

# MÄÄRÄYSVALTAOSAKKEENOMISTAJAN LOJALITEETTIVELVOLLISUUS

Vilja Virta  
Osakeyhtiö / kauppaoikeus  
Syventävät opinnot  
Turun yliopisto  
Oikeustieteellinen tiedekunta  
Tutkielma

Helmikuu 2012

Tutkielmassa tarkastellaan määräysvaltaosakkeenomistajan yhtiöoikeudellista lojaliteettivelvollisuutta. Osakeyhtiöoikeudessa lojaliteetti liittyy laajempaan tematiikkaan *fidusiarivellivollisuuksista*, joilla tarkoitetaan luottamusasemaan perustuvia henkilön korostuneita velvoitteita hoitaa päämiehensä asioita. Tutkielman keskeisinä tutkimustavoitteina on osoittaa lojaliteetin tarpeellisuus osakkeenomistajien välisen suhteen sääntelyssä sekä angloamerikkalaiselle oikeusjärjestelmälle tyypillistä fidusiarista lojaliteettivelvollisuutta pohjoismaiseen osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta koskevaan sääntelyyn verraten esittää näkemys fidusiarisen lojaliteettivelvollisuuden vaihtoehtoisesta sääntelykeinosta. Metodologisesti tutkielma perustuu sekä lainoppiin että oikeustaloustieteeseen.

Osakkeenomistajien välistä yhtiösopimukseen perustuvaa suhdetta voidaan omistukseltaan keskittyneessä yhtiössä pitää fidusiarisena luottamussuhteena, koska yhtiövarallisuutta kontrolloiva ja yhtiössä todellista päätösvaltaa käyttävä kontrolliosakkeenomistaja toimii vähemmistöosakkeenomistajien agenttina. Fidusiarinen lojaliteetti on osakkeenomistajien välisen agenttisuhteen avoimuudesta johtuen tarkoituksenmukaisin keino kontrolliomistajan moninaisiin vallan väärinkäytön mahdollisuuksiin perustuvan opportunismien ennaltaehkäisyssä. Opportunismien hallitsemiseksi tarvitaan avoin sääntelyratkaisu, joka jättää toiminnan lojaliteetinmukaisuuden arvioinnin tuomioistuimille *ex post*.

Tutkielmassa esitetyn tulkintakannanoton mukaan määräysvaltaosakkeenomistajalla on Pohjoismaissa doktriinin puuttumisesta huolimatta fidusiarinen lojaliteettivelvollisuus yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan. Tämä velvollisuus on perustettavissa pohjoismaiseen *yleislausekkeeseen*, jolla äänioikeuden käytön kautta tapahtuvaa vallan väärinkäyttöä osakeyhtiössä rajoitetaan. Angloamerikkalaisessa oikeudessa kehittyneeseen avoimeen käyttäytymisnormiin, fidusiarille asetettuun lojaliteettivelvollisuuteen, verrattuna pohjoismaisen sääntelyratkaisu johtaa aineellisoikeudellisesti samanlaiseen lopputulokseen ja takaa vastaavan, jopa kehittyneemmän sijoittajansuojan. Vaikka säännös on formuloitu kieltonormiksi, se jättää avoimen standardin tavoin toiminnan norminmukaisuuden lopulta tuomioistuinten arvioitavaksi.

Pohjoismaisen yhtiöoikeuden hyvästä sijoittajansuojan tasosta huolimatta kontrolliosakkeenomistajan lojaliteetin fidusiarista luonnetta tulisi pohjoismaisessa yhtiöoikeuskustelussa ja -sääntelyssä korostaa, koska tällöin yleislausekkeen soveltamisessa tulisi paremmin huomioiduksi lojaliteetin tarkoitus osakeyhtiön voitontuottamistarkoitusta edistävänä funktiona. *De lege ferenda* pohjoismaisessa sääntelyjärjestelmässä tulisi hallitsevan yhdenvertaisuuden periaatteen rinnalla korostaa lojaliteettia ilmentävää osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen periaatetta. Pohjoismaisen lojaliteetin määrittämisessä voidaan käyttää apuna angloamerikkalaisia oppeja.

