmin.¹³³ Tällaiset *ex post* vaikuttamiskeinot keskittyvät lähinnä ehdotusten tuomiseen yhtiökokouksen käsiteltäväksi, eli rajoittuvat hyvin virallisiin kanaviin osakkeenomistajien vaikuttamiskeinojen arsenaalissa.

Sisältönsä puolesta nämä ehdotukset taas painottuvat kohtuullisen yleisluontoisten ja maltillisten corporate governance -muutosten ajamiseen.¹³⁴ Tällaisella aktivismin muodolla tavoitellaan yleensä pitkän aikavälin maltillista parannusta kohdeyhtiössä, eikä niinkään lyhyen aikavälin suuria tuottoja.¹³⁵ Defensiivisen aktivismin positiivisena puolena voidaan pitää sitä, että sen harjoittajiin kuuluvat suuret julkissävyytteiset rahastot omistavat usein merkittäviä osuuksia lukuisista suuryrityksistä, joten pienetkin positiiviset muutokset kaikissa kohdeyhtiöissä saattavat tuottaa kansantaloudellisesti positiivisia tuloksia. Yksittäisissä yhtiöissä defensiivisen aktivismin merkitys on kuitenkin useimmiten hyvin rajallinen.¹³⁶

¹³³ Cheffins – Armour 2011, s. 56, Rock 2018, s. 382. Kohdeyhtiön tilan kohentaminen saattaa olla taloudellisesti ainoa rationaalinen vaihtoehto jos tappiollisen exitin kustannukset nousisivat liian suuriksi (ks. Chiu 2010, s. 27).

¹³⁴ Kahan – Rock 2007, s. 152–153.

¹³⁵ Chiu 2010, s. 8.

¹³⁶ Kahan – Rock 2007, s. 154. Muutoksen merkkejä on kuitenkin myös ilmassa. Perinteisesti defensiiviseen aktivismiin rajoittautuneet instituutiot ovat viime vuosikymmeninä tarttuneet enenevässä määrin työkaluihin, jotka aikaisemmin ovat kuuluneet lähinnä hedgefundien pakkiin. Eläkerahastot ovat esimerkiksi aloittaneet keskusteluja yhtiön johdon kanssa kulissien takana ja joitain sinänsä defensiivisten instituutioiden kategoriaan kuuluvia rahastoja olisikin ehkä osuvampaa kuvata *hybridiaktivisteiksi* (Kahan – Rock 2007, s. 153). Parhaita esimerkkejä astetta aggressiivisemmista eläkerahastoista, joita voisi luonnehtia hybridiaktivisteiksi, lienevät Yhdysvalloissa CalPERS (California Public Employees' Retirement System) ja Isossa-Britanniassa vielä 2000-luvun alussa eläkerahastona operoineen Hermeksen UK Focus Fund (nykyisin yksityiseen enemmistöomistukseen siirtynyt Federated Hermes). Becht ym. ovat toteuttaneet hyvin laajamittaisen

3.2.3 Aggressiivinen aktivismi

Tämän tutkimuksen keskiössä ovat kuitenkin aggressiivista aktivismia harjoittavat hedgefundit. Aggressiivinen aktivistisijoittaminen sai ilmiönä alkunsa Yhdysvaltojen 1980-luvun yritysvaltausbuumin jälkimainingeista, kun valtaajarahastot hankkivat kontrolliosuuksien lisäksi myös kookkaita vähemmistöosuuksia yhtiöissä, joiden toimintaan valtaajat sittemmin pyrkivät vaikuttamaan.¹³⁷ 1990-luvulle tultaessa yritysvaltauksista nyt aktivismiin siirtyneet instituutiot rekisteröityivät laajalti kevyesti säänneltyyn hedgefundin muotoon ja useiden oikeudellisten sekä taloudellisten muutosten ajamana aktivistien määrä markkinoilla kasvoi voimakkaasti vuoteen 2008 asti.¹³⁸ Finanssikriisi sai aggressiivisen aktivisminkin hiipumaan hetkellisesti mutta 2010-luvun aikana toiminta on taas elpynyt.¹³⁹

Aggressiivisten aktivistien suosima järjestäytymismuoto, hedgefund puolestaan on niin ikään Yhdysvalloista lähtöisin oleva rahastomuoto, joka laajasti määriteltynä tarkoittaa yksityistä sijoitusrahastoa, joka ei ole yleisölle sijoittamiseen avoin.¹⁴⁰ On kuitenkin huomautettava, etteivät hedgefund ja aggressiivinen aktivisti ole synonyymejä, sillä hedgefundeista ainoastaan osa harjoittaa osakkeenomistaja-aktivismia.¹⁴¹ Toisaalta aggressiivista aktivismiakin voivat harjoittaa muunlaiset rahastot kuin hedgefundit, mutta toistaiseksi tämä toiminta on ollut niin yksinomaisesti hedgefundien käsissä, että aihepiiriä koskevassa kirjallisuudessakin käytetään yleisesti termiä ”hedgefund-aktivismi” aggressiivisen aktivismin synonyyminä.¹⁴² Aggressiivinen aktivismi oli alun alkaen hyvin amerikkalainen ilmiö, mutta viime vuosikymmeninä aktivistirahastoja on alkanut syntyä

tutkimuksen Hermes UK Focus Fundin aktivismista vuosina 1998–2004, johon ei valitettavasti ole tässä mahdollista perehtyä tarkemmin (Becht ym. 2010).

¹³⁷ Cheffins – Armour 2011, s. 75–76, Katelouzou 2015, s. 791.

¹³⁸ Cheffins – Armour 2011, s. 79, Ks. hedgefund-aktivismin nousuun johtaneista syistä yleisesti Anabtawi – Stout 2008, s. 1274–1283 ja Coffee – Palia 2016, s. 553–573.

¹³⁹ Coffee – Palia 2016, s. 554, alaviite 24, Katelouzou 2015, s. 791, Cheffins – Armour 2011, s. 91–95, Rob Copeland, *Returns From Activist Hedge Funds Are Causing a Stir*. The Wall Street Journal 7.7.2014.

¹⁴⁰ Jorion 2009, s. 597.

¹⁴¹ Strine 2017, s. 1886, Kahan – Rock 2007, s. 156.

¹⁴² Näin tehdään myös tässä kirjoituksessa.

etenkin Eurooppaan sekä Aasiaan, ja myös yhdysvaltalaiset rahastot ovat alkaneet sijoittaa enenevässä määrin kotimaansa ulkopuolelle.¹⁴³

Vastakohtana defensiivisen aktivismin jälkikäteiselle luonteelle, aggressiivisen aktivistisijoittajan toimintatapa on hyvin ennakkollinen. Aktivisti identifioi yrityksen, joka on aliarvostettu tai jossa se näkee voimakasta kasvupotentiaalia.¹⁴⁴ Vasta jos yritys vaikuttaa sopivalta aktivisti-iskun kohteelta, aktivisti hankkii vähemmistöosuuden yrityksestä ja alkaa käyttämään asemaansa osakkeenomistajana haluamiensa muutosten läpiviemiseksi.¹⁴⁵ Lähtökohtaisesti aktivistisijoittajan tavoite ei ole päästä lähellekään määräysvaltaa kohdeyhtiössä, vaan aggressiivisen aktivistin strategiaan kuuluu ainoastaan vähemmistöosuuden hankkiminen.¹⁴⁶ Tilastojasta ja maantieteellisestä alueesta riippuen, tämä osuus on yleensä noin 5–12 % kohdeyhtiön osakkeista.¹⁴⁷ Aktivisti tavoittelee toivomillaan muutoksilla kohdeyhtiöön yleensä merkittävää lyhyen aikavälin arvonnousua tai suurta yksittäistä varojenjakoja. Tämän kurssinousun tai varojenjaon tapahduttua aktivisti realisoi voittonsa ja myy vähemmistöosuutensa yhtiössä, useimmiten pysymättä montaakaan vuotta osakkeenomistajana.¹⁴⁸

¹⁴³ Ks. taulukko aktivistikampanjoiden maantieteellisestä jakautumisesta Becht ym. 2017, s. 2939 ja Katelouzou 2015, s. 855–860. Yleisesti hedgefund-aktivismin kansainvälistymisestä ks. Becht ym. 2017.

¹⁴⁴ Muita ominaisuuksia, jotka tekevät yrityksestä houkuttelevan aktivisti-interventiolle ovat esimerkiksi suuri kassaylijäämä ja hajautunut toimiala, jolloin yrityksestä on helppo myydä yksittäisiä haaroja (Chiu 2010, s. 76).

¹⁴⁵ Kahan – Rock 2007, s. 180, Cheffins – Armour 2011, s. 56–57, Katelouzou 2015, s. 799.

¹⁴⁶ Gilson – Gordon 2013, s. 867, Cheffins – Armour 2011, s. 58–60. Cheffins ja Armour erottavat tähän liittyen markkinat vaikutusvallan ja kontrollin hankkimiselle (*market for influence, market for control*). Yritysvaltaajat toimivat jälkimmäisellä, tavoitellen määräysvaltaa kohdeyhtiössä, kun taas aktivistisijoittajat operoivat vaikutusvaltamarkkinoilla, tavoitteenaan hankkia vain sen suuruinen osuus yhtiöstä, että ne kykenevät vaikuttamaan haluamallaan tavalla kohdeyhtiön toimintatapoihin.

¹⁴⁷ Katelouzoun otannassa eri valtioissa toteutetuista aktivistikampanjoista omistusosuuden vähimmäiskeskisarvo oli 6.10 % ja -mediaani 4.93 %, kun taas enimmäiskeskisarvo oli 11.54 % ja -mediaani 10 % (Katelouzou 2015, s. 841). Greenwoodin ja Schorin tutkimuksessa aktivistien omistusosuuden keskiarvo taas oli 9,83 % ja Gantchevilla 9,11 % (Greenwood – Schor 2009, s. 365, Gantchev 2013, s. 622).

¹⁴⁸ Bratton 2007, s. 1383, Chiu 2010, s. 71, Cheffins – Armour 2011, s. 57, Anabtawi – Stout 2008, s. 1290–1291.

Poiketen defensiivisestä aktivismista, hedgefundit tavoittelevat usein spesifimpiä ja nopeampoisempia muutoksia kohdeyhtiön toimintaan, kuin pitkän aikavälin corporate governance -parannuksia. Aggressiivinen aktivisti saattaa esimerkiksi vaatia kohdeyhtiön omien osakkeiden takaisinostoa, tietyn liiketoiminnon myyntiä tai pyrkiä estämään yhtiön suunnitteleman yritysoston.¹⁴⁹ Toimenpiteillään aggressiivinen aktivisti pyrkii vapauttamaan kohdeyhtiöstä piilevää arvoa ja nostamaan sen arvostuksen pörssissä tasolle, jolle se aktivistin ennakkotutkimusten mukaan kuuluu.¹⁵⁰ Hedgefundeilta odotetaan huomattavasti passiivisempia rahastoja korkeampia tuottoja, joten niillä ei useimmiten ole yksinkertaisesti aikaa odottaa kohdeyhtiön arvonnousua useiden vuosien ajanjaksolla. Tästä johtuen niiden toimenpiteitä saattaa leimata lyhyen aikavälin tuotontavoittelu.¹⁵¹

Päämäärien lisäksi aggressiivisten aktivistien keinot niiden saavuttamiseksi ovat varsin erilaisia esimerkiksi eläkerahastoihin verrattuna. *Aktivistikampanja* alkaa usein aktivistisijoittajan yksityisellä yhteydenotolla kohdeyhtiön johdon suuntaan.¹⁵² Aktivisti todennäköisesti linjaa millaiset muutokset sen mielestä kohottaisivat yhtiön arvoa ja esittää toimenpidetoivomuksia johdolle näiden mukaisesti. Aktivistin kannalta ideaalitilanne on tietenkin se, että yhtiön johto suostuu aktivistin ehdotuksiin jo tässä vaiheessa, eikä aktivistisijoittajan omistussuuden yhtiössä tarvitse välttämättä edes tulla julkiseksi. Jos kohdeyhtiön johto ei kuitenkaan suostu aktivistin vaatimuksiin, saattaa aktivisti joutua vaihtamaan astetta julkisempaan taktiikkaan. Julkisempiin toimintatapoihin kuuluvat esimerkiksi negatiivisen pr-kampanjan aloittaminen mediassa yhtiön johtoa vastaan sekä erityisten esitysten ja internetsivujen luominen, joiden tarkoituksena on osoittaa korjattavissa olevia puutteellisuuksia ja vikoja kohdeyhtiössä.¹⁵³

¹⁴⁹ Rock 2018, s. 382, Coffee – Palia 2016, s. 572, ks. yleisesti esimerkiksi Kahan – Rock 2007 s. 140–152.

¹⁵⁰ Katelouzou 2015, s. 806.

¹⁵¹ Coffee – Palia 2016, s. 573.

¹⁵² Bratton 2007, s. 1402, Chiu 2010, s. 78.

¹⁵³ Anabtawi – Stout 2008, s. 1298, Cheffins – Armour 2011, s. 60–61, Chiu 2010, s. 79. Osuva esimerkki kohdeyhtiön johdon julkisesta painostamisesta on aktivisti-hedgefund Third Point LLC:n kampanja Star Gas Partners L.P:n toimitusjohtaja *Irik Seviniä* vastaan vuonna 2005. Third Point hankki 6 prosentin omistussuuden Star Gasissa ja ihmetteli tämän jälkeen julkisesti Sevinin valintaa turvata omalle äidilleen paikka yhtiön hallituksessa: “[H]ow is it possible that you selected your elderly 78-year-old mom to serve on the Company's Board of Directors and as a full-time employee providing employee and unitholder services?”

Aktivistisijoittaja saattaa myös uhata käynnistävänsä hallitustaistelun, eli asettaa yhtiökokouksessa omat kilpailevat hallituksen jäsenet ehdolle vaihtoehdoksi nykyiselle johdolle.¹⁵⁴ Astetta arkisempana keinona aggressiiviset aktivistisijoittajat saattavat luonnollisesti myös tuoda oman ehdotuksensa kohdeyhtiön yhtiökokouksen käsiteltäväksi. Erityisenä vaikuttamiskeinona yhtiökokouksessa aggressiivinen aktivisti saattaa myös aloittaa ns. *just vote no* -kampanjan, jolla aktivisti yrittää saada kanssaosakkeenomistajansa pidättäytymään äänestämästä tiettyä ehdokasta hallitusvaaleissa, osoituksena tyytymättömyydestä johtoa kohtaan.¹⁵⁵

Hedgefund-aktivistien toimintaa yhtiökokouksessa leimaa niiden kyky houkutella muita institutionaalisia sijoittajia puolelleen. Ne tarjoavat usein porkkanana passiivisemmille rahastoille merkittäviä lyhyen aikavälin tuottoja, mikäli aggressiivisen aktivistin ajamat muutokset toteutuvat.¹⁵⁶ Muut sijoittajat eivät puolestaan rationaaliselta apatialtaan usein näe tarjouksessa juuri muuta olennaista kuin kohoavan osakekurssin ja suostuvat siksi aktivistin ehdotukseen.¹⁵⁷ Kuten esimerkiksi *Gilson* ja *Gordon* kuvaavat asetelmaa, aktivistien vallankäyttö ei siten perustu suureen omistusuuteen vaan vakuuttavien argumenttien esittämiseen.¹⁵⁸ Muut institutionaaliset omistajat suurine omistusuuksineen

We further wonder under what theory of corporate governance does one's mom sit on a Company board. Should you be found derelict in the performance of your executive duties, as we believe is the case, we do not believe your mom is the right person to fire you from your job.” Tämä julkinen hyökkäys toimi ja Sevin erosi tehtävästään toimitusjohtajana kuukautta myöhemmin (Kahan – Rock 2007, s. 141).

Esimerkkiä aktivistin luomista kohdennetuista internetsivuista ei puolestaan tarvitse hakea kotimaata kauempaa: aktivistisijoittaja Elliott Management ilmoitti marraskuussa 2020 omistavansa 3 % Sampo Oyj:stä ja ryhtyi samassa yhteydessä julkisesti vaatimaan Sampoa muun muassa myymään omistuksensa Nordea Oyj:ssä, samoin kun selkeyttämään viestintäänsä ja yksinkertaistamaan sijoitusportfoliotaan. Tarkoitusta varten Elliott myös perusti asialle omistetun internetsivun, <https://www.simplifingsampo.com/>, jonne Elliott on kerännyt kattavan esityksen Sammon ongelmista ja toivomistaan toimenpiteistä näiden korjaamiseksi.

¹⁵⁴ Coffee – Palia 2016, s. 572, Anabtawi – Stout 2008, s. 1300, Cheffins – Armour 2011, s. 60-61.

¹⁵⁵ Partnoy – Thomas 2007, s. 106. Ks. aiheesta yleisesti Del Guercio ym. 2008.

¹⁵⁶ Katelouzou 2015, s. 792.

¹⁵⁷ Stout 2012, s. 64.

¹⁵⁸ Gilson – Gordon 2013, s. 867. Uutta, omistusuuden suuruuteen yhä heikommin perustuvaa vallankäyttöasetelmaa kommentoi eräs hedgefund-manageri seuraavasti: *“The brute force of ownership is not required anymore because the big institutional players listen to both sides and are willing to back the activist fund if they believe in them . . . You can win with persuasion and ideas.”* Alexandra Stevenson, *No Barbarians at the Gate; Instead, a Force for Change*, lainaten Gregory P. Taxinia. New York Times 6.1.2014.

puolellaan, aggressiivinen aktivisti saattaa hyvinkin menestyä yrityksessään haastaa kohdeyhtiön istuvan johdon näkemykset. Ehkä kaikista radikaaleimpana metodina aktivisti saattaa vielä nostaa derivatiivisen kanteen yhtiön johtoa vastaan tai ainakin uhkailla johtoa oikeustoimilla.¹⁵⁹

Miksi tämä aggressiivinen toimintamalli sitten on leimallista lähes yksinomaan hedgefundeille, eikä kaikille osakkeenomistaja-aktivismia harjoittaville instituutiolle? Passiivisempien rahastojen toimintaa rajoittavat lukuisat eri seikat, joista taas hedgefundien ei tarvitse kantaa huolta. Ensisijassa maltillisempien rahastojen käsiä sitoo niiden tarve hajauttaa omistuksiaan hallitakseen sijoitustensa riskillisyyttä.¹⁶⁰ Aktivistisijoittajat sen sijaan saattavat omistaa osakkeita ainoastaan muutamasta kohdeyhtiöstä, ja aktivistikampanja vaatii ”vain” vähemmistöosuuden hankkimisesta huolimatta rahallisesti hyvin kookasta sijoitusta yksittäiseen yhtiöön.¹⁶¹ Siten aktivistisijoittaminen on luonnollisesti kvasipassiivista osakepöimintää huomattavasti riskialttiimpaa. Passiivisemmilla rahastoilla on myös merkittävästi heikommat kannustimet ryhtyä suhteellisen kalliisiin aggressiivisiin aktivistikampanjoihin.¹⁶² Myös poliittiset odotukset ja intressikonfliktit, varsinkin Suomen kaltaisella pienellä markkinalla estävät eläkerahastoja aloittamasta aggressiivisia aktivistihyökkäyksiä. Poliitikot tai valtamedia tuskin nyökyttelisivät hyväksyvästi jos vaikkapa Ilmarinen aloittaisi kampanjan suomalaisen pörssi-yhtiön hallituksen maineen tahriniseksi.¹⁶³

Varsinkin hedgefund-aktivismiin kannattajien mielestä aggressiivinen aktivismi toteuttaa jopa välttämätöntä roolia markkinoilla. Näkökulman mukaan hedgefundit patistavat yrityksiä rakenteellisiin muutoksiin ja strategian parannuksiin, jotka kohottavat

¹⁵⁹ Katelouzou 2015, s. 826–828.

¹⁶⁰ Kahan – Rock 2007, s. 135, Gilson – Gordon 2013, s. 884–886. Hajauttamisen rooli ymmärrettävästi korostuu julkista tehtävää hoitavien rahastojen, kuten eläkerahastojen ja valtionyhtiöiden toiminnassa. Ks. esimerkkinä Suomen osalta laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (315/2015).

¹⁶¹ Anabtawi – Stout 2008, s. 1279.

¹⁶² Rock 2018, s. 373, Gilson – Gordon 2013, s. 890. Eläkerahastojen kannustimia aggressiiviseen riskinottoon rajoittaa yleensä jo lainsäädäntö – ks. esimerkkinä Suomen osalta laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997) 12 f §. Hedgefundeille taas ovat tätä vastoin tyypillisiä hyvin voimakkaat kannustimet, usein jopa 20 prosentin palkkio saavutetuista voitoista (Kahan – Rock 2007, s. 175).

¹⁶³ Ks. eläkerahastojen kohtaamista poliittisista rajoitteista Yhdysvalloissa Kahan – Rock 2007, s. 168–172.

osakkeenomistaja-arvoa, ja joita muutkin institutionaaliset sijoittajat olisivat vaatineet, elleivät edellä mainituista syistä olisi niin rajoittuneita osakkeenomistajavaikuttamisessaan.¹⁶⁴ Näin institutionaalisten sijoittajien välille muodostuu työnjako: hedgefundit tekevät aloitteita, kun taas passiivisemmat sijoittajat äänestävät hedgefundien ehdotusten puolesta, antaen niille omistusosuutensa tuoman tuen.¹⁶⁵

3.3 Aggressiivisen aktivismin varjopuoli

3.3.1 Äärimmäinen itsekkyyden ja intressikonfliktit

Aggressiivinen hedgefund-aktivismi ei kuitenkaan kaikkien näkökantojen mukaan ole yksinomaan taivaanlahja, joka pelastaa markkinat rationaaliselta apatialta. Hedgefundien korkeat tuottotavoitteet saavutetaan nimittäin joskus keinoja kaihtamatta ja muiden osakkeenomistajien asemasta välittämättä – yhtiön johdosta tai sidosryhmistä puhumattakaan.¹⁶⁶ Alkuun on kuitenkin huomautettava, että aktivisti-hedgefundeista merkittävä osa toimii markkinoilla verrattain maltillisesti, eikä esimerkiksi harjoita lyhytjänteistä kassavarojen kiskontaa kohdeyhtiöltä.¹⁶⁷ Tässä alaluvussa esitelty toimintatavat eivät siten päde suinkaan universaalisti kaikkiin hedgefundeihin tai osakkeenomistaja-aktivisteihin.¹⁶⁸

Ensimmäisenä kategoriana kyseenalaisten toimenpiteiden listalla on aktivisti-hedgefundien harjoittamat äärimmäisen itsekkäät ja piittaamattomat transaktiot, joissa hedgefundien

¹⁶⁴ Tällä kannalla ovat vahvasti esimerkiksi Gilson ja Gordon (2013, s. 916–917).