Asiasanat: common law, lojaalius, omistajaohjaus, osakeyhtiölaki, osakeyhtiöt, osakkaat

## Sisällys

<b>SISÄLLYS</b> .....	<b>II</b>
<b>LÄHTEET</b> .....	<b>IV</b>
<b>OIKEUSTAPAUKSET</b> .....	<b>XI</b>
<b>LYHENTEET</b> .....	<b>XIII</b>
<b>1 JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1 TUTKIELMAN AIHE JA LÄHTÖKOHDAT .....	1
1.2 TUTKIMUSKOHDE JA AIHEEN RAJAUS.....	3
1.3 KÄYTETYT METODIT .....	5
1.4 TUTKIELMAN RAKENNE .....	7
<b>2 MÄÄRÄYSVALTA OIKEUSTALOUSTIETEELLISESSÄ VIITEKE- HYKSESSÄ</b> .....	<b>9</b>
2.1 LOJALITEETTI TEHOKKUUDEN JA OIKEUDENMUKAISUUDEN NÄKÖKULMASTA ....	9
2.2 MODERNI YRITYS .....	10
2.3 OSAKKEENOMISTAJIEN KESKINÄINEN SUHDE SOPIMUSTEORIAN NÄKÖKULMASTA. .....	12
2.4 MÄÄRÄYSVALTAA KÄYTTÄVÄN LOJALITEETIN TALOUDELLINEN PERUSTELU ....	14
<b>3 MÄÄRÄYSVALTAOSAKKEENOMISTAJAN ASEMA OSAKEYHTIÖSSÄ...</b> .....	<b>17</b>
3.1 VALLANKÄYTÖN PERUSTE .....	17
3.2 MÄÄRÄYSVALTAOSAKKEENOMISTUS.....	20
3.3 ERILAISIA MÄÄRÄYSVALTAOSAKKEENOMISTAJIA.....	24
3.4 CORPORATE GOVERNANCE –KESKUSTELUSTA.....	31
3.4.1 Perinteinen agenttiongelman.....	31
3.4.2 Määrävä osakkeenomistaja vähemmistöosakkeenomistajien agenttina ..	33
3.5 MÄÄRÄYSVALTAOSAKKEENOMISTAJAN LOJALITEETTIVELVOLLISUUS.....	37
3.5.1 Lojaliteetti agenttiongelman ratkaisuna.....	37
3.5.2 Lojaliteetti yleiskäsitteenä.....	38
3.5.3 Fidusiarisuhde ja fidusiarinen lojaliteetti .....	41

3.5.4	Osakkeenomistajien välinen suhde fidusiaarisuhteena .....	45
<b>4</b>	<b>LOJALITEETTIVOLLISUUS ANGLOAMERIKKALAISESSA YHTIÖ- OIKEUDESSA.....</b>	<b>50</b>
4.1	LOJALITEETTIVOLLISUUS YHDYSVALLOISSA .....	50
4.1.1	Yleistä doktriinista .....	50
4.1.2	Fidusiarisen lojaliteettivollisuuden soveltamistilanteet.....	52
4.1.2.1	Taloudelliset etuudet liiketoiminnasta .....	52
4.1.2.2	Freeze out -järjestelyt .....	54
4.1.2.3	Kontrollivallan myyminen ylihintaan .....	57
4.1.3	Harvainomistetut yksityiset osakeyhtiöt.....	59
4.2	LOJALITEETIN ILMENTYMIÄ YHDISTYNEESSÄ KUNINGASKUNNASSA.....	64
4.2.1	Määräysvaltaosakkeenomistaja varjojohtajana .....	64
4.2.2	Äänivallan käytön rajoittaminen.....	66
4.2.2.1	Bona fide for the benefit of the company .....	67
4.2.2.2	Fraud on the minority .....	70
4.2.2.3	Institutionaaliset sijoittajat.....	73
4.2.3	Unfair prejudice -muutoksenhaku .....	74
<b>5</b>	<b>LOJALITEETTIVOLLISUUS POHJOISMAISESSA YHTIÖOI- KEUDESSA .....</b>	<b>77</b>
5.1	LÄHTÖKOHTANA OSAKKEENOMISTAJAN OIKEUS ITSEKKYYTEEN .....	77
5.2	MÄÄRÄYSVALLAN KÄYTTÖÄ RAJOITAVA YLEISSÄÄNNÖS .....	79
5.2.1	Säätely .....	79
5.2.2	Yleislausekkeen soveltaminen.....	82
5.2.3	Yhteys yhdenvertaisuuteen .....	86
5.2.3.1	Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus.....	86
5.2.3.2	Yleislausekkeen erillisuus yhdenvertaisuudesta.....	89
5.2.4	Yhteys toiminnan tarkoitukseen .....	91
5.3	POHJOISMAINEN LOJALITEETTI .....	97
5.3.1	Oikeuden väärinkäytön kielto.....	98
5.3.2	Uskollisuusvelvollisuus .....	99
<b>6</b>	<b>LOPPUPÄÄTELMÄ.....</b>	<b>103</b>