¹⁶⁵ Kahan – Rock 2007, s. 204, Gilson – Gordon 2013, s. 896–902. Työnjako havainnollistui vuonna 2004, joukon hedgefundeja estäessä Deutsche Börseä ostamasta London Stock Exchangea. Hedgefundien kanssa samoilla linjoilla ollut passiivisemmän rahaston edustaja kommentoi tapauksen jälkeen työnjakoa ja oman instituutiossa jäykkyyttä: "[t]he hedge funds have done a marvelous job. No matter how we feel about companies, traditional managers simply cannot move as fast to achieve our aims. We were right behind (the hedge funds), but we couldn't have done it without them." Louise Armitstead, *Saved by the growing power of hedge funds*. Sunday Times (Lontoo) 13.3.2005.

¹⁶⁶ Anabtawi – Stout 2008, s. 1260, Kahan – Rock 2007, s. 181.

¹⁶⁷ Bratton 2007, s. 1410–1413.

¹⁶⁸ Toisaalta voidaan kyseenalaistaa onko osakkeenomistaja-aktivismi missään muodossa hyödyllinen ilmiö tavallisten yksityishenkilöiden kannalta (ks. Strine 2017).

intressit usein erkanevat kaikkien muiden osakkeenomistajien eduista. Tätä voidaan havainnollistaa yhdysvaltalaisen esimerkkitapauksen kautta: Sijoitusrahasto Sagaponack Partners sijoitti 7 miljoonaa dollaria pieneen ympäristöpalveluyritykseen, vastineeksi 40 prosentin omistusosuudesta yhtiössä. Sijoituksen ehtoihin kuului 17 miljoonan dollarin likvidaatioetuoikeuslauseke Sagaponackin hyväksi. Kaksi vuotta myöhemmin Sagaponack ilmoitti löytäneensä ympäristöpalveluyritykselle ostajan, joka oli valmis maksamaan yhtiöstä 17,3 miljoonaa dollaria. Kauppa laukaisisi Sagaponackin likvidaatioetuoikeuden, ja tekisi yhtiön osakkeista sen muille omistajille käytännössä arvottomia, sillä lähes koko kauppahinta olisi käytettävä Sagaponackin likvidaatioetuoikeussaatavan maksamiseen. Kauppa kuitenkin vaati osakkeenomistajien enemmistöpäätöksen, joten Sagaponack lähestyi joukkoa yhtiön piensijoittajia ja tarjoutui ostamaan heidän osakkeensa markkinahintaan hankkiakseen puuttuvat 10 prosenttia vaadittavasta enemmistöstä. Samalla Sagaponack kuitenkin uhkaili kyseisiä sijoittajia muistuttaen heitä, että jolleivät nämä suostu myymään osakkeitaan, hankkii Sagaponack tarvittavan ääniosuuden muualta ja sijoittajat menettävät osakkeidensa arvon likvidaatioetuoikeuslausekkeen myötä. Näin Sagaponack sai kaupalle juuri tarvittavan 50 prosentin hyväksynnän ja muiden osakkeenomistajien sijoitukset ympäristöpalveluyhtiössä muuttuivat arvottomiksi, Sagaponackin tehdessä järjestelyllä yli 140 prosenttia voittoa alkuperäiseen sijoitukseensa nähden.¹⁶⁹

Toinen ilman moraalista kompassia toimivien aggressiivisten aktivistien suosima toimenpidekategoria liittyy rahoitusvälineinnovaatioihin. Hedgefundien luonteeseen kuuluu niiden keskivertosijoittajaa aggressiivisempi pyrkimys kyetä tuottamaan voittoa kaikissa olosuhteissa, mikä vuorostaan on edellyttänyt niiltä epäortodoksisten tuottomekanismien, kuten lyhyeksimyynnin aktiivisempaa hyödyntämistä.¹⁷⁰ Aggressiivinen aktivisti-hedgefund saattaa käyttää lyhyeksimyyntiä edukseen hankkimalla ensin hyvin pienen omistusosuuden kohdeyhtiöstä, ja myyden sen jälkeen yhtiötä lyhyeksi huomattavasti

¹⁶⁹ *DiLillo v. Ustman Technologies, Inc.*, No. B148198 (Cal. App. Ct. 2001).

¹⁷⁰ Partnoy – Thomas 2007, s. 116–117, Jorion 2009, s. 597–598. Lyhyeksimyynnillä (*short selling, shorting, shorttaaminen*) tarkoitetaan sijoitusmetodia, jossa “shorttaaja” lainaa osakkeita, ja myy ne eteenpäin kolmannelle, tarkoituksenaan ostaa samat osakkeet myöhemmin takaisin ja palauttaa alkuperäiselle omistajalleen. Mikäli osakkeiden arvo on niiden myynnin ja takaisinoston välillä laskenut, ansaitsee shorttaaja alkuperäisen ja laskeneen hinnan erotuksen itselleen. Shorttaamalla sijoittaja siis lyö vetoa sen puolesta, että kohdeyhtiön arvo tulee laskemaan ja vastakohtana tavalliselle osakesijoittamiselle, osakkeen arvonlasku tarkoittaa shorttaajalle voittoa ja arvonnousu tappiota (Jorion 2009, s. 597).

omistusosuuttaan suuremmalla volyymilla. Nyt aktivisti on muodollisesti kohdeyhtiön osakkeenomistaja, mutta hyötyy taloudellisesti paljon enemmän yhtiön arvon laskusta kuin noususta. Näin ollen sen kannattaa tehdä kaikkensa ajaakseen kohdeyhtiön kurssia alas, jolloin aktivistin lyhyeksimyntipositio muuttuu kannattavaksi.¹⁷¹ Aktivisti saattaa niin ikään käyttää muodollista asemaansa osakkeenomistajana yhtiössä A siihen, että se pyrkiikin kohottamaan yhtiön B arvoa.¹⁷² Hedgefundit eivät luonnollisesti myöskään julkisesti mainosta esimerkiksi lyhyeksimyntipositioitaan vaan todennäköisemmin pyrkivät piilottamaan nämä monimutkaisten omistusjärjestelyjen taakse, etteivät kohdeyhtiön muut omistajat tai johto saisi aktivistin todellisia vaikuttimia selville.¹⁷³

Samaan kyseenalaisten rahoitusvälineinnovaatioiden kategoriaan voidaan vielä lisätä hedgefund-maailman ulkopuolellakin puhuttava *tyhjä äänestäminen (empty voting)*. Tyhjässä äänestämässä osakkeiden taloudelliset ja hallinnolliset oikeudet ovat erotettu toisistaan, jolloin äänioikeuden haltija voi äänestää osakkeilla ilman minkäänlaista taloudellista riskiä äänestystuloksen seurauksista.¹⁷⁴ Tällaiseen tilanteeseen voidaan päästä erinäisten rahoitusjärjestelyiden, kuten lyhyeksimyynnin tai optioiden käytön avulla.¹⁷⁵

Tunnettu esimerkki arveluttavasta tyhjästä äänestämisestä on *Perry-Mylan* -tapauksena tunnettu yrityskauppa. Tapauksessa hedgefund Perry Corporationilla oli omistusosuus sekä ostavassa (Mylan Laboratories), että ostettavassa (King Pharmaceuticals) yhtiössä. Perry oli kuitenkin käytännössä nollannut taloudellisen omistajuutensa ostavassa yhtiössä johdannaissopimuksin ja tämän takia sen pyrkimyksenä oli yrityskaupan ratkaisevassa äänestyksessä saada ostaja maksamaan ylihintaa kohdeyhtiö King Pharmaceuticalsista. Oletettavasti ylihintaisen kaupan toteuduttua ostavan yhtiön kurssi olisi laskenut, mutta Perry olisikin kerännyt jo voittonsa ylisuuresta kauppahinnasta kohdeyhtiön

¹⁷¹ Anabtawi – Stout 2008, s. 1287, Hu – Black 2006, s. 1014, Partnoy – Skeel 2007, s. 1035, Briggs 2007, s. 701–703. Partnoy ja Skeel sekä Briggs esittävät osittain spekulatiivisia esimerkkejä tällaisesta toiminnasta. Esimerkkitapausten epävarmuutta ei voine pitää yllättävänä, sillä hedgefunditkaan tuskin haluavat näin kyseenalaisten toimintatapojen näkevän päivänvaloa.

¹⁷² Kahan – Rock 2007, s. 181.

¹⁷³ Anabtawi – Stout 2008, s. 1306. Ks. yleisesti omistusosuuden piilottamisesta johdannaisten avulla Hu – Black 2006, s. 1029–1033.

¹⁷⁴ Anabtawi 2006, s. 591.

¹⁷⁵ Ks. tyhjästä äänestämisestä yleisesti esimerkiksi Collin 2014 ja Hu – Black 2006.

osakkeenomistajana, ja puolestaan nollannut johdannaisilla riskinsä ostavan yhtiön kurssinlaskun suhteen.¹⁷⁶

Eräs tyhjän äänestämisen muoto on myös ns. *record date capture*, jossa sijoittaja lainaa osakkeita markkinoilta juuri ennen kohdeyhtiön yhtiökokouksen täsmäytyspäivää, ja palauttaa osakkeet pian tämän jälkeen takaisin. Näin sijoittaja saa itselleen keinotekoisesti suuremman äänimäärän, jolla vaikuttaa yhtiökokouksessa.¹⁷⁷ Edellä mainitut ovat ainoastaan esimerkkejä yksittäisistä rahoitusvälineisiin liittyvistä innovaatioista, ja listan jatkoksi voisi lisätä joukoittain muitakin hedgefundien hyödyntämiä menetelmiä, vaikka suurimmaksi osaksi nämä strategiat jäävätkin viranomaisilta ja kanssasijoittajilta huomaamatta.¹⁷⁸

¹⁷⁶ Lopulta yrityskauppa kuitenkin kariutui King Pharmaceuticalsista löytyneiden kirjanpito-ongelmien johdosta. Tässä esitetty on äärimmäisen yksinkertaistettu versio huomattavasti dramaattisemmasta ja monivaihteisemmasta yrityskauppaprosessista. Tarkempaa esitystä varten Perry-Mylan-kaupasta katso esim. Bratton 2007, s. 1377–1378 ja Anabtawi 2006, s. 591–592. Perry-Mylan ei suinkaan ole ainoa tapaus tyhjäin äänestämiseen liittyvissä hedgefund-kyseenalaisuuksissa. Ks. esimerkiksi Hun ja Blackin listaus tapauksista (2006, s. 1025).

¹⁷⁷ Hu – Black 2006, s. 1028. Ongelmia saattaa aiheuttaa myös taloudellisen insenttiivin ja äänivallan eriytyminen tilanteessa, jossa aktivistisijoittaja nostaa derivatiivisen kanteen yhtiön puolesta muodolliseen omistajuuteensa nojautuen, vaikka aktivistin omistamien osakkeiden taloudellinen omistajuus olisikin esimerkiksi nollattu lyhyeksimyntipositiolla, eikä aktivistilla siten ole taloudellista panosta oikeudenkäynnissä. (Partnoy – Thomas 2007, s. 135).

¹⁷⁸ Hu – Black 2006, s. 1016. Ks. hedgefundien rahoitusvälinemetodeista yleisesti Partnoy – Thomas 2007.

3.3.2 Lyhytnäköisyys

Kaikista useimmin toisteltu syytös hedgefundien suuntaan liittyy kuitenkin niiden harjoittaman sijoitustoiminnan lyhytnäköisyyteen.¹⁷⁹ Hedgefundien tuotto-odotukset ja korkeasti insentivisoitu palkitsemismalli ohjaavat niitä pois päin pitkäaikaisista ja passiivisista sijoitusstrategioista.¹⁸⁰ Kun rahastonhoitajien henkilökohtainen palkitseminen perustuu pisimmilläänkin kvartaalittain julkaistaviin lukuihin, on varsin ymmärrettävää, ettei hedgefundin fokuksena kohdeyhtiössä ole pitkäjänteinen ja maltillinen arvonnousu.¹⁸¹ Kohdeyhtiön johdolla kun taas on omat vastaavat tavoitteensa yhtiön osakekurssin lyhyen aikavälin kehityksen suhteen, saattaa johto olla hyvinkin suostuvainen yhtiön arvoa välittömästi kohottaviin toimenpiteisiin, pitkän aikavälin kannattavuudesta viis.¹⁸²

Käytännössä tämä lyhytkatseisuus saattaa tarkoittaa esimerkiksi suuren yksittäisen varojenjaon toteuttamista, mikä hedgefundien itsensä suosimin termein ”maksimoi osakkeenomistaja-arvon”¹⁸³, mutta joka voi hyvinkin osoittautua pitkällä aikavälillä yhtiölle haitalliseksi. Jaettavat varat nimittäin hankitaan usein leikkaamalla yhtiön tutkimus- ja kehitysrahoista (*research and development, R&D*) tai myymällä sen liiketoimintoja.¹⁸⁴ Varojenjaon toteuduttua hedgefund on saavuttanut havittelemansa voitot kohdeyhtiöstä ja myy omistusosuutensa, jättäen yhtiön pitkäaikaiset sijoittajat kärsimään R&D-budjetin vajeesta ja pienentyneestä liiketoiminnasta. Melko äärimmäisenä esimerkkinä tämänkaltaisesta toiminnasta mainittakoon aktivistisijoittaja *Carl Icahnin* kampanja, jolla

¹⁷⁹ Hedgefund-toiminnan lyhytnäköisyyttä koskeva tutkimusaineisto on erittäin mittavaa, mutta mainittakoon esimerkkeinä Bebchuck ym. 2015, Coffee – Palia 2016, Lipton 2013 (mukaan lukien artikkelissa mainitut empiiriset tutkimukset), Becht ym. 2017 ja DeHaan ym. 2019.

¹⁸⁰ Ks. edellä s. 35 ja alaviite 162.

¹⁸¹ Coffee – Palia 2016, s. 573, Karmel 2004, s. 8, Euroopan Komission Vihreä Kirja 2011, s. 14.

¹⁸² Stout 2012, s. 46. Grahamin ym. toteuttamassa kyselyssä jopa 80 prosenttia 400 haastatellusta yritysjohtajasta ilmoitti olevansa valmis leikkaamaan välittömästi esimerkiksi R&D -kustannuksista saavuttaakseen omat tavoitteensa (Graham ym. 2006, s. 31).

¹⁸³ Saara Koho, Sampo ei kommentoi Elliottin näkemyksiä, mutta aktivistisijoittaja ei pelkää piikitellä Sammon johtoa – ”Tuhoaa omistaja-arvoa”. Kauppalehti 2.2.2021.

¹⁸⁴ Anabtawi – Stout 2008, s. 1291–1292, Lipton 2013, Coffee – Palia 2016, s. 574–577 ja 605.

hänen rahastonsa vaati matkapuhelinvalmistaja Motorolaa käyttämään kassavaransa sekä ottamaan vielä lisävelkaa toteuttaakseen 15 miljardin dollarin varojenjaon omistajilleen.¹⁸⁵

Lyhytnäköisyyteen yhdistetään myös ongelmakohtia, kuten kohdeyhtiön työntekijöiden irtisanominen ja piittaamattomuus ympäristönäkökohdista.¹⁸⁶ Kohdeyhtiö kun saattaa joutua aktivistin painostuksesta myymään liiketoimintojaan, pysäyttämään laajentumissuunnitelmansa tai ulkoistamaan työtään halvemman työvoiman maihin. Laajasti ymmärrettyä lyhytnäköisyyden komponentiksi voidaan käsittää myös lyhytnäköinen suhtautuminen luonnonvarojen käyttöön ja ympäristön kuormitukseen. Jos aktivistisijoittajan vaakakuppiin asetetaan voiton tuottaminen sekä ympäristön suojeleminen, vienee ensin mainittu useimmiten voiton päätöksenteon perusteena.¹⁸⁷

Lyhytnäköisyyden aiheuttamat ongelmat eivät myöskään koske pelkästään aktivisti-iskujen kohteeksi joutuneita yrityksiä, sillä lyhytnäköisyydellä on myös ennakkollinen vaikutus: yritykset pyrkivät oma-aloitteisesti jakamaan esimerkiksi R&D-varojaan osakkeenomistajille, jotteivat ne alun perinkään joutuisi hedgefundien hampaisiin.¹⁸⁸ Tämä puolestaan edesauttaa yleisen tason ongelmaa yritystoiminnan liiallisesta keskittymisestä lyhyen aikavälin tuotontavoitteluun pidemmän ja kestävämmän kehityksen kustannuksella.¹⁸⁹ Toisin kuin edellisessä alaluvussa esitellyt itsekkäät, intressikonflikteja vilisevät transaktiot, lyhytkatseisuus ei siis koske ainoastaan yksittäisiä epäonnisia yrityksiä, vaan potentiaalisesti globaaleja markkinoita kokonaisuutena.¹⁹⁰ Lisääntynyt lyhytkatseinen välittömien voittojen tavoittelu on nostettu yhdeksi vuoden 2008 finanssikriisin

¹⁸⁵ Roben Farzad, *Activist Investors Not Welcome: Icahn's Interference at Motorola Stands in the Way of Its Mission*. Bloomberg Business Week, 9.4.2007.

¹⁸⁶ Rock 2018, s. 386, Stout 2012, s. 10.

¹⁸⁷ Ks. yleisesti aiheesta Sjøfjell ym. 2015, s. 79–147. Nykyisin markkinoilta onneksi löytyy myös nimenomaisesti ympäristön puolesta toimivia aktivistisijoittajia. Näkyvä positiivinen esimerkki tästä oli ympäristörahassto Engine No. 1:n kampanja, jolla se onnistui saamaan kolme ehdokastaan valituksi fossiilisiin polttoaineisiin vahvasti panostaneen öljy-yhtiö ExxonMobilin hallitukseen ainoastaan 0,02 % osakeomistuksen turvin keväällä 2021. Svea Herbst-Bayliss, *Little Engine No. 1 beat Exxon with just \$12.5 mln – sources*. Reuters 30.6.2021.

¹⁸⁸ Strine 2017, s. 1909, Coffee – Palia 2016, s. 576.

¹⁸⁹ Ks. aiheesta yleisesti Masouros 2012.

¹⁹⁰ Kahan – Rock 2007, s. 199.

merkittävimmistä syistä¹⁹¹ ja ilmiölle on osoitettu akateemisen kirjallisuuden lisäksi huomiota esimerkiksi EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevassa Vihreässä Kirjassa vuonna 2011.¹⁹²

Kuten hedgefundien toiminta yleensäkin, myös niiden sijoitushorisontin pituuden seuraukset jakavat vahvasti mielipiteitä.¹⁹³ Melko kiistatonta on, että aktivisti-hedgefundien puuttuminen kohdeyhtiön toimintaan tarkoittaa keskimäärin parempia tuottoja osakkeenomistajille lyhyellä aikavälillä.¹⁹⁴ Kiistanalaisempia sen sijaan ovatkin aktivismin pitkän aikavälin seuraukset. Edellä esitettyjen negatiivisten näkemysten vastapainoksi löytyy nimittäin myös joukko kirjoittajia ja empiirisiä tutkimuksia, jotka osoittavat päinvastaiseen suuntaan – joiden mukaan osakkeenomistaja-aktivismi siis vaikuttaa kohdeyhtiön kurssikehitykseen, samoin kun sen yhteiskunnalliseen jälkeen positiivisesti niin lyhyellä kuin pitkälläkin aikavälillä.¹⁹⁵ Tämän leirin mukaan aktivisti-iskujen kohteeksi päätyneet yritykset esimerkiksi hakevat vähentyneistä R&D-kuluista huolimatta enemmän patentteja kuin verrokkiyritykset.¹⁹⁶

Aktivismin pitkän aikavälin negatiiviset vaikutukset ovat siis empiirisen tutkimuksen valossa äärimmäisen riidanalaisia, mutta on silti vaikeaa asettua puolustamaan kantaa, jonka mukaan aktivismin vaikutukset olisivat enimmäkseen positiivisia tai edes neutraaleja. Aktivismin haittavaikutuksista tuskin olisi kirjoitettu ja raportoitu nykyisessä laajuudessaan, mikäli ilmiö olisi täysin tuulesta temmattu. Lisäksi kuten *Kahan* ja *Rock* huomauttavat, private equity -yhtiöiden suosion valtava kasvu puhuu vahvasti ongelmallisen lyhytnäköisyyden olemassaolon puolesta, sillä private equity -sijoittajien toimintamalli

¹⁹¹ Corporate Governance and the Financial Crisis – Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles 2010, s. 24, Bratton – Wachter 2010, Dallas 2012.

¹⁹² Sivut 13–14.

¹⁹³ Näkyvästi eri mieltä hedgefund-aktivismin vaikutuksista ovat varsinkin yhtiöiden hallituksia työkseen neuvova asianajaja Martin Lipton sekä osakkeenomistajille lisävaltaa voimakkaasti toivova Harvardin professori Lucian Bebchuck. Ks. esimerkiksi Lipton 2013 ja Bebchuck ym. 2015.

¹⁹⁴ Ks. Coffeen ja Palian (2016) sivuilla 583–584 (alaviitteinen) tiivistämät empiiriset tutkimustulokset, Chiu 2010, s. 147.

¹⁹⁵ Bebchuck ym. 2015, Bratton 2007, Katelouzou 2015.

¹⁹⁶ Brav ym. 2014, s. 3–4.

nojaa pitkälti siihen, että kohdeyhtiö saadaan pois pörssistä, jolloin sen toimintaa voidaan kehittää rauhassa lyhyen aikavälin paineilta.

3.4 Aktivistisijoittajat Suomessa

Käsillä oleva luku on tarjonnut hyvin kansainvälisen katsauksen aktivistisijoittamiseen, joka ilmiönä on enimmäkseen vielä keskittynyt astetta suurempien valtioiden markkinoille. Ylivoimainen enemmistö aggressiivisista aktivistikampanjoista keskittyy edelleen yhdysvaltalaisiin yhtiöihin¹⁹⁷, mutta kuten esimerkiksi *Katelouzou* sekä *Becht* ym. tutkimuksissaan havainnoivat, ovat aktivisti-hedgefundit alkaneet hiljattain levittäytyä ympäri kehittyntä maailmaa.¹⁹⁸ Tarkkoja lukuja aktivistisijoittamisen yleisyydestä Suomessa lienee mahdotonta saada, sillä on tulkinnanvaraista mikä ylipäänsä lasketaan aktivistikampanjaksi tai aktivistisijoittajaksi, mutta *Becht* ym. raportoivat tutkimuksessaan 3 aktivistikampanjaa Suomessa vuosina 2000–2010.¹⁹⁹ Viime vuosina mediajulkisuutta ovat puolestaan saaneet *Elliott Managementin* kampanja *Sampo Oyj:ssä*²⁰⁰ ja *Nokian Renkaat Oyj:ssä*²⁰¹ sekä ruotsalaisen *Cevian Capitalin* omistukset muun muassa *Nordea Oyj:ssä*²⁰², *TietoEVERY Oyj:ssä*²⁰³ ja *Neles Oyj:ssä*²⁰⁴. Toistaiseksi Suomi on siis ollut vielä aktivisti-iskujen periferiaa, mutta vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen kiihtynyt ja laajentunut osakkeenomistaja-aktivismi on enenevässä määrin myös rantautumassa tänne.²⁰⁵

¹⁹⁷ Esimerkiksi *Bechtin* ym. maailmanlaajuisessa otannassa 1125 / 1740 aktivistikampanjaa tapahtui Yhdysvalloissa (*Becht* ym. 2017, s. 2939).

¹⁹⁸ *Katelouzou* 2015, s. 832–833, *Becht* ym. 2017 s. 2943.

¹⁹⁹ *Becht* ym. 2017, s. 2939.

²⁰⁰ Jukka Lehtinen, Aktivistisijoittaja *Elliott* iskeytyi mukaan *Sammon* kyytiin – Uskoo *Nordea*-myyntien vapauttavan piilevää arvoa miljardikaupalla. *Kauppalehti* 11.11.2020.

²⁰¹ Henri Koponen, *Nokian Renkaat* ajautui tulosluisuun – Tilinpäätöksen ohella jännitetään, onko kurssipohja nähty ja mitä aktivistisijoittaja suunnittelee. *Kauppalehti* 3.2.2020.

²⁰² Ilkka Jauhiainen, *Christian Gardellin Cevian Capital* nousi *Nordean* toiseksi suurimmaksi omistajaksi. *Kauppalehti* 6.2.2020.

²⁰³ Alexandra Huhta, *Cevian trimmasi omistustaan TietoEvrystä*. *Kauppalehti* 24.9.2020.

²⁰⁴ Petri Koskinen, *Neles* ehti olla pörssissä lopulta vain vuoden ja näin kurssi kehittyi – Ruotsalaisen kilpakosijan leirillä on yhä tuntuva siivu yhtiöstä. *Kauppalehti* 2.7.2021.

²⁰⁵ Alex af Heurlin, Aktivistit marssivat Helsingin pörssiin – *Sampo* voi olla vasta alkua. *Kauppalehti* 6.1.2021.

Aktivistisijoittajien saapuminen Suomen markkinoille riippuu ennen kaikkea siitä, löytyykö Helsingin pörssistä yhtiöitä, jotka täyttävät hedgefundien kiinnostuksen kriteerit. Tässä ei ole mahdollista mennä sen syvällisempään taloustieteelliseen analyysiin suomalaisyhtiöiden soveltuvuudesta aktivistikampanjoille, mutta toistaiseksi aktivistisijoittaminen on tuottanut tuloksia ympäri maailmaa, joten Suomestakaan tuskin löytyy niin laajoja rakenteellisia markkinapoikkeamia muihin länsimaihin verrattuna, etteikö Helsingin pörssi olisi houkutteleva kohde hedgefundeille.²⁰⁶ Myös yksi tärkeimmistä taloustieteellisistä kriteereistä osakkeenomistaja-aktivismiin yleisyydelle on havaittu olevan korkea institutionaalinen omistajuusprosentti pörssiyhtiöissä, mikä Suomessa täyttyy.²⁰⁷ Lisäksi hedgefundien lukumäärän kasvaessa ja kilpailun kiristyessä suurempien maiden markkinoilla, voitaisiin aktivistien olettaa alkavan etsimään kohteita kampanjoilleen maantieteellisesti yhä laajemmalta alueelta.

Oikeudellisista kriteereistä puolestaan merkityksellisin aktivistisijoittajien markkinoille saapumisen kannalta on tietyn oikeusjärjestyksen alin arvopaperimarkkinaoikeudellinen liputusraja.²⁰⁸ Yleensä nimittäin kun aktivistin osakkuus yhtiössä tulee julkiseksi, pomppaa kohdeyhtiön kurssi huomattavasti ylöspäin muiden sijoittajien ennakoidessa vaikutuksiltaan positiivisia muutoksia yhtiössä. Tällöin aktivistisijoittajalle tulee kalliiksi kasvattaa omistusosuuttaan, joten korkea alin liputusraja tekee oikeusjärjestyksestä hedgefundille houkuttelevan.²⁰⁹ Tältä osin Suomen 5 prosentin alaraja on korkein mahdollinen EU:n

²⁰⁶ Becht ym. 2017, s. 2965.

²⁰⁷ Becht ym. 2017, s. 2938, Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Kuten edellä luvussa 3.2.3 todettiin, tarvitsevat aktivistisijoittajat muiden institutionaalisten sijoittajien omistusosuuksia puolelleen aktivistien lähtiessä haastamaan istuvaa johtoa pienellä vähemmistöomistuksellaan.

²⁰⁸ Katelouzou 2015, s. 808–818.

²⁰⁹ Gilson – Gordon 2013, s. 904. Tässä hyvin merkityksellinen on myös aikaikkuna, jonka puitteissa liputus on tehtävä omistusosuuden saavuttamisesta. Esimerkiksi Yhdysvaltojen 10 päivän aikarajaa omistusosuuden saavuttamisen ja ilmoittamisen välillä on kritisoitu siitä, että se antaa sijoittajalle liian paljon aikaa kasvattaa omistusosuuttaan vielä ennen kuin sen omistus yhtiössä tulee julkiseksi. Ks. esimerkiksi Emmerich ym. 2013 ja *Letter from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz to Elizabeth M. Murphy, Secretary, U.S. Securities & Exchange Commission* 7.3.2011.

avoimuusdirektiivin²¹⁰ sallimissa rajoissa.²¹¹ Myös tietyn tasoinen osakkeenomistajan suoja on edellytys aktivistikampanjalle, mutta tälläkään kriteerillä Suomi tuskin karkottaa aktivisteja pois.²¹²

Edeltävässä alaluvussa käsitellyillä aktivismin varjopuolilla on oletettavasti ollut aktivistitoiminnan vähäisyyden vuoksi toistaiseksi hyvin rajallinen merkitys Suomessa, eikä edellä esimerkkeinä kerrotunlaisia räikeitä ylilyöntejä ole muutenkaan juuri tapahtunut angloamerikan ulkopuolella. Lähestulkoon kaikissa hedgefundeja koskevissa tutkimuksissa ongelmana on kuitenkin hankaluus saada luotettavaa informaatiota niiden toiminnasta. Ymmärrettävästi hedgefundit eivät itse halua paljastaa julkisuuteen oikeudellisen ja moraalisen hyväksyttävyyden rajamailla häilyviä toimenpiteitään ja niihin kohdistuva kevyempi sääntely on hedgefundeja määrittelevä tunnusmerkki, joten virallislähteistäkään ei ole juuri avuksi.²¹³ Tämän vuoksi on vaikeaa arvioida näiden kyseenalaisten metodien yleisyyttä. Hedgefundien levittäytyessä Suomenkin markkinoille, saattaa kuitenkin myös väärinkäytösten määrä lähteä nousuun.

²¹⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

²¹¹ Esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa alin liputusraja on 3 prosenttia ja Italiassa vain 2.

²¹² Katelouzou 2015, s. 852.

²¹³ Anabtawi – Stout 2008, s. 1290.

4. Lojaliteettivelvollisuuden soveltuvuus aktivistisijoittajaan

4.1 Velvollisuuksien asettaminen osakkeenomistajalle

Seuraavassa yhdistetään edellisten päälukujen vielä toistaiseksi varsin irralliset aiheet, osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus ja aktivistisijoittaminen. Tarkoituksena on nimittäin ryhtyä vastaamaan ensimmäiseen tutkimuskysymykseen eli ratkoa, voidaanko aktivistisijoittajalle vähemmistöosakkeenomistajana asettaa lojaliteettivelvollisuutta. Kysymys kuulostaa jo lähtökohdiltaan jossain määrin virheelliseltä, sillä perinteisen doktriinin mukaan osakkeenomistajalla on ainoastaan oikeuksia, eikä lainkaan velvollisuuksia yhtiötä, sen sidosryhmiä tai muita osakkeenomistajia kohtaan.²¹⁴ Kuten käsillä olevassa alaluvussa kuitenkin perustellaan, on osakeomistajuus konseptina murrosvaiheessa, jossa tilaa argumenteille, joiden mukaan osakkeenomistajille ei voitaisi asettaa velvollisuuksia, on entistä vähemmän.

Nykyisin pitkälti oikeusjärjestyksestä riippumatta kaikissa länsimaissa on yhtiöoikeustieteellisenä suuntauksena vallalla osakkeenomistajakeskeinen malli, jossa yhtiön tehtävänä on pelkistetysti ilmaistuna tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen.²¹⁵ Etenkin Yhdysvalloissa 1930–1960-luvuilla keskiössä oli vielä johtokeskeinen malli, jossa yhtiön johto neutraalina ammattilaiselimenä nähtiin kaikista soveliaimpana johtamaan yhtiötä varsin autokraattisesti, parhaakseen katsomallaan tavalla. Harhakuvitelmat mallin toimivuudesta kuitenkin särkyivät hiljalleen johdon hyödyntäessä toistuvasti asemaansa oman etunsa tavoitteluun.²¹⁶ Toisen maailmansodan jälkeisessä Saksassa yhtiöoikeuden standardiksi puolestaan ehdotettiin työntekijäkeskeistä järjestelmää, jossa työntekijät saavat nimittää tietyn osuuden yhtiön johdosta. Muun muassa työntekijäpoolin heterogeisuus kuitenkin johti tämänkin idean heikohkoon toimivuuteen.²¹⁷ Samoin varsinkin Ranskassa ja Itä-Aasiassa suosittu valtiokeskeinen malli, jossa valtio ohjaa suurimpien yhtiöiden

²¹⁴ Ks. edellä sivut 1 ja 12.

²¹⁵ Ks. yleisesti aiheesta Smith 1998.

²¹⁶ Hansmann – Kraakman 2001, s. 444.

²¹⁷ Hansmann – Kraakman 2001, s. 445–446.

toimintaa, on hiipunut hiljalleen sosialismin romahtamisen ja mallia hyödyntäneiden valtioiden huonon taloudellisen suoriutumisen myötä.²¹⁸

Vaihtoehtoisten ratkaisujen heikkous ja vastaavasti osakkeenomistajakeskeisen mallin onnistumiset ovat nostaneet viimeksi mainitun kiistatta suosituimmaksi tavaksi rakentaa yhtiöoikeus kehittyneissä valtioissa.²¹⁹ Tämä on puolestaan johtanut tasaiseen virtaan osakkeenomistajien oikeuksien parannuksia, vallan lisäyksiä, sekä akateemisia argumentteja, joiden mukaan kyseinen kehityssuunta on juuri oikea, sillä osakkeenomistajien on yhtiön ”omistajina”²²⁰ saatava maksimaalinen valta vaikuttaa sen asioihin.²²¹ Osakkeenomistajakeskeisyyden perusteeksi esimerkiksi *Michael Jensen* on esittänyt ajatuksen, jonka mukaan yhtiön johdon olisi mahdotonta ajaa samanaikaisesti useiden intressitahojen etua päätöksenteossaan tehokkaasti. Rationaalisempaa on valita yksi pääasiallinen sidosryhmä – osakkeenomistajat – ja keskittyä näiden hyväksi toimimiseen.²²² Perusteena on käytetty myös osakkeenomistajan viimesijaista maksunsaantiasemaa, joka tarkoittaa, että yhtiön muiden sidosryhmien vaateet ovat tulleet jo tyydytetyiksi esimerkiksi velanlyhennysten ja palkanmaksun muodossa ennen kuin osakkeenomistaja voi saada itselleen voittoa. Lisäksi yhtiön residuaalivelkojana osakkeenomistaja kantaa suurimman riskin yhtiön voitollisuudesta taikka tappiollisuudesta, mikä tekee osakkeenomistajista luonnollisen objektin johdon velvollisuuksien kohdistumiselle.²²³

²¹⁸ Hansmann – Kraakman 2001, s. 447.

²¹⁹ Hansmann – Kraakman 2001, s. 440–441, Stout 2012, s. 10, Smith 1998, s. 277–278.

²²⁰ Kuten Stout huomauttaa, usein erehdytään puhumaan osakkeenomistajista yhtiön omistajina, vaikka todellisuudessa yhtiö itsenäisenä abstraktina oikeushenkilönä omistaa yhtiövarallisuutensa. (Stout 2002, s. 1191. Ks. aiheesta myös esimerkiksi Bainbridge 2002 ja Chiu 2010, s. 106–127) Stout kritisoi myös osakkeenomistajien luokittelamista residuaalivelkojiksi, sillä käsitys perustuu konkurssioikeuteen ja on erikoista luokitella täysin elinvoimaisen yhtiön suhteita sen mukaan, miten sen varat jaettaisiin hypoteettisessa maksukyvyttömyystilanteessa (Stout 2002, s. 1193).

²²¹ Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, New York Times 13.9.1970, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/36/EY, annettu 11 päivänä heinäkuuta 2007, osakkeenomistajien eräiden oikeuksien käyttämisestä julkisesti noteeratuissa yhtiöissä, Bebchuck 2005, Berle 1931. Ks. historiallinen kuvaus osakkeenomistajavallan noususta Stout 2012, s. 16–20.

²²² Jensen 2001, s. 301.

²²³ Mähönen – Villa 2015, s. 191.

Osakkeenomistajakeskeisyyden ylivallan marginaaleista nostavat kuitenkin aika ajoin päätänsä myös argumentit, jotka kyseenalaistavat osakkeenomistajan aseman yhtiöoikeuden keskipisteenä.²²⁴ Astetta tarkkarajaisemmin on kritisoitu muun muassa ajatusta, jonka mukaan suurilla osakkeenomistajilla tulee yhtiön ”omistajina” olla oikeus nimittää sen hallitukseen omia jäseniään. Miksi yhtiötä tulisi johtaa yksittäisen institutionaalisen sijoittajan, eikä koko osakkeenomistajakollektiivin ja sidosryhmien eduksi?²²⁵ Ja eikö osakkeenomistajien alati kasvavan vallan vastapainoksi näille tulisi myös asettaa velvollisuuksia?²²⁶

Vaikkei vielä täysin antauduttaisikaan osakkeenomistajakeskeistä mallia vastustavien kirjoittajien sidosryhmiltä tuoksuvaan syleilyyn, osuu argumentointi osakkeenomistajien lisävelvollisuuksien puolesta kohdalleen. Osakkeenomistajien voidaan ajatella olevan kasvavan valtansa kanssa samalla kurssilla kuin osakeyhtiön johto joitain vuosikymmeniä sitten. Kun johdon vallan annettiin lipsua lähes rajattomaksi, oli seurauksena joukko *Enronin* kaltaisia tapauksia, joissa johto epäoikeutetusti hankki huomattavaa taloudellista hyötyä itselleen.²²⁷ Vastauksena näihin tapauksiin johdolle on hiljalleen asetettu kirjava joukko erinäisiä velvollisuuksia, joilla heidän vallankäyttöään on pyritty valvomaan ja rajoittamaan.²²⁸ Ratkaisu on johtanut kuitenkin lähinnä siihen, että vahvan johdon tilalle on nyt noussut vahva osakkeenomistaja.

Esimerkit yritysmaailmasta ovat puolestaan osoittaneet, että huolimatta osakkeenomistajakeskeisen mallin väitetyistä paremmuudesta, on se kompastellut samoihin ongelmiin kuin edeltäjänsä. Johtokeskeisen mallin tavoin osakkeenomistajat ovat taipuvaisia silmittömään oman edun tavoitteluun, usein esimerkiksi ympäristön ja työntekijöiden kustannuksella. Työntekijäkeskeisen mallin epäonnistumisen syynä pidetty työntekijäpoolin liiallinen heterogeenisyys puolestaan vaivaa niin ikään osakkeenomistajia. Osakkeenomistajatkään eivät ole yksi, samoilla tavoitteilla varustettu yhtenäinen ryhmä ja

²²⁴ Esim. Smith 1998, Stout 2002 ja 2012, Karmel 2004, Birkmose 2018, Anabtawi 2006.

²²⁵ Karmel 2004, s. 13.

²²⁶ Anabtawi – Stout 2008, s. 1296, Karmel 2004, s. 19, Chiu 2010, s. 168–169.

²²⁷ Ks. Enron-skandaalista yleisesti esimerkiksi Zulauf – Grierson 2011.

²²⁸ Ks. esimerkkinä tästä Sarbanes-Oxley Act Yhdysvalloissa. Suomen osakeyhtiölaissa puolestaan johdon esteellisyyttä, palkitsemista, sekä vahingonkorvausvelvollisuuden käännettyä huolellisuusnäyttötaakkaa koskevat säännökset ilmentävät johtoa kohtaan asetettua tiukkaa linjaa.

edellä aktivistisijoittajien yhteydessä esiteltyjen esimerkkien havainnollistamalla tavalla, osakkeenomistajien eriävät päämäärät ovat johtaneet monelle omistajalle hyvin haitallisiin lopputuloksiin.²²⁹ Vuoden 2008 finanssikriisi taas puhuu vakavaa kieltä sen puolesta, ettei osakkeenomistajakeskeisyys ole myöskään makroekonomisesti optimaalinen ratkaisu.²³⁰ Aihetta koskevat empiiriset tutkimukset eivät myöskään ole osoittaneet osakkeenomistajakeskeisyyttä edeltäjiään taloudellisesti paremmaksi järjestelmäksi.²³¹

Kaikki tämä pakottaa miettimään osakkeenomistajakeskeistä mallia uudelleen. Etualalla on pitkään ollut liberalistinen ajatus siitä, ettei osakkeenomistajalla ole velvollisuuksia, vaan ainoastaan oikeuksia. Esitettyjen ongelmien ja argumenttien valossa on kuitenkin selvää, että yhtiöoikeuden on aika tehdä korjausliike johonkin suuntaan. Osakkeenomistajan velvollisuuksien voitaisiin jopa ajatella olevan tietyssä mielessä johdon velvollisuuksia tärkeämpiä, sillä osakkeenomistajat pääsevät halutessaan epämieluisasta johdosta eroon milloin tahansa, mutta kanssaomistajan kohdalla tämä ei ole mahdollista. Osakkeenomistajakeskeisestä mallista ei tarvitse luopua, mutta on korkea aika asettaa osakkeenomistajien vallan ja oikeuksien vastapainoksi myös velvollisuuksia.²³²

²²⁹ Ks. jäljempänä luku 5.4.3.

²³⁰ Ks. alaviite 191.

²³¹ Stout 2012, s. 36.

²³² Näille jäljille onkin jo lähdetty Euroopan Unionissa, jossa ensimmäiset askeleet matkalla pelkistä osakkeenomistajan oikeuksista kohti myös osakkeenomistajan velvollisuuksia on hiljattain otettu. (Birkmose 2018, s. 70). Kantaa ilmentää juuri vuoden 2008 finanssikriisistä alun perin kimmokkeensa saanut osakkeenomistajan oikeudet II -direktiivi (*Shareholder Rights Directive II, SRD II*). Siinä missä direktiivin edeltäjä keskittyi vuonna 2007 nimensä mukaisesti lähinnä osakkeenomistajien oikeuksien parantamiseen, tiedostettiin SRD II:ta laadittaessa esimerkiksi osakkeenomistajakeskeisyyden merkitys kriisin aiheuttajana. (Ks. direktiivin johdantokappale 2.) Niinpä direktiivin 3 g ja 3 h artikloissa on osakkeenomistajakeskeisyyden hallitsemalle yhtiöoikeuskentälle hieman poikkeuksellisesti asetettu institutionaalisille sijoittajille velvollisuus julkaista tietoja sijoitusstrategiastaan sekä vaikuttamispolitiikastaan. Artikloiden tavoitteena on velvoittaa passiivisia institutionaalisia sijoittajia osallistumaan kohdeyhtiön hallintoon aktiivisemmin, mikä ei aggressiivisten aktivistisijoittajien kohdalla ole tietenkään ongelmana. Artiklat kuitenkin merkitsevät muutosta EU:n yleisessä suhtautumisessa velvollisuuksien asettamiseen osakkeenomistajille.

4.2 Vallankäytön uusi paradigma

Vaikka yleisten velvollisuuksien, kuten lojaliteettivelvollisuuden asettaminen osakkeenomistajalle hyväksyttäisiinkin, on vielä kysymys erikseen, voidaanko tällaista velvollisuutta asettaa aktivistisijoittajalle, joka omistaa enimmilläänkin vain noin 10 prosenttia yhtiöstä. Kuten seuraavassa alaluvussa selvennetään, lojaliteettivelvollisuus muita osakkeenomistajia kohtaan voidaan hahmottaa aktivistisijoittajalle joko päämies-agenttisuhteen ja fidusiaarivelvollisuuksien käsitteiden kautta, taikka osana kaikille omistajille asetettavaa yleistä lojaliteettivelvollisuutta. Päämies-agenttisuhteen kannalta on ilmiselvää, että aktivistisijoittajan tulee käyttää merkittävää valtaa yhtiössä, jotta agenttuurisuhteen voidaan edes sanoa olevan olemassa aktivistin ja muiden osakkeenomistajien välillä. Yleinen lojaliteettivelvollisuus sen sijaan koskettaa kaikkia osakkeenomistajia heidän vaikutusvallastaan riippumatta, mutta ei kuitenkaan ole mielekästä arvioida lojaliteettivelvollisuutta kovin syvällisesti osakkeenomistajan kohdalla, joka ei kykene vaikuttamaan käytännössä lainkaan yhtiön asioihin. Niinpä riippumatta siitä, kumman konseptin kautta lojaliteettivelvollisuus asetetaan, on ensin pohdittava aktivistisijoittajan vallankäyttöä kohdeyhtiössä.

Toistaiseksi niin kotimaisessa kuin kansainvälisessäkin kirjallisuudessa lojaliteettivelvollisuus on siis suostuttu asettamaan suuryhtiöissä pääasiassa määräysvaltaa käyttävälle enemmistöomistajalle, ajatuksena, että omistaja kykenee määräämään yhteisestä yhtiövarallisuudesta ja toimii siten vähemmistöomistajien agenttina.²³³ Keskiössä on siten ollut pitkälti Suomen KPL 1:5:n mukainen määräysvallan käsite – yli 50 prosentin osakeomistus, oikeus nimetä yli puolet yhtiön hallituksesta tai kyky muutoin käyttää tosiasiallista määräysvaltaa yhtiössä.²³⁴ Ei ole kuitenkaan syytä tarkastella vallankäyttöä osakeyhtiössä näin mustavalkoisesti, sillä todellisuus on yleensä paljon mutkikkaampaa kuin

²³³ Ks. edellä luku 2.3.