## Lähteet

### Kirjallisuus

- Aarnio, Aulis*: Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta. Teoksessa: *Häyhä, Juha (toim.)*. Minun metodini, ss. 35–56. WSLT. Porvoo 1997. (Aarnio 1997)
- Airaksinen, Manne & Jauhiainen, Jyrki*: Osakeyhtiölaki. WSOY. Helsinki 1997. (Airaksinen & Jauhiainen 1997)
- Airaksinen, Manne, Pulkkinen, Pekka & Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I. Talentum Media Oy. Helsinki 2007. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007)
- Anabtawi, Iman & Stout, Lynn*: Fiduciary Duties for Activist Shareholders. *Stanford Law Review*, Vol. 60, Issue 5, Mar 2008, pg. 1255–1308. (Anabtawi & Stout 2008)
- Andenas, Mads & Wooldridge, Frank*: *European Comparative Company Law*. Cambridge University Press. New York 2009. (Andenas & Wooldridge)
- Andersson, Sten – Johansson, Svante – Skog, Rolf*: *Aktiebolagslagen. En kommentar. Del I, 1-10 kap.* Norstedts Juridik AB. Stockholm 2009. (Andersson – Johansson – Skog)
- Berle, Adolf A. Jr. & Means, Gardiner C.*: *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillian Company. 17<sup>th</sup> Printing. New York 1950. (Berle & Means 1950)
- Bergström, Clas – Högfeldt, Peter & Samuelsson, Per*: Om kravet på likabehandling av aktieägare. *Tidsskrift för Rettsvitenskap* 1–2, 1994 ss. 117–165. (Bergström – Högfeldt – Samuelsson 1994)
- Bergström, Clas & Samuelsson, Per*: *Aktiebolagets grundproblem*. Norstedts juridik AB. Stockholm 2001. (Bergström & Samuelsson 2001)
- Block, Dennis J. – Barton, Nancy E. – Radin, Stephen A.*: *The Business Judgment Rule. Fiduciary Duties of Corporate Directors. Fifth Edition. Volume 1*. Aspen Law & Business. New York 1998. With 2001 Cumulative Supplement. Aspen Law & Business. New York 2001. (Block et al. 2001)
- Burkart, Mike & Lee, Samuel*: *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*. Finance Working Paper N:o. 176/2007. ECGI Working Paper Series in Finance. (Burkart & Lee 2007)
- Cederberg, Lauri*: *Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistösuojaa silmälläpitäen*. Lakimies 1934 ss. 1–51. (Cederberg 1934)
- Cederberg, Lauri & Ylöstalo, Matti*: *Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä*. Kolmas, uudistettu painos. Werner Söderström Osakeyhtiö. Helsinki 1962. (Cederberg & Ylöstalo 1962)