²³⁴ Pykälän ensimmäisen momentin kolmannen kohdan kriteeri ”*muuten tosiasiallisesti käyttää määräysvaltaa kohdeyrityksessä*” vaikuttaa ensi silmäyksellä siltä, että sen avulla voitaisiin jopa puuttua vähemmistöomistajan toimintaan epävirallisten vaikuttamiskanavien kautta. KILA:n lausunnoissa ja asianomaisessa hallituksen esityksessä tämän kohdan on kuitenkin tarkennettu pätevän esimerkiksi tilanteissa, joissa osakeyhtiöllä oli 48 % omistus kohdeyhtiössä, mutta osakassopimuksen nojalla oikeus nimittää hallituksen enemmistö (KILA 2001/1646) sekä jos yhtiön ja sen tytäryrityksen hallintoelimissä tai palveluksessa olevat henkilöt käyttävät yksissä tuumin valtaa kohdeyhtiössä (HE 89/2015 vp, s. 34). Tapaukset eivät siis osu lähellekään aktivistisijoittajan omistusmallia, joten kyseinen kohta onkin varsin hyödytön tämän tutkimuksen kannalta.

sanoa, että tietyllä omistajalla on tai ei ole määräysvalta yhtiössä.²³⁵ Vallankäyttö voi olla suoraa ja ilmeistä mutta myös epäsuoraa ja piilevää.²³⁶

Aktivistsijoittaja ei pienine omistusosuuksineen useimmiten täyttäne kirjjanpitolain määräysvallan kriteeriä. Yksi aktivistsijoittajia määrittelevä ominaisuus kuitenkin on, ettei niiden vallankäyttö perustu suureen äänimäärään yhtiökokouksessa, vaan muun muassa johdon painostamiseen kulissien takana sekä muiden institutionaalisten sijoittajien houkutteluun aloitteidensa taakse vakuuttavin argumentein.²³⁷ Toiseksi, äärimmilleen hajautuneen omistusrakenteen yhtiöissä aktivistsijoittajan keskimääräinen 5–12 prosentin omistusosuus saattaa hyvinkin ratkoa äänestyksiä myös yhtiökokouksessa. Aktivistin todellista valtaa yhtiökokouksessa saattaa lisätä myös muiden omistajien heikko osallistumisaktiivisuus.

Monet aggressiiviset aktivistit ovat onnistuneet myös luomaan itselleen hyvin vaikutusvaltaisen maineen. Yritysmaailman huipulla toimivat hallitusammattilaiset tietänevät varsin hyvin, jos niitä lähestyvällä aktivistilla on tapana esimerkiksi julkaista johdon toimia kritisovia esityksiä tai aloittaa hallitustaisteluita kohdeyhtiössään, joten johdon jäsen saattaa siten olla jo lähtökohtaisesti halukas edistämään aktivistin ehdotuksia välttääkseen tällaiset toimet.²³⁸ Riippuen siis aktivistin omistusosuuden suuruudesta, kohdeyhtiön omistuksen hajautuneisuudesta, johdon yhteistyöhalukkuudesta sekä muiden omistajien yhtiökokousaktiivisuudesta, saattaa aktivisti tosiasiallisesti käyttää yhtiössä jopa yksinomaista määräysvaltaa.²³⁹ Jatkossa tässä tutkimuksessa kuitenkin oletetaan, ettei aktivistin määräysvalta kohdeyhtiössä ole aivan näin suuri.

²³⁵ Anabtawi – Stout 2008, s. 1296.

²³⁶ DeMott 1999, s. 255.

²³⁷ Tältä osin Suomen yhtiöoikeus on kuitenkin ajan hermolla, tiedostaen, että osakkeenomistajan on mahdollista käyttää valtaansa muutenkin kuin yhtiökokouksessa. Osakeyhtiölakia koskevassa hallituksen esityksessä sekä oikeuskirjallisuudessa on nimittäin huomioitu, että osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuuden perusteena voi olla myös toiminta yhtiökokouksen ulkopuolella. Esimerkkinä tästä on mainittu tilanne, jossa määräävä osakkeenomistaja painostaa yhtiön johtoa tekemään osakeyhtiölain vastaisen päätöksen. (HE 109/2005 vp, s. 196, af Schulten 2004, s. 658, Pönkä 2014, s. 252).

²³⁸ Erityisen maineen puolesta puhuu myös se, että luvussa 3.4 esitellysti aktivistsijoittajan omistusosuuden kohdeyhtiössä tullessa julkiseksi, yhtiön kurssi yleensä nousee äkillisesti pörssissä, muiden sijoittajien ennakoissa aktivistin tuovan mukanaan radikaaleja, arvoa heilauttavia muutoksia kohdeyhtiöön.

²³⁹ Pönkä 2008, s. 740.

Hahmotettaessa päämies-agenttisuhdetta aktivistin ja esimerkiksi epäammattimaisen piensijoittajan välille, ei ajatus siitä, että aktivisti kykenisi todellisen määräysvaltaomistajan tavoin päättämään yhteisestä yhtiövarallisuudesta varsinaisesti sovellu. Aktivistilla on silti huomattavasti keskimääräistä vähemmistöomistajaa suurempi vaikutusvalta kohdeyhtiössä ja myös toinen päämies-agenttisuhteen keskeinen osa, informaatioepäsymmetria aktivistin hyväksi on vahvasti läsnä. Monelle piensijoittajalle lienee houkutteleva ja jopa rationaalinen vaihtoehto pyrkiä hyötymään aktivistisijoittajan kattavasta due diligence -kartoituksesta kohdeyhtiötä koskien ja toimia äänestyksissä samoin kuin aktivisti, vaikka kuten edellä on tuotu esille, saattavat aktivistin intressit kohdeyhtiössä myös erota muista sijoittajista.

Tässä yhteydessä merkitystä voidaan myös antaa ainakin angloamerikassa tunnistetulle, olosuhteisiin perustuvalla *ad hoc* -fidusiaarisuhteelle.²⁴⁰ Poiketen statukseen (esim. johto – osakkeenomistaja), lakiin (esim. edunvalvoja – vajaavaltainen) tai oikeustoimeen (esim. asianajaja – asiakas) perustuvista fidusiaarisuhteista, *ad hoc* -suhde syntyy ainoastaan tietynä hetkenä vallitsevien olosuhteiden pohjalta. Olosuhdeperusteinen fidusiaarisuhde voi syntyä, mikäli tilanteeseen ei sovellu mikään perinteisemmistä fidusiaarimuodoista, ja päämies-agenttiasemassa olevien subjektien relaatiota kuvaa agentin tiedollinen ylivoima sekä päämiehen tietämättömyys ja luottamus agentin ohjeisiin.²⁴¹ Yhdysvaltojen oikeuskirjallisuudessa olosuhdepohjaisesta fidusiaarisuhteesta esitetyn mukaan, osakkeenomistajalla tulisi katsoa olevan *ad hoc* -määräysvalta yhtiössä, mikäli se kykenee vaikuttamaan ratkaisevasti tiettyyn yksittäiseen kysymykseen.²⁴² Tässä hylätään siis ajatus siitä, että määräysvallan tulisi olla yleinen, abstrakti kyky päättää yhtiön kaikista asioista ja vaihtaa johto silloin kun osakkeenomistaja haluaa. Vaihtoehtoisen määräysvaltatestin tarkoituksena on sen sijaan selvittää, onko osakkeenomistajalla määräysvalta tietyllä hetkellä yksittäistä asiakysymystä koskien.

Yhteenvetona voidaan todeta, että vähemmistöomistuksestaan huolimatta aktivistisijoittaja käyttää merkittävää valtaa kohdeyhtiössä. Näin ollen on selvää, että osakkeenomistajan

²⁴⁰ Ks. aiheesta yleisesti Kelly 2019.

²⁴¹ Kelly 2019, s. 4.

²⁴² Hetherington 1972, s. 935 ja 946, Van Vliet – Snider 1998, s. 250, Anabtawi – Stout 2008, s. 1297. Ks. myös Yhdysvaltojen oikeuskäytännöstä aiheeseen liittyen *Burdett v. Miller*, 957 F.2d 1375 (7th Cir. 1992), *Wiener v. Lazard Freres*, 241 A.D.2d 114 (N.Y. App. Div. 1st Dep’t 1998) ja *Patsos v. First Albany Corporation*, 741 N.E.2d 841 (Mass. 2001).

yleinen lojaliteettivelvollisuus ei olisi aktivistisijoittajan kohdalla merkityksetön, vaikka aktivistin omistusosuus kohdeyhtiössä olisi hyvinkin pieni, aktivistin kyetessä silti vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon muin keinoin kuin äänestämällä yhtiökokouksessa. Päämies-agenttisuhteen hahmottaminen aktivistin ja muiden osakkeenomistajien välille on kuitenkin hankalampaa. Aktivisti kylläkin käyttää jonkinasteista valtaa yhteiseen yhtiövarallisuuteen ja sillä lienee lähes poikkeuksetta huomattava informaatioylioivoima muihin osakkeenomistajiin nähden. Se, voidaanko aktivistisijoittajan ja muiden osakkeenomistajien välille hahmottaa päämies-agenttisuhte, jäänee kuitenkin riippumaan tapauskohtaisesti kohdeyhtiössä vallitsevista olosuhteista, kuten aktivistin toiminnan intensiivisyydestä, omistusosuuden suuruudesta ja johdon yhteistyöhalukkuudesta. Määräysvaltaa olisi jatkossa arvioitava myös ad hoc -fidusiaarisuhteen pohjalta, mikäli aktivistisijoittaja kykenee hetkellisesti käyttämään merkittävää vaikutusvaltaa yksittäiseen yhtiön päätökseen liittyen.

4.3 Varjojohtajuus

Vielä on ekskursiomaaisesti arvioitava eräänlaisena poikkeuskategoriana aktivistisijoittajan vallankäyttöä ja velvollisuuksia yhtiön mahdollisena *varjojohtajana* (*shadow director*).²⁴³ Varjojohtajaa ei mainita suomalaisessa lakitekstissä, korkeimman oikeuden ratkaisuihin tai myöskään osakeyhtiölakia koskevassa hallituksen esityksessä, mutta Yhdistyneen kuningaskunnan *Companies Actissa* käsite on tunnettu jo noin 100 vuotta. Kotimaisessa kirjallisuudessa on puolestaan vahvistettu, että varjojohtajat tunnetaan myös Suomen oikeudessa ja termille vaikutettaisiin antaneen pitkälti Britannian oikeutta vastaava sisältö.²⁴⁴ *Companies Act* 251(1) §:n mukaan varjojohtaja on henkilö, jonka ohjauksen ja ohjeiden varassa yhtiön johto on tottunut toimimaan.²⁴⁵

²⁴³ Ks. varjojohtajista ja näiden fidusiaarivelvollisuuksista yleisesti esimerkiksi Moore 2016.

²⁴⁴ Ruohonen 2019, s. 7, Mähönen – Villa 2019, s. 644, Mähönen – Villa 2015, s. 61.

²⁴⁵ “A person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act.”

Britannian oikeuskäytännössä määritelmää on tarkennettu asettamalla varjojohtajuudelle seuraavat kriteerit: 1. sekä yhtiön de jure-, että de facto -johtajat on identifioitava;²⁴⁶ 2. varjojohtajan on ohjattava näiden varsinaisten johtajien toimintaa; 3. varsinaisen johdon on toimittava varjojohtajan ohjeiden mukaisesti; 4. varsinaisten johtajien on oltava tottuneita toimimaan varjojohtajan ohjeiden mukaisesti; ja 5. varsinaisen johdon on myös oltava tottunut olemaan käyttämättä omaa harkintakykyään toiminnassaan.²⁴⁷ Companies Act 170(5) §:n mukaan tällaiseen varjojohtajaan sovelletaan johdon velvollisuuksia ”*where and to the extent that they are capable of so applying.*” Johdon fidusiarivelvollisuuksien soveltuminen varjojohtajaan on kuitenkin ollut common law -kirjallisuudessa sekä käytännön ratkaisutoiminnassa kiistanalaista, eikä myöskään suomalaisessa tutkimuksessa asiasta vallitse yksimielisyyttä.²⁴⁸

Lienee epätodennäköistä, että edellä mainitut varjojohtajan kriteerit täyttyisivät pörssiyrityksen johdon ja aktivistisijoittajan välillä. Varsinkin kriteeri ”on tottunut olemaan käyttämättä omaa harkintakykyään” voinee täytyä vain äärimmäisen harvoin. Ottaen huomioon aktivistisijoittajan varjojohtajuusskenaarion epätodennäköisyys, ei tässä tutkimuksessa paneuduta tämän syvällisemmin aiheeseen. On siis tyydyttävä toteamaan, että mikäli aktivistisijoittajaa pidettäisiin kohdeyrityksen varjojohtajana, on epäselvää, sovelletaanko kaikkia osakeyrityksen johdon velvollisuuksia täysimittaisesti myös aktivistiin. Kysymys varjojohtajan lojaliteettivelvollisuudesta jää siten tulevan tutkimuksen selvitettäväksi.

²⁴⁶ Varjojohtajuuden sukulaisuusilmiö on *de facto -johtajuus*. De facto -johtaja ei kuitenkaan pelkästään vaikuta taustalla de jure -johdon päätöksentekoon, vaan toimii kuten varsinainen johtaja ja myös väittää olevansa yhtiön johtaja, vaikkei de facto -johtajaa tällaiseen positioon ikinä ole oikeudellisesti valittu. Ks. de facto -johtajan määritelmästä Britanniassa *Re Hydrodam (Corby) Ltd* (1994) BCC 161: “[A] person who assumes to act as a director. He is held out as a director by the company, claims and purports to be a director, although never actually or validly appointed as such.” Myös Suomen osakeyhtiölakia koskevassa hallituksen esityksessä viitataan mitä ilmeisimmin de facto -johtajiin puhuttaessa yhtiön tosiasiallisesta johdosta: ”Kysymys siitä, ketä on pidettävä pykälässä tarkoitettuna johtoon kuuluvana henkilönä, ratkaistaan viime kädessä sen perusteella, kuka tosiasiallisesti on valittu hoitamaan kyseistä tehtävää” (HE 109/2005 vp, s. 194). Määritelmien valossa aktivistisijoittajaa ei voida yhtiön de facto -johtajana pitää. De facto -johtajuus liittyy usein enemmän rekisterimerkintärikoksiin sekä muihin vastaaviin tilanteisiin, joissa henkilö, jota ei ole ilmoitettu kaupparekisteriin toimii yhtiön johtajana (ks. esimerkiksi KKO 2004:88).

²⁴⁷ *Re Hydrodam (Corby) Ltd* (1994) BCC 161.

²⁴⁸ Ks. Ruohosen tiivistelmä suhtautumisesta varjojohtajan velvollisuuksiin Suomessa ja Ruotsissa (Ruohonen 2019, s. 10) sekä Britannian osalta esimerkiksi Moore 2016, s. 330–334.

4.4 Lojaliteettivelvollisuuden asettaminen aktivistisijoittajalle vähemmistöosakkeenomistajana

4.4.1 Yleislausekkeen ongelmallisuus lojaliteettivelvollisuuden pohjana

Edeltävissä luvuissa on arvioitu aktivistisijoittajan lojaliteettivelvollisuuden ennakoedellytyksiä eli mahdollisuutta asettaa velvollisuuksia osakkeenomistajille, sekä uudenlaista tapaa hahmottaa vallankäyttö osakeyhtiössä. Käsillä olevassa luvussa tutkimus puolestaan saavuttaa lainopillisen zeniittinsä, kun arvioidaan, salliiko Suomen osakeyhtiölaki lojaliteettivelvollisuuden asettamisen aktivistisijoittajalle vähemmistöomistajana. Kiinnostuksen kohteena tässä on ensisijaisesti OYL 1:7:n toisen virkkeen yleislauseke, jonka mukaan ”[y]htiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.” Kotimaisessa kirjallisuudessa osakkeenomistajan lojaliteettivelvoite on johdettu nimenomaan yleislausekkeesta, eikä muitakaan varteenotettavia säännöskandidaatteja velvollisuuden pohjaksi osakeyhtiölaista löydy.²⁴⁹ Arvioitaessa lojaliteettivelvollisuutta keinona puuttua aktivistisijoittajan arveluttaviin toimiin, ei yleislauseke kuitenkaan ole lainkaan saumaton perusta lojaliteettivelvollisuudelle. Ongelmia aktivistisijoittajien toimintatapoihin puuttuessa aiheuttaa niin yleislausekkeen aineellinen, kuin henkilöllinenkin soveltamisala.

Ensinnäkin pulmallinen on yleislausekkeen kielto tuottaa *epäoikeutettua etua*. On nimittäin huomattava, etteivät aktivistin epäreiluimmatkaan toimet välttämättä tuota osakeyhtiölain tarkoittamaa epäoikeutettua etua kenellekään. Mikäli lojaliteettivelvollisuudella pyritään esimerkiksi puuttumaan aktivistisijoittajan toiminnan liialliseen lyhytkatseisuuteen, on kyse ennemminkin jostakin abstraktimmasta makroekonomisesta tehottomuudesta.²⁵⁰ Toinen kompastuskivi on lausekkeen henkilöllinen ulottuvuus. Yleislauseke velvoittaa nimittäin johdon lisäksi *yhtiökokousta*, mutta voidaanko maininnan yhtiökokouksesta katsoa kattavan myös aktivistisijoittajan kaltaisen vähemmistöomistajan toimet niin yhtiökokouksessa kuin sen ulkopuolellakin? Aktivistisijoittajan vahingonkorvausvelvollisuus toki aktualisoituu ilman lojaliteettivelvollisuuttakin, mikäli se on yhtiökokouksessa myötävaikuttanut

²⁴⁹ Ks. edellä luku 2.3.2.

²⁵⁰ Ks. jäljempänä luvut 5.2 ja 5.4.2.

osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaiseen päätökseen. Tällöin aktivisti on kuitenkin toiminut vain osakeyhtiölain vahingonkorvaussäännösten tarkoittamalla tavalla *osana yhtiökokousta*, eikä yleislausekkeen merkitysisällössä samastu yhtiökokoukseen, kuten esimerkiksi yksinomaista määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja.

Tästä päästäänkin ympäri täysi ongelmien kehä: aktivistisijoittajan toimenpiteet eivät riko yleislauseketta, mutta eivät myöskään muita osakeyhtiölain säännöksiä tai yhtiöjärjestystä. Osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevan OYL 22:2.1:n mukaan puolestaan ”[o]sakkeenomistajan on korvattava vahinko, jonka hän on myötävaikuttamalla **tämän lain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen** tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, toiselle osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle.” Lienee hyvin harvinaista, että aktivistisijoittaja rikkoisi toiminnallaan yhtiöjärjestystä tai osakeyhtiölain yksityiskohtaisia normeja. Muiden osakkeenomistajien tavoin, yleisin aktivistisijoittajan vahingonkorvausvastuun perustava seikka olisi oletettavasti OYL 1:7 rikkominen.²⁵¹ Mutta kuten edellä on juuri esitetty, aktivistisijoittajien toimet eivät yleensä riko myöskään kyseistä pykälää, mikäli säännökselle annetaan sille nykyisin vakiintunut merkitysisältö.

Tämän ongelmallisuuden ratkaisemiseksi on pohdittava mahdollisuutta johtaa lojaliteettivelvollisuus osakkeenomistajalle yleislausekkeen laajentavalla ja aikaisemmasta poikkeavalla laintulkinnalla. Jos nimittäin lojaliteettivelvollisuus sisältyisi yleislausekkeeseen, tällöin myös aktivistisijoittajien toimet jäisivät vahingonkorvausvastuun kouriin sen rikkomisen perusteella.

²⁵¹ Mähönen – Villa 2019, s. 642.

4.4.2 Laajentava tulkinta

4.4.2.1 Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus

Yleislausekkeen henkilölliseen ongelmaan eli yhtiökokouksen määritelmään voidaan ensinnäkin pyrkiä puuttumaan osakkeenomistajan määräysvallan kautta. Kyseessä olisi siis osittain sama argumentaatiolinja kuin mitä kotimaisessa sekä kansainvälisessä kirjallisuudessa on jo nyt esitetty osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden osalta. Kotimaisessa kirjallisuudessa ensimmäisinä Mähönen ja Villa ovat esittäneet, että yleislausekkeen perusteella myös määrävällä osakkeenomistajalla on samankaltaisia fidusiaarivelvollisuuksia kuin yhtiön johdolla, sillä yleislauseke velvoittaa niin ikään yhtiökokousta. Määräävä osakkeenomistaja voi puolestaan valtansa turvin sanella yhtiökokouksen yksinkertaisten enemmistöpäätösten äänestystuloksen.²⁵² Näin määräysvaltaomistaja toimii yhteisestä yhtiövarallisuudesta päättävänä agenttina muita osakkeenomistajia kohtaan, jolloin myös lojaliteettivelvollisuuden asettaminen määräysvaltaomistajalle olisi perusteltua.

Edeltävien vallankäyttöpohdintojen mukaisesti olisi määräysvallan käsite osakeyhtiössä hahmotettava melko radikaalisti uudelleen, jotta aktivistisijoittajan voisi sanoa käyttävän määräysvaltaa kohdeyhtiössä ja siten samastuvan yhtiökokoukseen. Mikäli tällaiseen tulkintaan kuitenkin tapauskohtaisesti päädytään, voitaisiin aktivistisijoittajalle asettaa lojaliteettivelvollisuus OYL 1:7:n yhtiökokousta velvoittavan kiellon pohjalta. Tulkinta, jonka mukaan aktivistisijoittajalla olisi vähemmistöasemastaan huolimatta ainakin ad hoc -määräysvalta kohdeyhtiössä, edustaisi kylläkin hyvin päämies-agentti -orientoitunutta tulkintaa laista ja olisi siten linjassa nykyisin vallitsevan oikeustaloustieteellisesti painottuneen yhtiöoikeuden tulkintatradition kanssa.²⁵³ Aktivistin toiminnan ei olisi välttämättä tapahduttava itse yhtiökokouksessa, sillä osakeyhtiölakia koskevassa hallituksen esityksessä on todettu, että osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuus voi

²⁵² Mähönen – Villa 2015, s. 414.

²⁵³ Niin kotimaiselle, kuin kansainvälisellekin yhtiöoikeustutkimukselle on viime vuosikymmenet ollut tyypillistä oikeustaloustieteellinen pohjavire, ja kyseinen lähestymistapa näkyy vahvasti myös vuoden 2006 osakeyhtiölain perusteluissa (Pönkä 2014, s. 66, Mähönen – Villa 2015, s. 51).

aktualisoitua myös tilanteessa, jossa määräysvaltaa käyttävä omistaja yhtiökokouksen ulkopuolella painostaa yhtiön johtoa osakeyhtiölain vastaiseen toimintaan.²⁵⁴

4.4.2.2 Yleinen lojaliteettivelvollisuus

Lojaliteettivelvollisuuden luominen määräysvallan käsitteen kautta kuitenkin ratkaisisi ainoastaan yleislausekkeen henkilölliseen ulottuvuuteen liittyvän tulkintaongelman, auttamatta lainkaan aktivistisijoittajien toimien kohdalla ongelmallisen epäoikeutetun edun käsitteen kanssa. Lisäksi yleislausekkeen henkilöllinen ulottuvuuskin todennäköisesti ratkaisisi tällä tulkinnalla ainoastaan niissä harvoissa tapauksissa, joissa aktivistisijoittajalla on poikkeuksellisen voimakas ote kohdeyhtiöstä. Siksi tutkimuksessa suunnataankin tästä lähtien katse mahdollisuuteen luoda kaikkia osakkeenomistajia koskeva *yleinen lojaliteettivelvollisuus*.

OYL 1:7:n yleislausekkeen tulkintaa olisi venytettävä melkoisesti, jotta se soveltuisi tämän yleisen lojaliteettivelvollisuuden perusteeksi. Ensinnäkin yleislausekkeen maininnan yhtiökokouksesta tulisi siis kattaa myös vähemmistöomistajan vaikuttaminen yhtiön asioihin niin itse yhtiökokouksessa kuin sen ulkopuolellakin.²⁵⁵ Lisäksi, jotta OYL 1:7:stä voitaisiin johtaa käyttökelpoinen lojaliteettivelvollisuus myös aktivistisijoittajia ajatellen, olisi epäoikeutetun edun tuottamisen tulkittava tarkoittavan melko laajaa skaalaa erinäisiä moraalisesti kyseenalaisia toimenpiteitä, jotka eivät välttämättä pykälän vakiintuneen tulkinnan mukaisesti tuottaisi varsinaisesti epäoikeutettua etua kenellekään.

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle ei siis saada juurikaan tukea osakeyhtiölaista, eikä mitään osakkeenomistajan lojaliteettiin viittaavaa löydy myöskään osakeyhtiölakia koskevasta hallituksen esityksestä, tai suomalaisesta oikeuskäytännöstä. Yleisen lojaliteettivelvollisuuden asettaminen yleislausekkeen perusteella voidaankin siten nähdä *contra legem* -tulkintana. On kuitenkin vielä tutkittava, olisiko lojaliteettivelvollisuuden luovalle tulkinnalle parempia perusteita yhtiöoikeuden laajemmassa kontekstissa.

²⁵⁴ HE 109/2005 vp, s. 196.

²⁵⁵ Yhtiökokouksen ulkopuolella vaikuttaminen on tosin mainittu hallituksen esityksessä ainakin määrävän osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuun perusteena, joten tältä osin uudelleentulkinnan ei tarvitsisi olla kovinkaan radikaalisti erilainen (HE 109/2005 vp, s. 196).

Perusteita lojaliteettivelvollisuudelle voitaisiin ensinnäkin yrittää löytää osakeyhtiöoikeuden yleisistä periaatteista, sillä voimassaolevaa osakeyhtiölakia voimakkaasti määrittävä piirre on lain ensimmäiseen lukuun koottujen, yhtiön toiminnan kannalta keskeisten periaatteiden merkittävä rooli.²⁵⁶ Lain tulkinnassa periaatteet saavat sitä suuremman merkityksen, mitä heikommin yksityiskohtaiset säännökset normittavat tiettyä kysymystä.²⁵⁷ Kovin vahvaa tukea lain yleisistä periaatteistakaan ei lojaliteettivelvollisuudelle tosin saada, sillä mikään periaatteista ei OYL 1:7:n yleislauseketta lukuunottamatta viittaa osakkeenomistajan yleiseen lojaliteettiin päinkään. OYL 1:7 taas koskee nimensä mukaisesti osakkeenomistajien välistä yhdenvertaisuutta. Pykälän sanamuodosta on vasta kirjallisuudessa johdettu (kiistanalainen) lojaliteettivelvoite määräävälle osakkeenomistajalle, joten OYL 1:7 ilmentää lojaliteettivelvollisuutta vasta selkeän toissijaisesti yhdenvertaisuuteen nähden, jos ollenkaan.²⁵⁸

Toisaalta tarkastellessa hyvin muuttumattomana pysyneen OYL 1:7:n lainsäädäntöhistoriaa ja alkuperäistä tarkoitusta, voidaan luvussa 2.3.2.2 esitetyn mukaisesti todeta yleislausekkeen tarkoituksena alun perin olleen myös jonkinasteisen osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden asettaminen. Hieman epäselväksi kuitenkin jää, mihin yleislausekkeen Suomeen tuonut Cederberg on yleisen lojaliteettivelvollisuutensa lausekkeen sanamuodossa perustanut. Voikin olla, että osakkeenomistajien lojaliteettivelvollisuus oli Cederbergille yleislausekkeen sanamuodosta irrallinen yleinen periaate.

Tulkinnassa on voitava ottaa huomioon myös oikeudenmukaisuusnäkökohdat, sekä lainsoveltamisen reaali maailman taloudelliset seuraukset.²⁵⁹ Nämä taas saattaisivat puoltaa mahdollisuutta puuttua lojaliteettivelvollisuuden avulla aktivistisijoittajien vahingollisiin toimintatapoihin. Lisäksi jonkinlaista painoarvoa voitaisiin antaa hallituksen esityksen maininnalle yhtiön toimintaympäristön muutoksista. Esitystä suoraan lainaten,

²⁵⁶ HE 109/2005 vp, s. 36, Mähönen – Villa 2015, s. 52.

²⁵⁷ HE 109/2005 vp, s. 37.

²⁵⁸ Ks. edellä luku 2.3.2.3.

²⁵⁹ Oikeudellisten valintojen empiirisiä ja taloudellisia, käytännön seurauksia painottavassa tulkintatraditiossa ei suinkaan olisi kyse mistään uudesta ja mullistavasta suuntauksesta, sillä nykyisen oikeustaloustieteellisesti orientoituneen tulkinnan lisäksi näihin seikkoihin keskityttiin myös 1940–1960 lukujen skandinaavisesta realismista vaikutteita saaneessa suomalaisessa yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa. (Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 45–46, Pönkä 2014, s. 64–65.)

”periaatteiden tulkintaa ohjaava vaikutus on suuri yhtiöiden toimintaympäristön muuttuessa niin, etteivät yksityiskohtaiset säännökset enää yksiselitteisesti ohjaa yhtiön osakkeenomistajien tai johdon toimenpiteitä.”²⁶⁰ Lojaliteettivelvollisuuden luova yleislausekkeen tulkinta olisikin linjassa tämän maininnan kanssa, sillä osakeyhtiölakia valmisteltaessa 2000-luvun alussa tuskin osattiin ajatella vähemmistöosuuden omistavia aktivistisijoittajia tarpeellisena sääntelykohteena. Kovaa vauhtia muuttuvalle taloudelliselle pelikentälle nousee uudenlaisia toimijoita nopeammin kuin lainsäädäntö niihin ehtii reagoida. Tämän vuoksi, kuten hallituksen esityksessäkin on huomioitu, ei uudenlaisissa ongelmatilanteissa ole tarkoituksenmukaista tarrautua itsepäisesti lain sanamuotoihin.

Vielä on huomautettava, että jonkinlaista tukea ajatukselle vähemmistöomistajan lojaliteettivelvollisuudesta voidaan saada Yhdysvaltojen oikeuskirjallisuudesta, jossa ainakin *Hetherington* sekä laajemmin *Anabtawi* ja *Stout* ovat esittäneet, ettei lojaliteettivelvollisuuden tarvitsisi rajautua ainoastaan suljettuihin pienyhtiöihin ja määrääviin osakkeenomistajiin, vaan velvollisuus voitaisiin asettaa myös vähemmistölle suuryhtiössä.²⁶¹ Samantyylinen kanta on omaksuttu myös Massachusettsin korkeimman oikeuden ratkaisussa *Donahue v. Rodd Electrotypes Co.*²⁶² Yhdysvaltojen oikeuskirjallisuus tai -käytäntö ei tietenkään perinteisessä luokittelussa ole painoarvoltaan edes sallittu oikeuslähde, mutta vuoden 2006 osakeyhtiölaki pohjautuu kuitenkin esimerkiksi johdon fidusiaarivelvollisuuksien osalta amerikkalaiseen malliin, joten jonkinlaista argumentointia tukevaa arvoa näilläkin lähteillä saattaa olla.²⁶³ Täysin uniikki ja ennenkuulumaton ajatus vähemmistöomistajan lojaliteetista ei siis myöskään olisi.

Lojaliteettivelvollisuuden ja OYL 1:7:n sanamuodon heikon yhteensopivuuden vuoksi voidaan kuitenkin vielä miettiä, onko lainkaan tarpeellista johtaa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta yleislausekkeesta vai voitaisiinko kaikkien osakkeenomistajien

²⁶⁰ HE 109/2005 vp, s. 37.

²⁶¹ *Anabtawi – Stout* 2008, *Hetherington* 1972. *Hetherington* kirjoittaa lähtökohtaisesti pienistä *close corporation* -yhtiöistä, mutta huomauttaa kuitenkin seuraavaa: “*It is arguable that the discussion in the text of a duty of loyalty for minority shareholders should not and need not be limited to closely held corporations. The discussion is limited to the close corporation because the problem of the obstructive minority is most likely to arise in corporations in which the shares are closely held and management is associated with and directly responsible to a majority faction of shareholders.*”

²⁶² 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975). Ks. myös edellä luku 2.3.1.

²⁶³ Aarnio 1989, 220–221.

yleinen lojaliteetti nähdä osakeyhtiölain pykälistä täysin itsenäisenä oikeusperiaatteena. Näin on asian laita esimerkiksi Saksassa, jossa ovat erikseen voimassa yleinen periaate osakkeenomistajan lojaliteetista, sekä Suomen yleislauseketta vastaava lain yksityiskohtainen kielto tuottaa epäoikeutettua etua vain tietyille osakkeenomistajalle.²⁶⁴

Yleisen periaatteen tunnustamisella päästäisiin eroon kiperistä tulkintaongelmista. Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ei voida kuitenkaan vielä nykyisin sanoa olevan ainakaan kiistaton osa Suomen yhtiöoikeutta, mutta toisaalta lojaliteettivelvollisuus ei myöskään ole Suomessa täysin tuntematon. Yleinen periaate saattaisi tosin aiheuttaa ongelmia vahingonkorvauskanteiden yhteydessä. Jos lojaliteettivelvollisuus luokitellaan osakeyhtiölaista irralliseksi oikeusperiaatteeksi, ei tämän periaatteen rikkominen välttämättä riitä perustamaan OYL 22:2:n mukaista vahingonkorvausvelvollisuutta, sillä lojaliteetin rikkominen ei merkitsisi osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomista. Siksi on pidettävä auki myös mahdollisuus lainsäädäntömuutoksille.

De lege ferenda, osakkeenomistajan yleistä lojaliteettivelvollisuutta koskevan oman pykälän säätäminen olisikin selkein tapa luoda kyseinen velvollisuus. Ratkaisu poistaisi yleislausekkeen tulkintaristiriitaisuudet, eikä koko velvollisuuden olemassaolon tarvitsisi nojata epämääräisiin oikeusperiaatteen syntymisen kriteereihin. Lisäksi vahingonkorvauskanteiden yhteydessä ei olisi epäselvyyttä siitä, mitä osakeyhtiölain säännöstä on mahdollisesti rikottu ja pykälä mahdollistaisi tehokkaan puuttumisen aktivistisijoittajien arveluttaviin toimintatapoihin. Laaja yleisperiaate olisi myös suotava sääntelymuoto, sillä aktivistisijoittajien haitallisiin toimiin puuttuvat yksityiskohtaiset kiellot todennäköisesti johtaisivat lähinnä näiden kieltojen kiertämiseen ja uusien, entistä kekseliäämpien toimintatapojen käyttöönottoon.²⁶⁵ Oikeuspoliittisesti osakkeenomistajan yleisestä lojaliteettivelvollisuudesta säätäminen kuitenkin tuskin on yhtiöoikeuden polttavimpia kysymyksiä. Tässäkään ei siten elätellä harhakuvitelmia siitä, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta oltaisiin lähiaikoina lisäämässä osakeyhtiölakiin, vaan tutkimus on ennemmin kirjoitettu ennakollisesta näkökulmasta. Jos

²⁶⁴ Laine 2012, s. 95.

²⁶⁵ Peruste olisi siis tässä sama kuin Cederbergillä aikanaan yleislausekkeen käyttöönoton kanssa (ks. edellä luku 2.3.2.2).

tulevaisuudessa haitallisten aktivisti-iskujen määrä lähtee huolestuttavaan kasvuun, saattaa myös lojaliteettivelvollisuudesta nimenomaisesti säätäminen tulla ajankohtaisemmaksi.

4.4.2.3 Yhteenvetoa

Yhteenvetona voidaan todeta, että lojaliteettivelvollisuus voitaisiin rakentaa aktivistisijoittajalle neljällä eri tavalla:

1. Määräysvallan kautta;
2. nykymuotoisen yleislausekkeen laajentavalla tulkinnalla;
3. yleisenä, osakeyhtiölain sanamuodosta erillisenä oikeusperiaatteena; tai
4. muuttamalla osakeyhtiölakia niin, että laissa säädettäisiin nimenomaisesti osakkeenomistajan yleisestä lojaliteettivelvollisuudesta.

Ensimmäinen vaihtoehto olisi ainakin jossain määrin sopusoinnussa tähän asti oikeuskirjallisuudessa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta esitetyn kanssa, mutta ei kykenisi vastaamaan aktivistisijoittamisen luomiin ongelmiin riittävän hyvin. Laajentavan tulkinnan kautta lojaliteettivelvollisuuden luominen edellyttäisi jopa *contra legem* -tulkintaa yleislausekkeesta, mutta tämän voitaisiin kuitenkin katsoa olevan niukasti hyväksyttävää yleislausekkeen historiallista taustaa ja lainsoveltamisen reaali maailman vaikutuksia korostaen. Lojaliteettivelvollisuus omana yleisenä oikeusperiaatteenaan taas poistaisi tulkintaongelmat ja vastaisi esimerkiksi Saksan oikeustilaa, mutta saattaisi aiheuttaa ongelmia vahingonkorvausvaatimusten esittämisessä. Paras vaihtoehto olisikin osakkeenomistajan yleisestä lojaliteettivelvollisuudesta nimenomaisesti osakeyhtiölaissa säätäminen.

5. Osakkeenomistajan yleinen lojaliteettivelvollisuus

5.1 Velvollisuuden sisältö

Kun edellisessä luvussa keskityttiin arvioimaan, voidaanko aktivistisijoittajalle asettaa lojaliteettivelvollisuutta, on tämän luvun tarkoituksena vastata toiseen sekä kolmanteen tutkimuskysymykseen, eli mikä olisi osakkeenomistajalle asetettavan lojaliteettivelvollisuuden sisältö, ja voidaanko sillä puuttua onnistuneesti tässä tutkimuksessa esille tuotuihin aktivistisijoittajien haitallisimpiin toimintatapoihin.

Jo käytännön syistä ja oikeuspoliittisista näkökannoista seuraa, ettei kaikkien osakkeenomistajien yleinen lojaliteettivelvollisuus voi olla yhtä intensiivinen kuin osakeyhtiön johdolle asetettava vastaava velvollisuus. Osakeomistus ei yksinkertaisesti olisi houkutteleva sijoitusmuoto, mikäli se toisi mukanaan velvollisuuden toimia aina altruistisesti kaikkien muiden osakkeenomistajien hyväksi. Aktivistisijoittajien haitallisiin toimintatapoihin puuttuminen edellyttää kuitenkin enemmän kuin epämääräinen oikeuksien väärinkäytön kieltä, jonka paikkana oikeusjärjestyksessä on torjua vielä moitittavampia toimintatapoja. Jos oikeuksien väärinkäytön kieltä määritellään oikeuksien käyttämiseksi tavoitteen saavuttamiseksi, joka ei ole sopuosoinnussa kyseisen oikeuden taustalla olevien arvokäsitysten kanssa, on kyseinen periaate melko hampaaton aktivistisijoittajien äärimmäisen itsekkyyden edessä.²⁶⁶ Itsekkyysoikeus ja taloudellisen voiton tavoittelemisen osakkeenomistajalle itselleen kun ovat osakeyhtiöoikeuden ja koko markkinatalouden kivijalkoja.

Siksipä osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden sisällöksi ehdotetaan tässä Saksan yhtiöoikeudesta sekä sopimusosoikeudellisesta lojaliteettivelvollisuudesta vaikutteita saanutta velvollisuutta ottaa muiden osakkeenomistajien ja sidosryhmien kohtuulliset odotukset huomioon. Kaikilla osakkeenomistajilla olisi velvollisuus huomioida kanssaomistajien ja sidosryhmien kohtuullinen oletus yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden rationaalisesta tavoittelusta sekä eettisten standardien noudattamisesta. Kyseessä ei olisi positiivinen velvollisuus toimia aktiivisesti muiden omistajien hyväksi, vaan selvästi negatiivinen velvoite pidättäytyä toimintatavoista, joiden osakkeenomistajan on ymmärrettävä tuottavan selkeää haittaa yhtiön muille omistajille tai sidosryhmille.

²⁶⁶ Ks. edellä luku 2.4.

Vaikka lojaliteettivelvollisuutta on edellä rakenneltu nimenomaan aktivistisijoittajia silmällä pitäen, ei kyseessä olisi ainoastaan tiettyä prosenttiosuutta hallinnoivia omistajia tai pelkästään aktivistisijoittajia velvoittava periaate, vaan lojaliteettivaatimus kohdistuisi periaatteessa kaikkiin osakkeenomistajiin yhdenvertaisesti. Käytännössä periaatteella voisi kuitenkin olla merkitystä lähinnä sellaisten omistajien toiminnassa, jotka pystyvät vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon enemmän kuin marginaalisesti, sillä yksityishenkilöpiensijoittajilta ei voida edellyttää sellaista perehtyneisyyttä yhtiön asioihin, että heiltä olisi kohtuullista vaatia vahingonkorvausta esimerkiksi lojaliteettivelvollisuuden vastaisen yhtiökokouspäätöksen puolesta äänestämisen nojalla.²⁶⁷

Luvussa 2.4 käsitellyn sopimusoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden komponenteista jäisivät siis jäljelle velvollisuus ottaa huomioon ”sopimuskumppaneiden” kohtuulliset odotukset, sekä osakkeenomistajan toiminnan eettinen puolustettavuus.²⁶⁸ Kyseessä olisi kuitenkin sopimusoikeudellista lojaliteettia kevyempi velvollisuus, johon ei kuuluisi esimerkiksi velvollisuutta valvoa yhtiökumppanin intressien toteutumista aktiivisesti. Kytkeä juuri sopimusoikeudelliseen lojaliteettiin olisi sopusoinnussa sen kanssa, että nyky-yhtiöoikeustieteessä vallalla olevassa sopimusverkkoajattelussa yhtiön eri intressitahojen väliset suhteet nähdään korostuneen sopimuksellisina.²⁶⁹ Merkitystä voidaan antaa myös yhtiön toiminnan perustana olevalle ”yhtiösopimukselle”. Kuten Laine esittää, ”[o]sakkeenomistajien keskinäinen ja yhtiöön kohdistuva lojaliteettivelvollisuus voisikin perustua osakkeenomistajien välille hahmotetun – sinänsä vertauskuvallisen – »yhtiösopimuksen» edellyttämään uskollisuuteen yhteistä tarkoitusta kohtaan. Onhan saksalaisessakin yhtiöoikeudessa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden katsottu johtuvan viime kädessä perustajaosakkeenomistajien välisestä yhtiön perustamissopimuksesta.”²⁷⁰

²⁶⁷ Savela 2015, s. 205–206, Mähönen – Villa 2019, s. 642.

²⁶⁸ Ks. edellä sivut 26–27. Tässä voitaisiin viitata myös luvussa 2.3.1 esille tuotuun, Yhdysvalloissa sovellettuun velvollisuuteen toimia reilusti kanssaoimistajia kohtaan (*duty to act fairly*). ”Reiluuden” määrittäminen on kuitenkin aiheuttanut harmaita hiuksia Yhdysvaltojen myöhemmässä oikeuskäytännössä, joten sen tuominen osaksi lojaliteetin määritelmää tarkoittaisi tarvetta määritellä lojaliteetin lisäksi reiluuden tarkempi merkitys (ks. Ragazzo 1999, s. 1105).

²⁶⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 180.

²⁷⁰ Laine 2012, s. 101.

Velvollisuus vaatisi kumppanikseen luonnollisesti jonkinasteista merkittävyysarviointia, niin että lojaliteettivelvollisuudella voitaisiin puuttua vain vaikutuksiltaan tietyn taloudellisen kynnyksen ylittäviin toimiin. Mitään yleispätevää sääntöä siitä milloin osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta olisi sovellettava ei voida esittää, vaan kyse on oltava tapauskohtaisesta harkinnasta. Lojaliteettivelvollisuuden rikkominen perustuisi nykyisen yleislausekkeen tavoin toimintaan yhtiökokouksessa, taikka johdon painostamiseen kokousmenettelyn ulkopuolella. Standardiseuraus lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta olisi oltava vahingonkorvauksen suorittaminen, sillä kyseenalaisten transaktioiden peruuttaminen jälkikäteen lienee useimmiten käytännöllisesti katsoen mahdotonta tai vähintäänkin äärimmäisen hankalaa. Vahinkoa kärsineen osakkeenomistajan olisi mahdollista ajaa tapauksesta riippuen kannetta omaan lukuunsa taikka derivatiivista kannetta yhtiön hyväksi.²⁷¹ Vahinkoa kärsineillä ulkopuolisella sidosryhmällä olisi puolestaan vahingon kärsijänä yleinen kanneoikeus vaatia korvausta itselleen.²⁷²

Lojaliteettivelvollisuutta väitetysti rikkoneen osakkeenomistajan ei tietenkään tarvitsisi vain odottaa kyvyttömänä tuomiotaan. Lainaten Yhdysvalloissa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden yhteydessä jo nyt sovellettavaa *entire fairness* -testiä, vastaaja-osakkeenomistaja voisi todistaa toimineensa lojaalisti osoittamalla, että tietty transaktio on ollut sekä sisällöllisesti, että prosessuaalisesti kokonaisuutena hänen saavuttamastaan edusta huolimatta reilu.²⁷³ Mikäli kyse olisi yhtiön sidosryhmän edustajan nostamasta kanteesta, olisi vastaajan osoitettava, ettei väitettyä haittaa tai taloudellista menetystä ole tämän toiminnan seurauksena aiheutunut.

²⁷¹ Savela 2015, s. 266. Ehtona derivatiiviselle kanteelle olisi toki OYL 22:7:n mukaisesti se, että kantajilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista, tai osoitetaan, että vahingonkorvausvaatimuksen toteuttamatta jättäminen olisi OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista.

²⁷² OYL 22:2.1:n mukaan ”Osakkeenomistajan on korvattava vahinko, jonka hän on myötävaikuttamalla tämän lain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, toiselle osakkeenomistajalle tai **muulle henkilölle**.” Näin ollen loukattua sidosryhmää olisi pidettävä kyseisen momentin merkityksessä ”muuna henkilönä”, jotta vahingonkorvauksen vaatiminen osakeyhtiölain nojalla olisi mahdollista.

²⁷³ Ks. edellä luku 2.3.1.