- Coase, Ronald*: The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, Vol 4, No 16 (Nov., 1937), pg. 386–405. (Coase 1937)
- Commission on European Contract Law*: Principles of European Contract Law. Parts I and II. Prepared by the Commission on European Contract Law. Edited by Lando, Ole and Beale, Hugh. Kluwer Law International. The Hague 2000. (Commission 2000)
- Cooter, Robert & Freedman, Bradley J.*: The Fiduciary Relationship: Its economic character and legal consequences. *New York University Law Review*, Vol. 61, October 1991, pg. 1045–1075. (Cooter & Freedman 1991)
- Davies, Paul L.*: Gower and Davies' Principles of Modern Company Law. Seventh Edition. Sweet & Maxwell. London 2003. (Davies 2003)
- Dine, Janet*: Company Law. Macmillian Education Ltd. London 1991. (Dine 1991)
- Dotevall, Rolf*: Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Nordstedts Förlag. Stockholm 1989. (Dotevall 1989)
- Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R.*: Contract and Fiduciary Duty. *Journal of Law and Economics*, Vol. 36, No. 1, Part 2, John M. Olin Centennial Conference in Law and Economics at the University of Chicago, April 1993, pg. 425–446. (Easterbrook & Fischel)
- Ferran, Eilís*: Company Law and Corporate Finance. Oxford University Press. New York 1999. (Ferran 1999)
- Frankel, Tamar*: Fiduciary Law. *California Law Review*, Vol. 71, No. 3, May 1983, pg. 795–836. (Frankel 1983)
- Gilson, Ronald J.*: Controlling shareholders and corporate governance: Complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, April 2006, Vol. 119, N:o 6, pg. 1641–1679. (Gilson 2006)
- Gilson, Ronald J. & Gordon Jeffrey N.*: Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, 2003, pg. 785–843. (Gilson & Gordon 2003)
- Hannigan, Brenda - Prentice, Dan – Bryant, Ceri – Kay, Alex – Morris, Glynis D. – Shutkever, Carol - Palmer, James (eds.)*: Hannigan and Prentice: The Companies Act 2006 – A Commentary. LexisNexis Butterworths. London 2007. (Hannigan et al. 2007)
- Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier*: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*. Vol. 89, pg. 439–468, 2001. (Hansmann & Kraakman 2001)
- Hart, Oliver*: Firms, Contracts and Financial Structure. Clarendon Press. Oxford 1995. (Hart 1995)

- Helminen, Sakari*: Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Talentum Media Oy. Helsinki 2006. (Helminen 2006)
- Hirvonen, Ahti – Niskakangas, Heikki – Steiner, Maj-Lis*: Corporate governance – hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. WSOY. Helsinki 2003. (Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003)
- Hollington, Robin*: Minority Shareholders' Rights. Sweet & Maxwell. London 1990. (Hollington 1990)
- Huhtamäki, Ari*: Luotonantajavastuu. Lender Liability Suomessa – velvoiteoikeudellinen tutkimus luotonantajan vastuusta luotonottajaa kohtaan erityisesti USA:n oikeuteen verrattuna. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1993. (Huhtamäki 1993)
- Huttunen, Allan*: Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 196. Kirjayhtymä. Helsinki 1984. (Huttunen 1984)
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H.*: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, pg. 305–360. (Jensen & Meckling 1976)
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssi-yhtiössä. Oy Edita Ab. Helsinki 1999. (Kaisanlahti 1999)
- Kaisanlahti, Timo*: Minority shareholders in the Finnish system of Corporate Governance. The Research Institute of the Finnish Economy. Discussion Papers No. 810. Helsinki 2002. Available at: [http://etla.fi/files/632\\_dp810.pdf](http://etla.fi/files/632_dp810.pdf), cited on 22.1.2012. (Kaisanlahti 2002)
- Karhu, Juha*: Lojaliteettiperiaate sopimusoikeudessa – oikeudellista peruskartoitusta. Teoksessa *Vihervuori, Pekka – Hemmo, Mika – Tammi-Salminen Eva* (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kaartio 1938–30/8–2008, ss. 101–116. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, C-sarja n:o 39. Helsinki 2008. (Karhu 2008)
- Kivimäki, T. M. & Ylöstalo, Matti*: Suomen siviilioikeuden oppikirja. Yleinen osa. Kolmas, uudistettu painos, toimittanut Matti Ylöstalo. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 91. Werner Söderström Osakeyhtiö. Helsinki 1973. (Kivimäki & Ylöstalo 1973)
- Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward*: The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Oxford University Press. Oxford 2004. (Kraakman et al. 2004)
- Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö. Edita Publishing Oy. Helsinki 2002. (Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002)
- Laitinen, Sari*: Doing Business in the USA. Opas oikeudellisten riskien hallintaan Yhdysvalloissa. Talentum Media Oy. Helsinki 2007. (Laitinen 2007)

- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei*: Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, April 1999, Vol.2, pg. 471–517. (La Porta et al. 1999)
- Lindholm, Tomas & Holmström, Tommy*: Innebördens av aktiebolags styrelsemedlems s.k. fiduciary duty enligt finsk rätt – särskilt med hänsyn till offentliga köpeanbud. *JFT* 3/2005, ss. 278–294. (Lindholm & Holmström 2005)
- Lindholm, Tomas & Storå, Jakob*: Begreppet corporate benefit i finsk aktiebolags- och insolvensrätt. *JFT* 4/2010 ss. 405–421. (Lindholm & Storå 2010)
- Linna, Tuula*: Oikeuden väärinkäytön kielto ja sen sovelluksia. *Lakimies* 4/2004 ss. 622–638. (Linna 2004)
- Löytyniemi, Timo*: Valtio-omistus 2030 – mitä ja miksi? Raportti Pörssisäätiölle 2011. Saatavilla: <http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/porssisaation-raportti-valtio-omistus-2030-mita-ja-miksi>, viitattu 5.1.2012. (Löytyniemi 2011)
- Mikkola, Tuulikki*: Fidusiaarivastuu. Lapin yliopiston oikeustieteellisiä julkaisuja. Sarja B 29. Rovaniemi 2006. (Mikkola 2006)
- Mikkola, Tuulikki*: Oikeudellisten siirännäisten perusteista: esimerkkinä fidusiaarivastuu. *Lakimies* 5/2010, ss. 816–834. (Mikkola 2010)
- Muukkonen, P.J.*: Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. *Lakimies* 7/1993 ss. 1030–1048. (Muukkonen 1993)
- Mähönen, Jukka*: Law and economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa: *Kanninen, Vesa & Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen* 2, ss. 3–26. Kauppa-kaari Oyj. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1998. (Mähönen 1998a)
- Mähönen, Jukka*: Lojaalisuus ja yhteisöoikeus. Teoksessa *Kumpulainen, Anne (toim.): Juhla-julkaisu Leena Kaartio 1938–30/8–1998*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja A. Juhlajulkaisut N:o 7, ss. 231–248. Turku 1998. (Mähönen 1998b)
- Mähönen, Jukka*: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Oy Edita Ab. Helsinki 2001. (Mähönen 2001)
- Mähönen, Jukka & Villa, Seppo*: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOYpro. Helsinki 2006. (Mähönen & Villa 2006a)
- Mähönen, Jukka & Villa, Seppo*: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. WSOYpro. Helsinki 2006. (Mähönen & Villa 2006b)
- Mähönen, Jukka & Villa, Seppo*: Osakeyhtiö III. Corporate governance. WSOYPro. Helsinki 2006. (Mähönen & Villa 2006c)
- Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002. (Mäntysaari 2002)



- Mäntysaari, Petri*: Comparative corporate governance: shareholders as a rule-maker. Springer-Verlag. New York 2005. (Mäntysaari 2005)
- Mäntysaari, Petri*: The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law. Volume I: Cash Flow, Risk, Agency, Information. Springer. Heidelberg 2010. (Mäntysaari 2010)
- Määttä, Kalle*: Oikeustaloustieteen perusteet. Edita Publishing Oy. Helsinki 2006. (Määttä 2006)
- Nerep, Erik & Samuelsson, Per*: Aktiebolagslagen. En lagkommentar del 1. Kapitel 1-10. Andra upplagan. Thomson Reuters Professional AB. Stockholm 2009. (Nerep & Samuelsson 2009)
- Nicholson, Brent*: The fiduciary duty of close corporation shareholders: A call for legislation. American Business Law Journal, Vol 30, 1992, pg. 513–536. (Nicholson 1992)
- Nikkilä, Jukka O.*: Konzernirakenne ja osakkeenomistajan oikeussuoja. Lapin yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Acta Universitatis Lapponiensis. Rovaniemi 2006. (Nikkilä 2006)
- Olsson, Curt*: Aktiebolagslagens generalklausul, modell Finland. Særtryck af Festskrift til Professor dr. Juris O. A. Borum, 30. Juli 1964. Meddelanden från rättsvetenskapliga institutionen vid Svenska Handelshögskolan. Helsingfors Nr 8, 1964. (Olsson 1964)
- Puttonen, Vesa*: Onko omistamisella väliä? Elinkeinoelämän valtuuskunta, Pörssisäätiö. (EVA-raportti) Taloustieto Oy. Helsinki 2004. Saatavilla EVA:n kotisivuilla: <http://www.eva.fi/julkaisut/onko-omistamisella-valia/1685/>, viitattu 5.1.2012. (Puttonen 2004)
- Pönkä, Ville*: Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis N:o 5/2008, ss. 737–758. (Pönkä 2008)
- Rapakko, Timo*: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1990. (Rapakko 1990)
- Ribstein, Larry E.*: The Structure of the Fiduciary Relationship. Illinois Law and Economics Working Papers Series Working Paper No. LE03-003, January 2003. Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/pape.tar?abstract\\_id=397641](http://papers.ssrn.com/pape.tar?abstract_id=397641), cited 28.10.2011. (Ribstein 2003)
- Rotman, Leonard I.*: Fiduciary Law's "Holy Grail": Reconciling Theory and Practise in Fiduciary Jurisprudence. Boston University Law Review, Vol 91, pg. 921–971. (Rotman 2011)
- Sandström, Torsten*: Svensk aktiebolagsrätt. Norstedts Jurikid AB. Stockholm 2005. (Sandström 2005)

- Savela, Ari*: Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis N:o 1/2010, ss. 3–24. (Savela 2010)
- Schultén, Gerhard af*: Osakeyhtiölain kommentaari II. Talentum. Helsinki 2004 (Af Schultén 2004)
- Sheikh, Saleem*: A Guide to the Companies Act 2006. Routledge–Cavendish. London 2008. (Sheikh 2008)
- Siegel, Mary*: Fiduciary duty myths in close corporation law. Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 29, 2004, pg. 377–534. (Siegel 2004)
- Smith, Gordon D.*: The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty. Vanderbilt Law Review, Oct 2002, Vol. 55, Issue 5, pg. 1397–1497. (Smith 2002)
- Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Kauppakaari Oyj. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1997. (Timonen 1997)
- Timonen, Pekka*: Corporate governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Kauppakaari Oyj. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2000. (Timonen 2000)
- Timonen, Pekka*: Valtio omistajana ja yrittäjäriskin kantajana. Lakimies 7–8/2006, ss. 1312–1324. (Timonen 2006)
- Toiviainen, Heikki*: Yrityksen yhteiskuntavastuu ja corporate governance. Julkaistu Edilexissä 28.3.2005 osoitteessa: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/3076.pdf>. Julkaistu aiemmin teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): Business Law Forum 2004, ss. 389–435. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004. (Toiviainen 2004)
- Truyen, Filip*: General principles on the abuse of shareholders' rights in Nordic legislation. In *Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig* (eds.): Company Law and SMEs. Thomson Reuters Professional A/S. København 2010. Available at: <http://wr.no/storage/Artikler/FTR-artikkel2.pdf>, cited on 22.11.2011. (Truyen 2010)
- Turtiainen, Matti*: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004. Julkaistu myös Edilexissä 20.10.2005 osoitteessa <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/2682.pdf>, viitattu 29.12.2011. (Turtiainen 2004)
- Vahtera, Veikko*: Vaikutusvallan väärinkäyttö ja sen seuraamukset osakeyhtiössä. Julkaistu Edilexissä 15.4.2009 osoitteessa: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/0000.pdf>, viitattu 28.11.2011. Julkaistu aiemmin teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Yhtiöoikeudellisia kirjoituksia VI. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta 2007. (Vahtera 2007)
- Vahtera, Veikko*: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2011. (Vahtera 2011)
- Villa, Seppo*: Velkojan asema osakeyhtiössä. Talentum Media Oy. Helsinki 2003. (Villa 2003)