5.2 Puuttuminen aktivistisijoittajien toimintatapoihin

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus olisi todennäköisesti hyödyllisimmillään luvussa 3.3.1 käsiteltyjen äärimmäisen itsekkäiden transaktioiden kitkemisessä. Mikäli aggressiivinen aktivistisijoittaja esimerkiksi lyhyeksimyynnin tai tyhjän äänestämisen avulla pyrkii hankkimaan itselleen etua vahingoittaen samalla kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien kohtuullisia odotuksia yhtiön toiminnan suunnasta, olisi tämä ideaalitalanne lojaliteettivelvollisuuden soveltamiseen. Kuten Hetherington esittää, on jokaisella osakkeenomistajalla oltava oikeus olettaa, etteivät yhtiön kanssaomistajat pyri tahallisesti vahingoittamaan tai hankaloittamaan yhtiön toimintaa.²⁷⁴ Useissa tämäntyyppisissä transaktioissa olisi myös todennäköisesti kyse luvussa 2.3.1 mainituista *self-dealing* -järjestelyistä, joihin on jo nyt suostuttu Yhdysvalloissa soveltamaan osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta. Vielä nykyisessä doktriinissa osakkeenomistajan itsekkyysoikeus sallisi Suomessa tällaisen toiminnan, sillä varsinkaan vähemmistöosakkeenomistajalla ei ole velvollisuutta ottaa huomioon muiden tahojen etuja kuin omansa.

Sen sijaan aktivistisijoittajien toiminnan liialliseen lyhytkatseisuuteen puuttuminen lojaliteettivelvollisuuden avulla ei ole yhtä suoraviivaista. Voidaan nimittäin huomauttaa, että jo vallitsevassa oikeustilassa lyhytkatseisuuden ongelmaan on yritetty puuttua yhtiön tarkoituksen määritelmän kautta. OYL 1:5:n mukaan yhtiön tarkoitus on lähtökohtaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille, ja lisäyksenä tähän hallituksen esityksessä on mainittu, että ”[s]äännös ei tarkoita velvollisuutta tuottaa mahdollisimman suurta määrää voitonjakokelpoisia varoja lyhyellä aikavälillä, vaan voiton tuottamista tarkastellaan pidemmällä tähtäyksellä.”²⁷⁵ Näkemys siitä, että yhtiön tarkoitus on nimenomaan pitkän aikavälin voitontuottamista on vakiintunut myös oikeuskirjallisuudessa.²⁷⁶

Näin ollen esimerkiksi aktivistisijoittajan yksittäistä massiivista voitonjakovaatimusta, joka pyrkii lyhyellä aikavälillä maksimoimaan osakkeenomistaja-arvon, voitaisiin pitää jo nyt osakeyhtiölain vastaisena, mikäli varojenjako vaarantaisi yhtiön pitkän aikavälin

²⁷⁴ Hetherington 1972, s. 946.

²⁷⁵ HE 109/2005 vp, s. 38.

²⁷⁶ Ks. esimerkiksi Pönkä 2013, s. 22, Airaksinen ym. 2018, s. 30, Mähönen – Villa 2015, s. 376.

toimintakyvyn.²⁷⁷ Oikeuskäytäntöä, jossa OYL 1:5:ää olisi sovellettu näin, ei kuitenkaan ole vielä olemassa, joten on kyseenalaista, millaisella innolla tuomioistuimet olisivat todellisuudessa valmiita julistamaan esimerkiksi tietyn varojenjaon osakeyhtiölain vastaiseksi lyhytkatseisuusperusteella.

Yhtiön tarkoitukseen ja samalla yhtiön etuun perustuvaa lyhytkatseisuuteen puuttumista leimaa kuitenkin vahva kytkös osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun. Kuten aikaisemmin mainittu, on yhtiön edun ymmärretty osakkeenomistajakeskeisessä yhtiöoikeudessamme samastuvan osakkeenomistajien kollektiiviseen etuun. Osakkeenomistajakeskeisestä ajattelusta kuitenkin seuraa, että esimerkiksi aktivistisijoittajan päätös lakkauttaa osa yhtiön toiminnoista lyhytnäköisen säästön perässä saatetaan todeta yhtiön osakkeen arvon pitkäaikaisenkin kehityksen kannalta hyväksyttäväksi, vaikka sen vaikutukset yhtiön työntekijöitä kohtaan olisivatkin katastrofaaliset. Muita sidosryhmiä kuin osakkeenomistajia loukkaavaa lyhytkatseista toimintaa kohtaan lojaliteettivelvollisuudella saattaisi siis olla käyttöä.

Ratkaisuksi muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien sortoon valtavirtaoikeustaloustiede on jo omasta takaa tosin esittänyt *valistuneen arvonmaksimoinnin* periaatetta. Tämän Michael Jensenin kehittämän ajatuksen mukaan yhtiö ei voi saavuttaa arvopapereilleen maksimaalista arvonnousua, mikäli se lyö laimin yhdenkään tärkeistä sidosryhmistään. Yhtiön tarkoituksena on ajatusmallissa edelleen tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen, mutta tämä tarkoitus ei toteudu optimaalisesti, mikäli yhtiö esimerkiksi hylkää työntekijöidensä hyvinvoinnin, paikallisyhteisöjen oikeudet tai ympäristölainsäädännön noudattamisen.²⁷⁸

Valistunut arvonmaksimointi onkin hyvä lähtökohta väärinkäytösten kitkemiselle, mutta luottaa kuitenkin liikaa yritysmaailman hyväntahtoisuuteen ja vapaaehtoisesti implementoitujen toimintatapojen tehokkuuteen. Otettaessa esimerkiksi vaikkapa ympäristön saastuttaminen, yhtiön osakkeenomistajille ympäristöä kuormittavasta investointipäätöksestä tuleva hyöty saattaa helposti olla monikymmenkertainen ympäristölainsäädännön nojalla maksettavaksi lankeavaan yhteisösakkoon verrattuna,

²⁷⁷ Airaksinen ym. 2018, s. 30.

²⁷⁸ Jensen 2001, s. 308. Ks. myös HE 109/2005 vp, s. 39.

jolloin insentiivi toimia valistuneen arvonmaksimoinnin periaatteiden mukaisesti jää vähäiseksi.²⁷⁹

Ympäristökysymyksistä, kuten muistakaan varsinaisten yhtiösuhteiden ulkopuolelle kuuluvista seikoista, ei ole katsottu tarpeenmukaiseksi säätää yhtiölaeilla, vaan tämä on jätetty kunkin alan oman lainsäädännön, kuten ympäristö- ja työlakien tehtäväksi.²⁸⁰ Esimerkiksi juuri ympäristölainsäädäntö on kuitenkin monin paikoin auttamattoman tehotonta, eikä ole kyennyt vastaamaan ihmiskunnan taipumukseen tuhota planeettaamme talouskasvun tieltä lainkaan.²⁸¹ Valistunut arvonmaksimointi antaa oikeustaloustieteelliselle osakeyhtiöoikeudelle tekosyyntä sulkea silmänsä muiden oikeudenalojen puolelle putoavilta ongelmilta ja elätellä harhakuvitelmia, joissa jokainen yhtiö toteuttaa yhteiskuntavastuunsa maksimaalisen tehokkaasti ja täysin vapaaehtoisesti.

Muun muassa ympäristön, paikallisyhteisöjen ja työntekijöiden suojaaminen sekä yleisesti maailmantalouden varjeleminen osakkeenomistajien liialliselta lyhytnäköisyydeltä edellyttävät edes jonkinasteisen suojamekanismin sisällyttämistä myös yhtiöoikeuteen. Tässä voisi olla sija osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle, joka velvoittaisi osakkeenomistajat ottamaan kohtuullisessa määrin huomioon myös yhtiön sidosryhmien sekä toimintaympäristön edun, ja siten pidättäytymään äärimmäisen lyhytkatseisista toimista, vaikka nämä olisivatkin perinteisen osakkeenomistajaorientoituneen yhtiön edun

²⁷⁹ Pönkä 2013, s. 27. Nykyisin onneksi myös ”vihreä” ja vastuullinen sijoittaminen ovat kovaa vauhtia suosiotaan kasvattavia investointimuotoja, joskin ilmiöstä antaa hieman harhaanjohtavan kuvan tähän kiinnitetty suhteettoman suuri huomio sekä suoranainen viherpesu (Richardson 2015, s. 272, A Review of Climate Action 100+ Company Disclosures on Industry Association Lobbying) On kylläkin totta, että aikaisempiin vuosikymmeniin verrattuna varsinkin suuryritysten on kiinnitettävä nykyisin valtavasti huomiota toimintansa vastuullisuusaspekteihin, mikäli ne mielivät pitää yllä siedettävää imagoa ja pärjätä markkinoilla.

²⁸⁰ Sjøfjell – Richardson 2015, s. 4–5.

²⁸¹ Ks. esimerkiksi Richardson 2011, Thomas 2001 ja Gillespie 2001. Realistisen karun kuvan maapallon heikkenevästä tilasta antaa esimerkiksi tämän tekstin kirjoittamishetkellä paljon puhuttanut IPCC:n ilmastonmuutosraportti Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change.

ja tarkoituksen määritelmien kanssa sopuinnussa. Lojaliteettivelvollisuus olisi siten keino saada osakkeenomistajat osallisiksi yrityksen *yhteiskuntavastuun* toteuttamiseen.²⁸²

Voitaisiin toki huomauttaa, että yhtiön sidosryhmien kuuluisi vaatia vahingonkorvausta muiden lakien kuin osakeyhtiölain perusteella. Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ideana sidosryhmien kohdalla olisi kuitenkin tuoda näille lisäsuojaa, tehottomaksi osoittautuneiden erityislakien rinnalla.²⁸³ Lojaliteettivelvollisuus voisi myös korjata ympäristö, työ- ym. lainsäädännön puutteellista kansainvälistä ulottuvuutta, sillä Suomeen rekisteröidyltä yhtiöltä voisi aina vaatia vahingonkorvausta Suomen yhtiöoikeuden rikkomisen nojalla.

Täyskommunitaariseen ajatteluun tässä ei tarvitsisi mennä, vaan yhtiön etu voisi edelleen tarkoittaa ensisijaisesti kaikkien osakkeenomistajien etua. Jensen kuitenkin esitteli valistuneen arvonmaksimoinnin teoriansa jo 20 vuotta sitten, eikä nykypäivään mennessä se, tai mikään muukaan individualistiliberaali yhtiöoikeudellinen teoria ole esimerkiksi edes hidastanut luonnonvarojen lyhytkatseista tuhlaamista.²⁸⁴ Ääriiberaaleista kaavoista olisi perusteltua hankkiutua edes sen verran eroon, että yhtiön sidosryhmät tuotaisiin toissijaisiksi yhtiön edun objekteiksi. Kuten *Sjåfjell* ym. ajatusta nimittävät, olisi tällaisessa mallissa kyseessä ns. *shareholder-driven pluralism*, jossa otettaisiin pluralistisesti huomioon kaikki yhtiön sidosryhmät, mutta etusija olisi edelleen osakkeenomistajien edulla.²⁸⁵

²⁸² Yritysten yhteiskuntavastuu on liian laaja aihe otettavaksi tässä lähempään tarkasteluun. Yhteiskuntavastuulle on mahdotonta esittää tarkkaa määritelmää, mutta suurpiirteisesti sillä viitataan yleensä ihmisoikeuksien, ympäristön, eettisten arvojen ja yhteiskunnan edun huomioon ottamiseen yrityksen päätöksenteossa (ks. yhteiskuntavastuun määritelmästä Carroll 2008). Ks. aiheesta yleisesti esimerkiksi Crane ym. 2008. Yrityksille asetettavan yhteiskuntavastuun oikeutuksesta ks. Toiviainen 2004. Toiviainen esittää (ennen vuoden 2006 osakeyhtiölain säätämistä) hieman vastaavaa ajatusta muotoiltuna siten, että yhtiön johdon lisäksi myös osakkeenomistajien on pyrittävä aktiivisesti edistämään yhtiön etua oman voitontavoittelunsa ohessa (Toiviainen 2004, s. 431). Argumentti ei kuitenkaan käsitteellisesti toimi enää nykyisen osakeyhtiölain kontekstissa, sillä asianomaisen hallituksen esityksen mukaan yhtiön etu tarkoittaa kaikkien osakkeenomistajien etua, joka puolestaan yhtiön tarkoituksen kautta samastuu voiton tuottamiseen osakkeenomistajille (HE 109/2005 vp, s. 38–39 ja 41).

²⁸³ Mähönen – Villa 2015, s. 333.

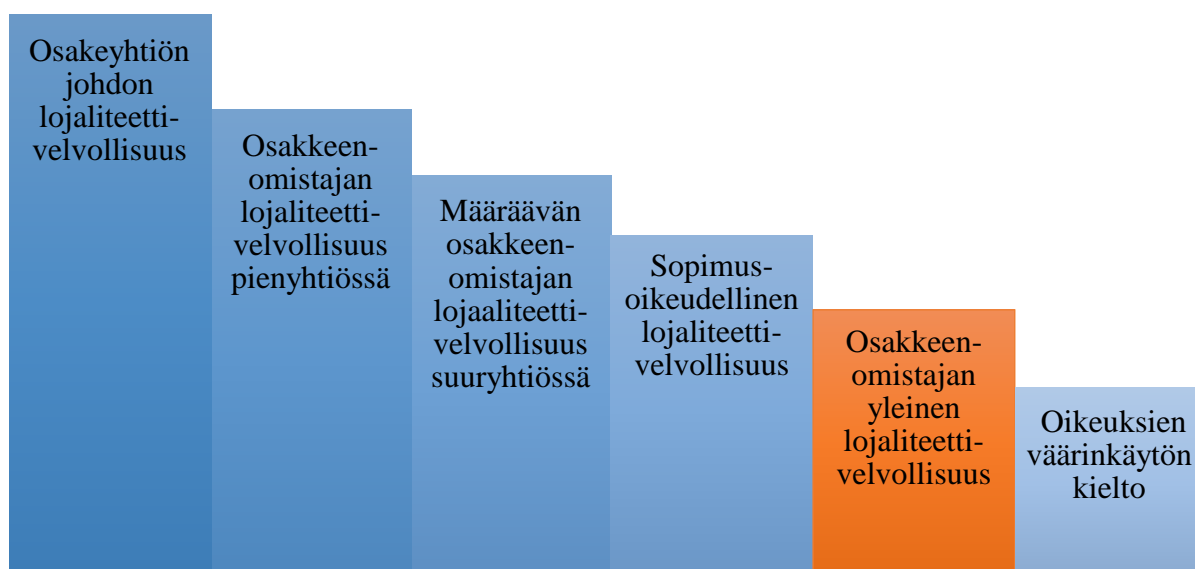
²⁸⁴ Ks. yleisesti aiheesta esimerkiksi Sjåfjell – Richardson 2015.

²⁸⁵ Sjåfjell ym. 2015, s. 144. Tässä yhteydessä vastalauseena edellä esitetylelle ajatukselle, jonka mukaan usean päämiehen edun tavoittelemine olisi tehotonta, voidaan huomauttaa, etteivät osakkeenomistajakaan

Ainakin ennen laajamittaisempia lainsäädäntöuudistuksia, osakkeenomistajien yleinen lojaliteettivelvollisuus voisi tarjota työkalun astetta sidosryhmäpainotteisemman ajatusmallin toteuttamiseen.

5.3 Yleisen lojaliteettivelvollisuuden taso

Edellisessä luvussa pohdittiin etenkin aktivistisijoittajia silmälläpitäen kehitellyn osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden sisältöä ja intensiteettiä. Kuten edellä on esitetty, olisi tämän velvollisuuden oltava tiukempi kuin pelkkä yleinen oikeuksien väärinkäytön kielto. Esitetty lojaliteettivelvollisuus lainaisi komponentteja sopimusoikeudellisesta lojaliteettivelvollisuudesta, mutta ei olisi yhtä tiukka esimerkiksi yhtiökumppaneiden edun aktiivisen valvomisen suhteen. Näin ollen tämä osakkeenomistajan yleinen lojaliteettivelvollisuus sijoittuisi luvussa 2.5 esitetyssä kuviossa oikeuksien väärinkäytön ja sopimusoikeudellisen lojaliteetin väliin.



Kuvio 2. Osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden taso.

muodosta yhtä, samoihin päämääriin pyrkivää, homogeenistä joukkoa. Yhtiön johto ei siten nykyisinkään aja tosiasiaa vain yhden intressitahon etua, mikä tekee koko argumentista varsin toimimattoman. Ks. tarkemmin jäljempänä luku 5.4.3.

5.4 Vastalauseita

5.4.1 Prosessuaaliset kysymykset

Edellä esitetyt ajatukset osakkeenomistajan yleisestä lojaliteettivelvollisuudesta eivät varmastikaan ole monelle vakiintuneemman yhtiöoikeusajattelun kannattajalle pureskelematta nieltäviä ehdotuksia. Siksi käsillä olevassa luvussa on pyritty vastaamaan isoimpiin vasta-argumentteihin, joita edellä esiteltyä osakkeenomistajan yleistä lojaliteettivelvollisuutta kohtaan voidaan esittää.

Ensinnäkin korkealentoiset pohdinnat osakeyhtiöinstituution tarkoituksesta saattavat jäädä jokseenkin merkityksettömiksi arkisten näyttökysymysten jaloissa. Tämä kritiikki voidaan kohdistaa ennen kaikkea lojaliteettivelvollisuuden rooliin pidemmän aikavälin osakkeenomistajien kustannuksella tapahtuvan lyhytkatseisen varojenjaon torjunnassa. Esimerkiksi aktivistisijoittajan vaatiman suuren yksittäisen varojenjaon jälkeen pitkään sijoitushorisonttiin sitoutuneen osakkeenomistajan olisi kyettävä todistamaan, että yhtiön arvo on laskenut, arvonlasku on johtunut tapahtuneesta varojenjaosta, ja että aktivisti on myynyt omistuksensa yhtiössä kärsimättä itse arvonlaskusta. Tämä saattaa luonnollisesti olla äärimmäisen vaikeaa näyttää toteen.²⁸⁶

Tosin kuten edellä mainittu, olisi tällaiseen transaktioon puuttuminen mahdollista ilman lojaliteettivelvollisuuttakin, yhtiön tarkoituksen määritelmän kautta. Lakiin jo implementoituna periaatteena yhtiön pitkän aikavälin voitontuottamiseen vetoaminen lieneekin ensisijainen keino puuttua mainitun kaltaiseen toimintaan.²⁸⁷ Näin lojaliteettivelvollisuuden toissijaisuus sekä todisteluongelmat merkitsevät, ettei velvollisuuden luonnollinen soveltamisala löydy muille osakkeenomistajille haitallisen lyhytkatseisuuden torjunnasta. Tältä osin kritiikkiin olisikin siis pääosin myönnyttävä ja todettava lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalan olevan enemmän intressikonfliktitransaktioissa sekä muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien suojaamisessa. Toisaalta voidaan ajatella, ettei pelkkä täytöntöönpanon hankaluus saa vaikuttaa oikeudellisen velvollisuuden sisältöön. Näin ollen jonkinlaista ennakollista

²⁸⁶ Anabtawi – Stout 2008, s. 1301.

²⁸⁷ Samat näyttöongelmat tosin tekevät lyhytkatseisuuteen puuttumisesta millään keinolla hankalaa.

periaatteellista arvoa lojaliteettivelvollisuudella voisi olla myös lyhytkatseisen varojenkäytön estämisessä.

Toinen mahdollinen prosessuaalinen älähdys lojaliteettivelvoitteen suhteen on, että uusi velvollisuus saattaisi lisätä oikeudenkäyntien ja vahingonkorvausvaatimusten määrää liiaksi.²⁸⁸ Suomen kaltaisella pienellä markkinalla, jossa tässä tutkimuksessa esiteltyjen väärinkäytösten määrä on ainakin toistaiseksi minimaalinen, jäänevät tällaiset huolet kuitenkin melko hypoteettiselle tasolle. Vaikka aktivistisijoittajien määrän lisääntyessä tulevaisuudessa riidanratkaisun tarve tällä saralla kasvaisikin suuremmaksi, ei oikeudenkäyntien määrän kasvamista itsessään pidä nähdä negatiivisena asiana, jos näillä aiheellisesti korjataan epäoikeudenmukaisuuksia ja puututaan epäeettiseen toimintaan. Voitaisiin myös esittää, että soveltamisalaltaan kohtuullisen avoin lojaliteettivelvollisuus tarjoaa yhtiön sisällä mahdollisuuden nostaa velvollisuuden rikkomiseen nojaten perusteettomia kanteita muita osakkeenomistajia vastaan vain kiusantekomielessä. Nykyinenkin oikeustila kuitenkin tarjonnee eri osapuolille lukuisia mahdollisuuksia esittää perusteettomia vaatimuksia, joten ei ole syytä uskoa, että lojaliteettivelvollisuuden tuominen osaksi yhtiöoikeutta tekisi juuri kyseisestä velvollisuudesta jatkuvien perusteettomien kanteiden ponnahduslautaa.

Pohdittaessa hedgefund-aktivistin vastuuta lojaliteettivelvollisuuden nojalla, tulee myös yhtiön hallituksen sekä passiivisempien defensiivisten aktivististien vastuu väistämättä esille. Riippumatta aktivistisijoittajan ehdotuksista ja aggressiivisista painostuskeinoista, yhtiön johto on kuitenkin edelleen se, joka lopulta vetää liipaisimesta ja päättää tietyn liiketoimen toteutuksesta. Samoin on laita yhtiökokouksen kanssa, sillä yhtiön johdon on kuitenkin aina toimeenpantava sen tekemät päätökset. Tämä tarkoittaa, että yhtiön johto on käytännössä aina osasyllinen lojaliteettivelvollisuuden rikkomiseen. Johdon toimenpiteitä arvioitaisiin normaalisti OYL 1:8:n mukaisesti johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden nojalla. Se, missä määrin yhtiön johto voisi tällaisessa tilanteessa piiloutua *business judgement rulen* taakse, tai onnistuneesti puolustautua väittämällä aktivistin painostaneen johtoa laittomasti, ei kuulu tämän tutkimuksen alaan. On siis kuitenkin huomattava, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta koskevan oikeudenkäynnin rinnalla olisi todennäköisesti ratkottava myös johdon vastuu asiassa.

²⁸⁸ Anabtawi – Stout 2008, s. 1303.

Lisäksi on huomattava, ettei kyseenalaisen aloitteen tehnyt aktivistisijoittaja välttämättä olisi ainoa lojaliteettivelvollisuuden rikkomisesta vastuullinen osakkeenomistaja, sillä aktivistin puolella olisi saattanut toimia myös muita osakkeenomistajia. Piensijoittajat voisivat kylläkin onnistuneesti vedota tietämättömyyteensä yhtiön asioista, mutta kuten mainittu, aktivistisijoittajat houkuttelevat esitystensä puolelle usein muita, astetta passiivisempia rahastoja, jotka eivät ammattimaisina sijoitusinstituutioina voisi piensijoittajan tavoin väittää olleensa tietämättömiä aktivistisijoittajan ehdotuksen vaikutuksista. Tämä toivottavasti kannustaisi myös passiivisempia rahastoja olemaan paremmin perillä kohdeyhtiöidensä asioista.

5.4.2 Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen

Vastalauseena lojaliteettivelvollisuutta kohtaan voidaan myös kysyä, eikö aktivistisijoittajan toimiin voitaisi puuttua yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla, joka tähänkin asti on ollut suomalaisen osakeyhtiöoikeuden ensisijainen tapa vastata osakkeenomistajien välisiin konflikteihin.²⁸⁹ Niin pitkän sijoitushorisontin osakkeenomistajille, kuin yhtiön sidosryhmillekin haitallisen lyhytkatseisuuden torjunnan osalta lienee selvää, ettei yhdenvertaisuusperiaatteella ole tässä sijaa. Lyhytnäköiset toimenpiteet kohdistuvat yhtä lailla kaikkiin osakkeenomistajiin, ja esimerkiksi pidempään omistusaikaan tähtäävän osakkeenomistajan henkilökohtainen mieltymys sijoitushorisontin pituudesta on subjektiivinen preferenssi, jollaista ei voida ottaa huomioon arvioitaessa yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomista.²⁹⁰ Yhdenvertaisuutta koskevan OYL 1:7:n sanamuodon perusteella on puolestaan selvää, että yhdenvertaisuusperiaate suojaa osakkeiden ja siten osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, joten osakkeenomistajakategorian ulkopuolelle kuuluvien sidosryhmien asemaan periaatteella ei voida puuttua.

Mutta entäpä yhdenvertaisuuden soveltaminen luvussa 3.3.1 käsiteltyihin intressikonfliktitransaktioihin tai muihin hedgefundien harjoittamiin erittäin itsekkäisiin toimintatapoihin? Yhdenvertaisuusperiaate suojaa osakkeenomistajien osakeyhtiölakiin sekä yhtiöjärjestykseen perustuvia odotuksia siitä, että samanlaiset osakkeet tuottavat

²⁸⁹ Esimerkiksi Savelan mukaan yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinnalla voidaan monilta osin poistaa tarve osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle (Savela 2010, s. 3–4).

²⁹⁰ Pönkä 2014, s. 257, Savela 2010, s. 14.

samoissa olosuhteissa samat oikeudet sekä velvollisuudet.²⁹¹ Oikeuskirjallisuudessa vakiintuneen kannan mukaan yhdenvertaisuutta arvioitaessa, yhtiön päätöksenteossa ei kuitenkaan tule ottaa huomioon osakkeenomistajien henkilökohtaisia odotuksia taikka yhtiön ulkopuolisten seikkojen aiheuttamia vaikutuksia. Hajautuneen omistusrakenteen pörssiyhtiössä tämä ei osakkeenomistajien suuren lukumäärän vuoksi ole edes mahdollista.²⁹² Kuten Airaksinen ym. toteavat: ”[p]äätös, joka muodollisesti kohtelee kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, mutta jonka vaikutukset yhtiön ulkopuolisista syistä ovat eri osakkeenomistajille erilaisia, on yleensä hyväksyttävä”.²⁹³ Näin ollen yhtiö ei voi päätöksenteossaan ottaa huomioon esimerkiksi sitä, millaisiin rahoitusinstrumentteihin yksi sen osakkeenomistajista on kyseisen osakeomistuksen lisäksi sijoittanut, jolloin aktivistisijoittajan rahoitusvälineinnovaatioihin perustuvaan hyötymiseen puuttuminen yhdenvertaisuuden avulla osoittautuu mahdottomaksi.²⁹⁴

Toinen ongelma yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamiseen tällaisissa tilanteissa liittyy OYL 1:7:n määritelmään epäoikeutetusta edusta, jota tietyn päätöksen on tullut tuottaa, jotta se voisi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Epäoikeutettu etu on osoittautunut käytännössä hankalaksi ja hyvin tilannesidonnaiseksi määriteltäväksi, mutta useimmiten sen soveltamisalana on ollut esimerkiksi suunnattu osingonjako, vähemmistöomistajien ”näännyttäminen” tai osakkeiden lunastaminen – ei siihen puuttuminen, että yksi osakkeenomistaja on ymmärtänyt hyödyntää moderneja rahoitusvälineitä esimerkiksi tyhjään äänestämiseen.²⁹⁵

Yhdenvertaisuusperiaate on myös ennen kaikkea vähemmistön suojakeino enemmistövaltaa vastaan. Sen ensisijainen tarkoitus on siis pitää vähemmistöosuuden hankkiminen osakeyhtiöstä järkevänä sijoitusvaihtoehtona, estämällä yli 50 prosenttia yhtiön osakkeista omistavaa tahoja ryöväämästä yhteistä yhtiövarallisuutta itselleen esimerkiksi suunnatun

²⁹¹ Ks. edellä luku 2.3.2.1. Kääntäen myös erilajisten osakkeiden tulee tuottaa eri oikeudet ja velvollisuudet.

²⁹² Pönkä 2014, s. 257, Savela 2010, s. 14.

²⁹³ Airaksinen ym. 2018, s. 40.

²⁹⁴ Tilanteeseen verrannollisena esimerkkinä oikeuskirjallisuudessa esitetään usein, ettei osakkeenomistaja voi vedota onnistuneesti yhdenvertaisuusperiaateeseen sen nojalla, että yhtiön valitsema varojenjakotapa kohtelee häntä verotuksellisesti epäedullisemmin (Pönkä 2014, s. 258, vrt. Savela 2010, s. 15).

²⁹⁵ Pönkä 2014, s. 286, Villa 2008, s. 567–569. Oikeuskäytännöstä ks. esimerkiksi KKO 2018:19, KKO 1962-II-134 ja Helsingin HO 29.11.2011 3520.

voitonjaon tai suhteettomien etuuksien maksamisen avulla.²⁹⁶ Aktivistisijoittaja itsekin vähemmistöomistajana puolestaan operoi hyvin erilaisella pelikentällä, ajaen yhtiössä useimmiten kaikkiin osakkeenomistajiin yhtäläillä kohdistuvia liiketoimintapäätöksiä, jotka ainoastaan yhtiön ulkopuolisista seikoista johtuen ajoittain hyödyttävät aktivistia muiden kustannuksella. Tämä on vielä nykyisessä oikeustilassa aktivistisijoittajalle vähemmistöosakkeenomistajana itsekkyysoikeuden nojalla sallittua.

5.4.3 Lojaliteettivelvollisuuden tarpeettomuus ja haitallisuus

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta vastaan voidaan hyökätä myös väittäen sitä monella tasolla tarpeettomaksi. Ensinnäkin tähänastisessa oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa aiheeseen on suhtauduttu melko piittaamattomasti, jos osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle on palstatilaa vaivauduttu antamaan ollenkaan.²⁹⁷ Varsinkin vähemmistöomistajien kohdalla on katsottu, ettei tämänkaltaisille velvollisuuksille ole tarvetta, sillä vähemmistö ei voi vaikuttaa yhtiön asioihin ja silloinkin kun näin tapahtuu, on vähemmistöomistajien ajateltu olevan kiinnostuneita ainoastaan kohdeyhtiön arvon kohottamisesta.²⁹⁸ Kuten tässä tutkimuksessa kuitenkin on tuotu jo esille, ei tämä pidä paikkansa.

Osakkeenomistaja kykenee käyttämään valtaa muutenkin kuin äänestämällä omilla osakkeillaan yhtiökokouksessa, joten on selvää, että myös vähemmistöomistaja voi vaikuttaa yhtiön asioihin.²⁹⁹ On myös naiivia ajatella vähemmistöomistajien muodostavan homogeenisen joukon, jotka varmuudella tavoittelevat yhteisenä päämääränään ainoastaan yhtiön etua. Yhtiön kannattavuus on varmasti omistajien keskeinen intressi, mutta heillä voi olla tämän lisäksi myös omia henkilökohtaisia preferenssejä ja tavoitteita, joita heidän on taloudellisesti kannattavaa pyrkiä edistämään asemassaan osakkeenomistajana.³⁰⁰ Tämä tarkoittaa myös vähemmistöomistajien keskuudessa ristiriitoja esimerkiksi pitkän ja lyhyen aikavälin, omistuksensa hajauttaneiden ja hajauttamattomien sekä yhtiössä työskentelevien

²⁹⁶ HE 109/2005 vp, s. 39.

²⁹⁷ Ks. edellä sivut 21–22.

²⁹⁸ Anabtawi – Stout 2008, s. 1267–1268.

²⁹⁹ Ks. edellä luku 4.2.

³⁰⁰ Tämä pätee nimenomaan aggressiivista aktivismia harjoittaviin hedgefundeihin.

ja sen ulkopuolisten osakkeenomistajien välille.³⁰¹ Vähemmistöomistajat eivät siten ole voimattomia, tai pyri ainoastaan kaikkien omistajien yhteiseen ja yhteneväiseen etuun.

Toisena tarpeettomuutta koskevana vastalauseena Suomessa on tapana toistella miten jo nykyinen oikeustila tarjoaa niin hyvän vähemmistönsuojan, ettei tarvetta ylimääräisille velvollisuuksille ole.³⁰² Esimerkiksi vuoden 2021 WIPO:n Global Innovation Indexin listauksessa Suomi on kuitenkin vähemmistöosakkeenomistajasuojan kategoriassa maailman oikeusjärjestyksistä vasta sijalla 60. Suorituksesta tekee erityisen sääliä se, että Suomen ranking esimerkiksi kategorioissa *rule of law* ja *business environment* on kuitenkin ensimmäinen.³⁰³

Kolmas lojaliteettivelvollisuuden tarpeettomuutta alleviivaava argumentti on eräänlainen vakiovastaus kaikkiin vähemmistösijoittajan ongelmiin yhtiössä, jonka osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena: mikäli osakkeenomistaja kokee aktivistisijoittajan ajamat toimenpiteet haitallisiksi oman sijoituksensa kehitykselle, voi hän yksinkertaisesti myydä omistuksensa kohdeyhtiössä.³⁰⁴ ”Jaloilla äänestäminen” jää kuitenkin melko laihaksi lohduksi jos useat sijoittajat päätyvät samaan ratkaisuun, ajaen yhtiön osakkeen hintaa alas.³⁰⁵ Omistuksen myymisen ei muutenkaan tulisi olla yleinen vastaus ongelmiin osakkeenomistajan asemassa. Varsinkaan Helsingin pörssin kaltaisella pienehköllä markkinapaikalla sijoittajalla ei ole loputtomasti valinnanvaraa kohdeyhtiöiden osalta. Osakkeenomistajalle ei siten ehkä ole mieluisa tai taloudellisesti optimaalinen ratkaisu luopua omistuksestaan yhtiössä, jolla esimerkiksi on ollut tälle mieluisa osingonjakopolitiikka ja suotuista kurssikehitys. On virheellinen lähestymistapa vastata yhtiöoikeudellisiin ongelmiin kehottamalla osakkeenomistajia systemaattisesti myymään osuutensa yhtiössä, ennemmin kuin pyrkiä korjaamaan haitallista toimintaa.

Viimeisenä tarpeettomuuden osa-alueena voidaan huomauttaa, ettei Suomessa ole vielä tapahtunut tässä tutkimuksessa esitellyn kaltaisia aktivisti-iskuja, eikä empiiristen todisteiden valossa lojaliteettivelvollisuuden implementoimiselle ole siten vielä tarvetta. Tämä onkin totta, eikä osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta säätämiseksi

³⁰¹ Ks. Anabtawi 2006.

³⁰² Esimerkiksi Pönkä 2014, s. 239, Vahtera 2011, s. 422–424.

³⁰³ Global Innovation Index 2021, s. 81.

³⁰⁴ Esimerkiksi Pönkä 2014, s. 45.

³⁰⁵ Stout 2012, s. 33.

varmastikaan löydy oikeuspoliittisesti palavaa halua. Kuten edellä on tuotu esille, käsillä oleva tutkimus onkin kirjoitettu varsin etukäteisestä näkökulmasta, ajatuksena esitellä osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ennen kuin röyhkeä osakkeenomistajavalta ehtii muodostua ongelmaksi Suomessa. Aktivistisijoittajien määrä Suomen markkinoilla on jo nyt nousussa, ja aktivistiskampanjoiden osalta olemme vielä kohtuullisen kehittyvä talous, joka on vasta alkanut näkyä aktivistien tutkien reunoilla. Aggressiivisten hedgefund-aktivistien lukumäärän kohotessa ja kilpailun kiristyessä suuremmilla markkinoilla, saatetaan sijoituskohteita kuitenkin alkaa etsimään enenevässä määrin myös syrjäisemmiltä seuduilta, kuten Suomesta.

Ehkä varteenotettavin kritiikki osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta kohtaan on kuitenkin se, että on kokonaistaloudellisesti haitallista asettaa liikaa velvollisuuksia osakkeenomistajille. Osakeomistuksen houkuttelevuus sijoitusmuotona laskee jos osakkeen ostaminen tuo mukanaan koko joukon velvollisuuksia ja mahdollisia sanktioita näiden rikkomisesta.³⁰⁶ Tämä taas luonnollisesti vaikeuttaa osakeyhtiön rahoituksen hankkimista.

Vaikka tämä moite on otettava huomioon vakavasti lojaliteettivelvollisuuden käyttökelpoisuutta vaarantavana seikkana, voidaan vasta-argumenttina palata luvussa 4.1 esitettyyn uuteen ajatusmalliin. Viime vuosikymmeninä tapahtuneiden osakkeenomistajan vallan lisäysten vastapainoksi on näille aiheellista alkaa asettamaan myös velvollisuuksia, sillä osakkeenomistajakeskeinen yhtiöoikeuden mallikaan ei ole ollut immuuni epäonnistumisille, vaan on sen sijaan osoittanut olevansa jo korjauksen tarpeessa. Lojaliteettivelvollisuus ei yleisluontoisuudestaan huolimatta todennäköisesti koskettaisi suurinta osaa arkipäiväisestä sijoitus- ja yritystoiminnasta, vaan kohdistuisi pääasiassa tiettyihin aggressiivisiin institutionaalisiin sijoittajiin. Velvollisuuden käyttöala ei saisikaan olla liian laaja niin, että siitä tulisi keino nostaa kanteita osakkeenomistajia vastaan minkä tahansa itsekkään toiminnan perusteella. Osakkeenomistajan itsekkyysoikeus olisi edelleen vahvasti läsnä, mutta lojaliteettivelvollisuus asettaisi sille kohtuulliset rajat.

³⁰⁶ Chiu 2010, s. 169, Mäntysaari 2002, s. 82–84.

6. Johtopäätökset

Osakkeenomistajavallan maksimointi, osakkeenomistajien erityinen asema yhtiön residuaalivelkojina ja koko osakeyhtiön tarkoituksen kiertyminen osakkeenomistajan edun ympärille ovat olleet yhtiöoikeuden kantavia teemoja viime vuosikymmenet. Tämä on myös ollut looginen mantra tavoitella, sillä etenkin vähemmistöosakkeenomistajat suurissa pörssiyhtiöissä on pitkään nähty voimattomina ja passiivisina toimijoina, joiden toiveissa ovat ainoastaan koko yhtiön eduksi koituvat toimenpiteet.

Juuri vähemmistöosuudella suuryhtiöissä operoivat aktivistisijoittajat ovat hyödyntäneet osakkeenomistajille siunattua valtaa sekä velvollisuuksien puuttumista taitavasti omaksi edukseen, ja samalla muuttaneet käsityksiä osakeomistajuudesta tuomalla kauan peräänkuulutettua aktiivisuutta osakkeenomistajakentälle. Muutos ei kuitenkaan ole ollut yksinomaan positiivinen. Eräiden aktivistien arveluttavat liiketoimet saavat nimittäin kyseenalaistamaan, onko nykyinen osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden ja velvollisuuksien puutteen leimaama sääntelytila yhtiön, yhteiskunnan, tai edes kaikkien osakkeenomistajien kannalta optimaalinen. Tämän tutkimuksen vastaus kyseiseen pohdintaan on ollut ehdoton ei.

Korjausliikkeen tekemiseksi tutkimuksessa on esitetty osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden käyttöönottoa. Perusteita ja hahmottamistapoja lojaliteettivelvollisuudelle voidaan löytää useita. Edellä on kuitenkin selvitetty, ettei yhtiöoikeudessa tähän asti tunnettu määräysvaltaan perustuva lojaliteetti ole toimiva ratkaisu aktivistisijoittajien kohdalla. Sen sijaan ratkaisuksi onkin ehdotettu kaikkiin osakkeenomistajiin kohdistuvaa yleistä lojaliteettivelvollisuutta, joka toisi osakkeenomistajille vaatimuksen ottaa huomioon kanssaomistajien sekä yhtiön sidosryhmien kohtuulliset odotukset yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden rationaalisesta tavoittelusta sekä eettisten standardien noudattamisesta. Tämä velvollisuus voitaisiin luoda laajentavan lainlaskinnan tai uuden oikeusperiaatteen hyväksymisen kautta, mutta selkeintä olisi säätää asiasta nimenomaisesti osakeyhtiölaissa.

Lojaliteettivelvollisuus on rakennettu tutkimuksessa erityisesti vähemmistösijoituksen tehneitä aktivistisijoittajia ja niiden kohteena olevia suuria pörssiyhtiöitä silmälläpitäen, mutta velvollisuuden soveltamisala kattaisi silti kaikki osakkeenomistajat. Suomen yhtiölainsäädännön perusrakenteeseen, jossa kaikkiin osakeyhtiöihin sovelletaan samaa

osakeyhtiölakia ei siten ole tarkoitus koskea. Lojaliteettivelvollisuuden soveltumista eri konteksteissa, kuten suljetuissa pienyhtiöissä tai yksinomaista määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan kohdalla, samoin kun koko velvollisuuden tarkempia soveltamisedellytyksiä olisi kehiteltävä myöhemmässä tutkimuksessa edelleen.

Osakkeenomistajan yleisen lojaliteettivelvollisuuden omaksuminen edellyttäisi melko radikaalia uudelleensuhtautumista oikeustaloustieteellisesti orientoituneeseen osakeyhtiöoikeuteen, ja velvollisuuden omaksumiselle voidaan luonnollisesti esittää myös vasta-argumentteja. Osakeyhtiöoikeuden on kuitenkin korkea aika raahata itsensä jo ulos 1700-luvun ääri-itsekkästä ajattelusta.³⁰⁷ Yleisen lojaliteettivelvollisuuden omaksumisen kautta yhtiöoikeudella on mahdollisuus ryhtyä korjaamaan ongelmia, joihin silmittömään voitontavoitteluun kannustanut yhtiölainsäädäntö tähän asti on ympäristölle, yhteiskunnalle ja pienosakkeenomistajille aiheuttanut. Muutoin mitään mistä kiskoa lisää osakkeenomistaja-arvoa ei pian enää ole.

³⁰⁷ Ks. Smith 2007 [1776], s. 20.

Lähdeluettelo

Virallislähteet:

HE 89/2015 vp – Hallituksen esitys n:o 89 (2015 vp) eduskunnalle laiksi kirjanpitolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta sekä puunkorjuuta aarniometsissä harjoittavien yritysten viranomaisille suorittamien maksujen julkistamista koskevaksi laiksi

HE 109/2005 vp – Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp) eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi

HE 27/1977 vp – Hallituksen esitys n:o 27 (1977 vp) eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi

Euroopan Unioni:

KOM (2011) 164 lopullinen. Euroopan Komission Vihreä Kirja: EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys 5.4.2011 (Euroopan Komission Vihreä Kirja 2011)

Raportit:

De La Cruz, Adriana – Medina, Alejandra – Tang, Yung. *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, 2019. www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm

Directorate for Financial and Enterprise Affairs OECD Steering Group on Corporate Governance. *Corporate Governance and the Financial Crisis – Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 2010. <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

InfluenceMap. *A Review of CA100+ Company Disclosures on Industry Association Lobbying*, 2021. <https://influencemap.org/report/Testing-adf92ac36a894ebf9d987a0b5c2ff6e1>

IPCC Working Group I. *Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change.*

https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_Full_Report.pdf

Valtioneuvoston kanslia. *Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä*, Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014.

https://valtioneuvosto.fi/documents/10616/1098657/R0514_Omistus%2C+omistajaohjaus+ja+m%C3%A4%C3%A4r%C3%A4ysvalta+suurissa+suomalaisyrityksiss%C3%A4.pdf/d0ac99b1-6f49-4653-8462-e22394ee40e3?version=1.0

WIPO. *Global Innovation Index 2021.*

https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2021.pdf

Oikeuskäytäntö:

Suomi:

Korkein hallinto-oikeus:

KHO 2016:111

Korkein oikeus:

KKO 2018:19

KKO 2004:88

KKO 1999:42

KKO 1993:130

KKO 1993:82

KKO 1962-II-134

Hovioikeudet:

Helsingin HO 29.11.2011 3520

Kirjanpitolautakunta:

KILA 2001/1646

Yhdistynyt kuningaskunta:

High Court:

Re Hydrodam (Corby) Ltd (1994) BCC 161

Yhdysvallat:

Supreme Court of California:

Jones v. H.F. Ahmanson & Co., 460 P.2d 464 (Cal. 1969)

Delaware Supreme Court:

In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation, 836 A.2d 531 (Del. 2003)

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

Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366 (Del. 1993)

Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co., 584 A.2d (Del. 1990)

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

Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971)

Supreme Court of Illinois:

Tilley v. Shippee, 147 N.E.2d 347 (Ill. 1958)

Massachusetts Supreme Judicial Court:

Patsos v. First Albany Corporation, 741 N.E.2d 841 (Mass. 2001)

Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., 353 N.E.2d 657 (Mass. 1976)

Donahue v. Rodd Electrotpe Co., 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975)

The Supreme Court of the State of New York:

Kemp & Beatley (Gardstein), 64 N.Y.2d 63 (N.Y. 1984)

California Courts of Appeal:

DiLillo v. Ustman Technologies, Inc., No. B148198 (Cal. App. Ct. 2001)

Illinois Courts of Appeal:

Hagshenas v. Gaylord, 557 N.E.2d 316 (Ill. App. Ct. 1990)

Jaffe Comm. Fin. Co. v. Harris, 456 N.E.2d 224 (Ill. App. Ct. 1983)

Zokoych v. Spalding, 344 N.E.2d 805 (Ill. App. Ct. 1976)

New York Courts of Appeal:

Wiener v. Lazard Freres, 241 A.D.2d 114 (N.Y. App. Div. 1st Dep't 1998)

United States Court of Appeals, Seventh Circuit:

Burdett v. Miller, 957 F.2d 1375 (7th Cir. 1992)

United States Circuit Court for the Southern District of New York:

Ervin v. Oregon Ry. & Nav. Co., 27 F. 625 (S.D.N.Y. 1886)

Lehdistö:

Petri Koskinen, Neles ehti olla pörssissä lopulta vain vuoden ja näin kurssi kehittyi – Ruotsalaisen kilpakosijan leirillä on yhä tuntuva siivu yhtiöstä. Kauppalehti 2.7.2021. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/neles-ehti-olla-porssissa-lopulta-vain-vuoden-ja-nain-kurssi-kehittyi-ruotsalaisen-kilpakosijan-leirilla-on-yha-tuntuva-siivu-yhtiosta/85be2a76-4661-47ff-aa57-246f17d9ea14>

Svea Herbst-Bayliss, *Little Engine No. 1 beat Exxon with just \$12.5 mln – sources*. Reuters 30.6.2021. <https://www.reuters.com/business/little-engine-no-1-beat-exxon-with-just-125-mln-sources-2021-06-29/>

Saara Koho, *Sampo ei kommentoi Elliottin näkemyksiä, mutta aktivistisijoittaja ei pelkää piikitellä Sammon johtoa – ”Tuhoaa omistaja-arvoa”*. Kauppalehti 2.2.2021. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sampo-ei-kommentoi-elliottin-nakemyksia-mutta-aktivistisijoittaja-ei-pelkaa-piikitella-sammon-johtoa-tuhoaa-omistaja-arvoa/beb24f30-1d2d-4343-a84d-b9ded1b30708>

Alex af Heurlin, *Aktivistit marssivat Helsingin pörssiin – Sampo voi olla vasta alkua*. Kauppalehti 6.1.2021. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/aktivistit-marssivat-helsingin-porssiin-sampo-voi-olla-vasta-alkua/5fa55686-0bec-4cf9-86e4-77f1dc1824e9>.