*Villa, Seppo*: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? *Lakimies* 4/2008 ss. 563–581. (Villa 2008)

*Wilhelmsson, Thomas & Jääskinen, Niilo*: Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt. 2. uudistettu painos. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1992. (Wilhelmsson & Jääskinen 1992)

*Werlauff, Erik*: Selskabsmasken –loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten. G.E.C Gads Forlag. København 1991. (Werlauff 1991)

*Ämmälä, Tuula*: Lojaliteettiperiaatteesta eräiden sopimustyyppien yhteydessä. Teoksessa *Saarnilehto, Ari* (toim.): Lojaliteettiperiaatteesta. Vastapuolen edun huomioon ottamisesta eri oikeuden aloilla, ss. 3–50. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja B, N:o 3. Turku 1994. (Ämmälä 1994)

### **Virallislähteet:**

Companies Act 2006 (c.46). Explanatory Notes. (Explanatory notes)

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

KOM(2011) 164 lopullinen. Euroopan komission Vihreä kirja EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevasta kehyksestä.

Prop. 1973:93. Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.; given Stockholms slott den 16 mars 1973.

Prop. 1975:103. Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.; beslutad den 10 april 1975.

Report on the proportionality principle in the European Union. Institutional shareholder services, Shearman & Sterling, European corporate governance institute. 18 May 2007. (Report on the proportionality principle in the European Union 2007)

The UK Stewardship Code. Financial Reporting Council. July 2010. (Stewardship Code)

### **Muut lähteet:**

Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. OECD Financial Market Trends 2008, pg. 117–132. Saatavilla osoitteessa: <http://www.oecd.org/dataoecd/27/49/40196131.pdf>, viitattu 29.1.2012. (OECD 2008)

Talouselämä 10.6.2011: ”Norjan valtion sijoitusrahasto paisui suurimmaksi.” Saatavilla osoitteessa: [www.talouselama.fi/stt/talous/norjan+valtios+sijoitusrahasto+ paisui+suurimmaksi/a640929](http://www.talouselama.fi/stt/talous/norjan+valtios+sijoitusrahasto+paisui+suurimmaksi/a640929), viitattu 29.1.2012. (Talouselämä 10.6.2011)

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 3.11.2011. Saatavilla osoitteessa: [http://www.valtionomistus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen\\_linjaukset/suomi/VNn\\_periaatepaeatoes\\_03112011.pdf](http://www.valtionomistus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/VNn_periaatepaeatoes_03112011.pdf), viitattu 29.1.2012. (Valtioneuvoston periaatepäätös 2011)

## **Oikeustapaukset**

Suomi

### **Korkein oikeus**

KKO 1984 II 188

KKO 1990:171

KKO 1991:46

KKO 1992:145

KKO 1993:130

KKO 1996:46

KKO 2007:72

KKO 2011:7

KKO 2011:68

### **Hovioikeudet**

HHO 29.11.2011 3520 S 10/1082

THO 7.7.1989 1988 S 9 Ika 3

THO 15.12.2006 2678 S 04/329

Yhdysvallat

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

*Donahue v. Rodd Electrotype Company of New England, Inc.*, 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505 (Mass., 1975)

*Harris v. Carter*, 582 A.2d 222, 16 Del. J. Corp. L. 785 (Del.Ch., 1990)

*Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation*, 535 A.2d 1334 (Del., 1987)

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

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

*Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S.Ct. 238 (U.S. Supr., 1939)

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

*Thorpe v. CERBO, Inc.*, 676 A.2d 436 (Del., 1996)

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

*Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 370 Mass. 842, N.E.2d 657 (Mass., 1976)

*Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, 64 USLW 2493 (Del., 1996)

#### Iso-Britannia

*Allen v. Gold Reefs of West Africa, Ltd.* [1900] 1 Ch. 656

*Bamford v. Bamford* [1970] Ch. 212, CA.