Jukka Lehtinen, *Aktivistisijoittaja Elliott iskeytyi mukaan Sammon kyytiin – Uskoo Nordeamyyntien vapauttavan piilevää arvoa miljardikaupalla*. Kauppalehti 11.11.2020. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/aktivistisijoittaja-elliott-iskeytyi-mukaan-sammon-kyytiin-uskoo-nordea-myyntien-vapauttavan-piilevaa-arvoa-miljardikaupalla/f0e1a1df-881f-443c-b8f8-b3b6c74ee51f>

Alexandra Huhta, *Cevian trimmasi omistustaan TietoEvyssä*. Kauppalehti 24.9.2020. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/cevia-trimmasi-omistustaan-tietoevryssa/995deac2-b6c6-4807-8239-17b3ec1da89c>

Ilkka Jauhiainen, *Christian Gardellin Cevian Capital nousi Nordean toiseksi suurimmaksi omistajaksi*. Kauppalehti 6.2.2020. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/christian-gardellin-cevian-capital-nousi-nordean-toiseksi-suurimmaksi-omistajaksi/bf68f545-80a7-4adb-b2b3-be91e693102f>

Henri Koponen, *Nokian Renkaat ajautui tulosluisuun – Tilinpäätöksen ohella jännitetään, onko kurssipohja nähty ja mitä aktivistisijoittaja suunnittelee*. Kauppalehti 3.2.2020. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokian-renkaat-ajautui-tulosluisuun-tilinpaatoksen-ohella-jannitetaan-onko-kurssipohja-nahty-ja-mita-aktivistisijoittaja-suunnittelee/3674d4ff-31ae-4779-9acf-271352abf51b>

Rob Copeland, *Returns From Activist Hedge Funds Are Causing a Stir*. The Wall Street Journal 7.7.2014. https://www.wsj.com/articles/returns-from-activist-hedge-funds-are-causing-a-stir-1404773120?mod=europe_home&utm_medium=twitter&utm_source=twitterfeed

Alexandra Stevenson, *No Barbarians at the Gate; Instead, a Force for Change*. New York Times 6.1.2014. <https://dealbook.nytimes.com/2014/01/06/no-barbarians-at-the-gate-instead-a-force-for-change/>

Louise Armitstead, *Saved by the growing power of hedge funds*. Sunday Times (Lontoo) 13.3.2005.

Roben Farzad, *Activist Investors Not Welcome: Icahn's Interference at Motorola Stands in the Way of Its Mission*. Bloomberg Business Week, 9.4.2007.

Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. New York Times 13.9.1970.

Kirjallisuus:

(Aarnio 1989)

Aarnio, Aulis. *Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja*. WSOY 1989.

(Airaksinen – Jauhiainen 1997)

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki. *Osakeyhtiölaki*. WSOY 1997.

(Airaksinen ym. 2018)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa. *Osakeyhtiölaki I*. Alma Talent 2018.

(Anabtawi 2006)

Anabtawi, Iman. *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*. *UCLA Law Review* 53(3) 2006, s. 561–600.

(Anabtawi – Stout 2008)

Anabtawi, Iman – Stout, Lynn. *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*. *Stanford Law Review* 60(5) 2008, s. 1255–1308.

(Art 2003)

Art, Robert. *Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations*. *The Journal of Corporation Law* 28(3) 2003, s. 371–418.

(Bainbridge 2002)

Bainbridge, Stephen. *The Board of Directors as Nexus of Contracts*. *Iowa Law Review* 88(1) 2002, s. 1–34.

(Bebchuck 2005)

Bebchuck, Lucian. *The Case for Increasing Shareholder Power*. *Harvard Law Review* 118(3) 2005, s. 833–914.

(Bebchuck ym. 2015)

Bebchuck, Lucian – Brav, Alon – Jiang, Wei. *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*. Columbia Law Review 115(5) 2015, s. 1085–1156.

(Becht ym. 2010)

Becht, Marco – Franks, Julian – Mayer, Colin – Rossi Stefano. *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*. The Review of Financial Studies, Corporate Governance 23(3) 2010, s. 3093–3129.

(Becht ym. 2017)

Becht, Marco – Franks, Julian – Grant, Jeremy – Wagner, Hannes. *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*. The Review of Financial Studies 30(9) 2017, s. 2933–2971.

(Bergström – Samuelsson 2001)

Bergström, Clas – Samuelsson, Per. *Aktiebolagets Grundproblem. Andra Upplagan*. Norstedts Juridik 2001.

(Berle 1931)

Berle, Adolf. *Corporate Powers as Powers in Trust*. Harvard Law Review 44(7) 1931, s. 1049–1074.

(Berle – Means 1933)

Berle, Adolf – Means, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan 1933.

(Birkmose 2018)

Birkmose, Hanne. *From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction?* InterEU Law East 5(2) 2018, s. 69–96.

(Björne 1994)

Björne, Lars. ”Lojaliteettiperiaatteen kehityksestä”, teoksessa *Lojaliteettiperiaate: Oikeusperiaatteet ja oikeuskäytäntö -tutkimusprojektin seminaarin 11.11.1993 alustukset*, toimittanut Ari Saarnilehto. Turun yliopisto 1994.

(Black 1990)

Black, Bernard. *Shareholder Passivity Reexamined*. Michigan Law Review 89(3) 1990, s. 520–608.

(Bratton 2007)

Bratton, William. *Hedge Funds and Governance Targets*. Georgetown Law Journal 95(5) 2007, s. 1375–1435.

(Bratton – Wachter 2010)

Bratton, William – Wachter, Michael. *The Case Against Shareholder Empowerment*. University of Pennsylvania Law Review 158(3) 2010, s. 653–728.

(Brav ym. 2014)

Brav, Alon – Jiang, Wei – Ma, Song – Tian, Xuan. *Shareholder Power and Corporate Innovation: Evidence from Hedge Fund Activism*. Kelly School of Business, December 2014, s. 1–48.

(Briggs 2007)

Briggs, Thomas. *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*. Journal of Corporation Law 32(4) 2007, s. 681–738.

(Carrol 2008)

Carroll, Archie. “A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices”, teoksessa *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, toimittaneet Andrew Crane – Dirk Matten – Abigail McWilliams – Jeremy Moon – Donald Siegel. Oxford University Press 2008.

(Cederberg 1931)

Cederberg, Lauri. *Eräs näkökohta vähemmistön oikeusturvakysymyksessä osakeyhtiöissä*. Lakimies IV 1931, s. 221–229.

(Cederberg 1934)

Cederberg, Lauri. *Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistösuojaa silmälläpitäen*. Lakimies I 1934, s. 1–51.

(Cederberg – Ylöstalo 1966)

Cederberg, Lauri – Ylöstalo, Matti. *Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä*. WSOY 1966.

(Cheffins – Armour 2011)

Cheffins, Brian – Armour, John. *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*. *Journal of Corporation Law* 37(2) 2011, s. 51–104.

(Chiu 2010)

Chiu, Iris. *The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism*. Hart Publishing 2010.

(Clark 1979)

Clark, Robert. *Vote Buying and Corporate Law*. *Case Western Reserve Law Review* 29 1979, s. 776–807.

(Coffee – Palia 2016)

Coffee, John, Jr. – Palia, Darius. *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*. *Journal of Corporation Law* 41(3) 2016, s. 545–608.

(Collin 2014)

Collin, Jesse. *Empty Voting: Tutkielma empty voting -ilmiöstä ja osakkeenomistajien muuttuneista käyttäytymismalleista*. Helsingin yliopisto 2014.

(Crane ym. 2008)

Crane, Andrew – Matten, Dirk – McWilliams, Abigail – Moon, Jeremy – Siegel, Donald (toim.). *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford University Press 2008.

(Dallas 2012)

Dallas, Lynne. *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*. *The Journal of Corporation Law* 37(2) 2012, s. 265–364.

(Dalley 2004)

Dalley, Paula. *The misguided doctrine of stockholder fiduciary duties*. *Hofstra Law Review* 33(1) 2004, s. 175–222.

(DeHaan ym. 2019)

DeHaan, Ed – Larcker, David – McClure, Charles. *Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions*. *Review of Accounting Studies* 24 (2) 2019, s. 536–569.

(DeMott 1999)

DeMott, Deborah. *The Mechanisms of Control*. *Connecticut Journal of International Law* 13(2) 1999, s. 233–255.

(Del Guercio ym. 2008)

Del Guercio Diane – Seery, Laura – Woidtke, Tracie. *Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”?* *Journal of Financial Economics* 90(1) 2008, s. 84–103.

(Emmerich ym. 2013)

Emmerich, Adam – Robinson, Eric – Mirvis, Theodore – Savitt, William. *Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power*. *Harvard Business Law Review* 135(3) 2013, s. 135–156.

(Gantchev 2013)

Gantchev, Nickolay. *The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model*. *Journal of Financial Economics* 107(3) 2013, s. 610–631.

(Gillespie 2001)

Gillespie, Alexander. *The Illusion of Progress: Unsustainable Development in International Law and Policy*. Routledge 2001.

(Gilson – Gordon 2013)

Gilson, Ronald – Gordon, Jeffrey. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. *Columbia Law Review* 113(4) 2013, s. 863–928.

(Gold 2019)

Gold, Andrew. “The Fiduciary Duty of Loyalty”, teoksessa *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, toimittaneet Evan Criddle – Paul Miller – Robert Sitkoff. Oxford University Press 2019.

(Graham ym. 2006)

Graham, John – Harvey, Campbell – Rajgopal, Shiva. *Value Destruction and Financial Reporting Decisions*. *Financial Analysts Journal*, 62(6) 2006, s. 27–39.

(Greenwood – Schor 2009)

Greenwood, Robin – Schor, Michael. *Investor Activism and Takeovers*. *Journal of Financial Economics* 92(3) 2009, s. 362–375.

(Hansmann – Kraakman 2001)

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. *Georgetown Law Journal* 89(2) 2001, s. 439–468.

(Hemmo ym. 2006)

Hemmo, Mika – Könkkölä, Justus – Norros, Olli. *Sopimusoikeuden oppikirja*. Talentum 2006.

(Hetherington 1972)

Hetherington, Jonathan. *The Minority's Duty of Loyalty in Close Corporations*. *Duke Law Journal* 5 1972, s. 921–946.

(Hirvonen 2011)

Hirvonen, Ari. *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Helsingin yliopisto, Oikeustieteellinen tiedekunta 2011.

(Hoffman 2006)

Hoffman, David. *The Duty to Be a Rational Shareholder*. *Minnesota Law Review* 90(3) 2006, s. 537–611.

(Hu – Black 2006)

Hu, Henry – Black, Bernard. *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*. *The Business Lawyer* 61(3) 2006, s. 1011–1070.

(Husa 2013)

Husa, Jaakko. *Oikeusvertailu: teoria ja metodologia*. Lakimiesliiton kustannus 2013.

(Jensen 2001)

Jensen, Michael. *Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective*

Function. European Financial Management: The Journal of the European Financial Management Association 7(3) 2001, s. 297–317.

(Jensen – Fama 1983)

Jensen, Michael – Fama, Eugene. *Agency Problems and Residual Claims*. The Journal of Law & Economics 26(2) 1983, s. 327–349

(Jensen – Meckling 1976)

Jensen, Michael – Meckling, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3(4) 1976, s. 205–360.

(Jorion 2009)

Jorion, Philippe. “hedge funds”, teoksessa *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. (Two volume set), toimittaneet Kenneth Reinert –Ramkishen Rajan –Lewis Davis –Amy Jocelyn Glass. Princeton University Press 2009.

(Kahan – Rock 2007)

Kahan, Marcel – Rock, Edward. *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*. Corporate Governance Law Review 155(5) 2007, s. 134–205.

(Kaisanlahti 2002)

Kaisanlahti, Timo. “Minority Shareholder Rights in Finland”, teoksessa *Aspects of Finnish Contemporary Law: Finnish National Reports to the XVIth Congress of the International Academy of Comparative Law*, toimittanut Tore Modeen. Finnish Lawyers' Publishing 2002.

(Katelouzou 2015)

Katelouzou, Dionysia. *Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants*. University of Pennsylvania Journal of Business Law 17(3) 2015, s. 789–860.

(Karmel 2004)

Karmel, Roberta. *Should a Duty to the Corporation be Imposed on Institutional Shareholders*. The Business Lawyer 60(1) 2004, s. 1–22.

(Kekkonen 1997)

Kekkonen, Jukka. “Oikeudellisen muutoksen tutkimisesta – minun metodini”, teoksessa *Minun metodini*, toimittanut Juha Häyhä. WSOY Lakitieto 1997.

(Kelly 2019)

Kelly, Daniel. “Fiduciary Principles in Fact-Based Fiduciary Relationships”, teoksessa *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, toimittaneet Evan Criddle – Paul Miller – Robert Sitkoff. Oxford University Press 2019.

(Kraakman ym. 2017)

Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press 2017.

(Kyntäjä – Laitinen 1983)

Kyntäjä, Timo – Laitinen, Ahti. *Oikeussosiologia*. Werner Söderström 1983.

(Laine 2012)

Laine, Juhani. *Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta*. Lakimies 2012/1, s. 79–101.

(Masouros 2012)

Masouros, Pavlos. *Corporate Law and Economic Stagnation: How Shareholder Value and Short-Termism Contribute to the Decline of the Western Economies*. Eleven International Publishing 2012.

(Moore 2016)

Moore, Colin. *Obligations in the Shade: The Application of Fiduciary Directors' Duties to Shadow Directors*. Legal Studies 36(2) 2016, s. 326–353.

(Muukkonen 1993)

Muukkonen, P. J. *Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate*. Lakimies 1993/7, s. 1030–1048.

(Mähönen 2016)

Mähönen, Jukka. ”Osakkeenomistaja-aktivismi – siunaus vai kirous?”, teoksessa *Oikeuden ja talouden rajapinnassa: juhla kirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta*, toimittaneet Ulla-Maija Mylly – Patrik Nyström – Tuija Viinikka. Edita 2016.

(Mähönen – Villa 2015)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. *Osakeyhtiö I – Yleiset opit*. Talentum Media 2015.

(Mähönen – Villa 2019)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. *Osakeyhtiö III – Corporate governance*. Alma Talent 2019.

(Mäntysaari 2002)

Mäntysaari, Petri. *Osakeyhtiö toimijana*. WSOY Lakitieto 2002.

(Määttä 1999)

Määttä, Kalle. *Oikeustaloustieteen aakkoset*. Helsingin yliopisto 1999.

(Partnoy – Skeel 2007)

Partnoy, Frank – Skeel, David. *The Promise and Perils of Credit Derivatives*. University of Cincinnati Law Review 75(3) 2007, s. 1019–1052.

(Partnoy – Thomas 2007)

Partnoy, Frank – Thomas, Randall. ”Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”, teoksessa *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*, toimittaneet Yasuyuki Fuchita – Robert Litan. Brookings Institution Press 2007.

(Pönkä 2008)

Pönkä, Ville. *Määräysvallasta osakeyhtiössä*. Defensor Legis 2008/5, s. 737–758.

(Pönkä 2013)

Pönkä, Ville. *Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I*. Lakimies 2013/1, s. 21–34.

(Pönkä 2014)

Pönkä, Ville. *Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä*. Talentum Media 2014.

(Ragazzo 1999)

Ragazzo, Robert. *Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations*. Washington University Law Quarterly 77(4) 1999, s. 1099–1151.

(Ribstein 2010)

Ribstein, Larry. *The Rise of the Uncorporation*. Oxford University Press 2010.

(Richardson 2011)

Richardson, Benjamin. *A Damp Squib: Environmental Law from a Human Evolutionary Perspective*. Osgoode CLPE Research Paper Series 8/2011, s. 1–42.

(Richardson 2015)

Richardson, Benjamin. “Financial Markets and Socially Responsible Investing”, teoksessa *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*, toimittaneet Beate Sjøfjell ja Benjamin Richardson. Cambridge University Press 2015.

(Rock 2018)

Rock, Edward. “Institutional Investors in Corporate Governance”, teoksessa *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, toimittaneet Edward Rock – Jeffrey Gordon – Wolf-Georg Ringe. Oxford University Press 2018.

(Ruohonen 2019)

Ruohonen, Janne. *Osakeyhtiön tosiasiallinen johtaja – de facto- ja varjojohtaja*. Edilex-sarja 2019/35, s. 1–15.

(Saarnilehto – Annola 2018)

Saarnilehto, Ari – Annola, Vesa. *Sopimusoikeuden perusteet*. Talentum 2018.

(Savela 2010)

Savela, Ari. *Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate*. Lakimies 2010/1, s. 3–24.

(Savela 2015)

Savela, Ari. *Vahingonkorvaus osakeyhtiössä*. Talentum 2015.

(af Schulten 2004)

af Schulten, Gerhard. *Osakeyhtiölain kommentaari 2, luvut 9–17*. Talentum 2004.

(Sillanpää 1994)

Sillanpää, Matti. *Julkisesta ostotarjouksesta: arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus*. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1994.

(Sitkoff 2019)

Sitkoff, Robert. “Fiduciary Principles in Trust Law”, teoksessa *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, toimittaneet Evan Criddle – Paul Miller – Robert Sitkoff. Oxford University Press 2019.

(Sjåfjell – Richardson 2015)

Sjåfjell, Beate – Richardson, Benjamin. “Capitalism, the Sustainability Crisis, and the Limitations of Current Business Governance”, teoksessa *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*, toimittaneet Beate Sjåfjell ja Benjamin Richardson. Cambridge University Press 2015.

(Sjåfjell ym. 2015)

Sjåfjell Beate – Johnston Andrew – Anker-Sørensen Linn – Millon David. “Shareholder Primacy: the Main Barrier to Sustainable Companies”, teoksessa *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*, toimittaneet Beate Sjåfjell ja Benjamin Richardson. Cambridge University Press 2015.

(Smith 2007 [1776])

Smith, Adam. *The Wealth of Nations*. Cosimo Classics 2007 (alkuperäinen teos ilmestynyt vuonna 1776 nimellä *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*).

(Smith 1998)

Smith, Gordon. *The Shareholder Primacy Norm*. *The Journal of Corporation Law* 23(2) 1998, s. 277–324.

(Sneed 1960)

Sneed, Earl. *The Stockholder May Vote as He Pleases: Theory and Fact*. *University of Pittsburgh Law Review* 22 1960, s. 23–54.

(Stevenson 2001)

Stevenson, Shannon. *The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties*. *Duke Law Journal* 51(3) 2001, s. 1139–1178.

(Stout 2002)

Stout, Lynn. *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*. Southern California Law Review 75(5) 2002, s. 1189–1210.

(Stout 2012)

Stout, Lynn. *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler 2012.

(Stigler 1974)

Stigler, George. *Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation*. The Bell Journal of Economics and Management Science 5(2) 1974, s. 359–365.

(Strine 2017)

Strine, Leo. *Who Bleeds When the Wolves Bite: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*. Yale Law Journal 126(6) 2017, s. 1870–1971.

(Telaranta 1990)

Telaranta, K. A. *Sopimusoiikeus*. Lakimiesliiton kustannus 1990.

(Thomas 2001)

Thomas, William. *The green nexus: financiers and sustainable development*. Georgetown International Environmental Law Review 13(4) 2001, s. 899–947.

(Thompson 1992)

Thompson, R. B. *The Shareholder's Cause of Action for Oppression*. The Business Lawyer 48(2) 1992, s. 699–746.

(Timonen 1997)

Timonen, Pekka. *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely*. Lakimiesliiton kustannus 1997.

(Toiviainen 1998)

Toiviainen, Heikki. *Ownership and Control in Companies Limited by Shares in Finland*. Finnish Lawyers' Publishing 1998.

(Toiviainen 2004)

Toiviainen, Heikki. ”Yrityksen yhteiskuntavastuu ja corporate governance”, teoksessa *Business Law Forum* 2004, toimittaneet Jarno Tepora – Lena Sisula-Tulokas – Mika Hemmo – Tapani Lohi – Esa Kolehmainen. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos ja Edita 2004.

(Vahtera 2011)

Vahtera, Veikko. *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. Lakimiesliiton kustannus 2011.

(Vahtera 2012)

Vahtera, Veikko. *Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa*. *Lakimies* 2012/7–8, s. 1048–1069.

(Van Vliet – Snider 1998)

Van Vliet, James – Snider, Mark. *The Evolving Fiduciary Duty Solution for Shareholders Caught in a Closely Held Corporation Trap*. *Northern Illinois University Law Review* 18(2) 1998, s. 239–266.

(Velasco 2019)

Velasco, Julian. ”Fiduciary Principles in Corporate Law”, teoksessa *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, toimittaneet Evan Criddle – Paul Miller – Robert Sitkoff. Oxford University Press 2019.

(Villa 2008)

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

(Zulauf – Grierson 2011)

Zulauf, Lori – Grierson, Peter. *Enron: The Good, The Bad, The Lessons*. *International Business & Economics Research Journal* 1(11) 2011, s. 49–68.

Linkit ja muut lähteet:

<https://www.investopedia.com/terms/s/shareholderactivist.asp>

www.simplifyingsampo.com

(Lipton 2013)

Lipton, Martin. *Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; the Real World of Business*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2013.

<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/10/28/empiricism-and-experience-activism-and-short-termism-the-real-world-of-business/#comments>

Letter from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz to Elizabeth M. Murphy, Secretary, U.S. Securities & Exchange Commission 7.3.2011. www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-624.pdf