*Estmanco (Kilner House) Ltd. v. Greater London Council* [1982] 1 W.L.R. 2

*Greenhalgh v. Arderne Cinemas* [1951] Ch. 286

*Pender v. Lushington* (1877) L.R. 6 Ch. D. 70

*Shuttleworth v. Cox Brothers and Company, Ltd.* [1927] 2 K.B. 9, C.A.

#### Muut

*Peter's American Delicacy Co. Ltd.*, (1939) 61 CLR 457 (High Court of Australia)

## Lyhenteet

A.2d	Atlantic Reporter, Second Series (1938-)
ABL	aktiebolagslag 2005:551 (Ruotsi)
AKL	laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä 389/1988
All E.R.	All England Law Reports (1936-)
AML	arvopaperimarkkinalaki 495/1989
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896
C.A.	Court of Appeal
CA	Companies Act 2006 c. 46 (Englanti)
Ch.	Law Reports, Chancery Division (3 <sup>rd</sup> Series)
CLR	Commonwealth Law Reports
DGCL	Delaware General Corporation Law (Delawaren osavaltion osakeyhtiölaki)
EOYL	vuoden 1978 osakeyhtiölaki 734/1978
EWCA	Court of Appeal (England and Wales)
F.S.R.	Fleet Street Reports (1963-)
HE	hallituksen esitys
KKO	korkein oikeus
KPL	kirjanpitolaki 1336/1997
N.E.	North Eastern Reporter, Second Series (1936-)
N.Y.2d	New York Reports, Second Series (1956-)
OikTL	laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 228/1929
OYL	osakeyhtiölaki 624/2006
Prop.	(Regeringens) proposition (Ruotsi)
SRL	sijoitusrahastolaki 48/1999
TVYL	laki työeläkevakuutusyhtiöstä 354/1997
VOYL	vuoden 1895 laki osakeyhtiöstä 22/1895
W.L.R.	Weekly Law Reports (1953-)

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkielman aihe ja lähtökohdat

Eräs modernin suomalaisen yksityisoikeuden mielenkiintoisimmista kysymyksistä on *lojaliteetti*, jota pidetään yhtenä varallisuusoikeutemme kantavista periaatteista<sup>1</sup>. Lojaliteettivelvollisuuden tai -periaatteen sisällöksi varallisuusoikeudessa yleisesti ymmärretään kokonaisjärjestelyn osapuolen velvollisuus ottaa rajoitetusti huomioon muiden saman järjestelyn intressitahojen edut ja oikeudet sekä velvollisuus olla yksipuolisesti parantamatta omaa riskipositiotaan muiden vastaavia riskipositioita heikentämällä. Kyse on siten jossakin määrin *erilaisista* ja *erivahvuisista* velvollisuuksista ottaa omassa toiminnassaan huomioon toisten intressejä siihen määrään asti, että järjestelyn osapuolen omat oikeudet eivät kohtuuttomasti vaarannu.<sup>2</sup>

Tämän tutkielman aiheena on määräysvaltaa osakeyhtiössä käyttävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus. Lähtökohtaisesti Suomessa ja muissa Pohjoismaissa vallalla olevan doktriinin mukaan osakkeenomistajalla ei ole yleistä osakeyhtiöoikeudellista lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä tai muita osakkeenomistajia kohtaan. Sen sijaan angloamerikkalaisessa oikeudessa määräysvaltaosakkeenomistajan lojaliteettiasema on tietyissä rajoissa tunnustettu. Tutkielmassa selvitetään perusteita osakkeenomistajien välisen lojaliteetin olemassaololle ja pyritään edellä kuvattua lojaliteetin yleistä taustaa vasten hahmottamaan tällaisen lojaliteetin *yhtiöoikeudellista* sisältöä määräysvaltaosakkeenomistajan osakeyhtiöoikeudellisen vastuuaseman määrittäjänä.

Osakeyhtiöoikeudessa ja yleisemminkin kauppaoikeudessa lojaliteettivelvollisuus liittyy laajempaan tematiikkaan niin kutsutuista *fidusiaarivelvollisuuksista* tai *fidusiaarivasuusta*, jota koskeva oppi on peräisin angloamerikkalaisesta oikeudesta, mutta jonka ei voida katsoa olevan vieras muun muassa Suomenkaan oikeudelle. Fidusiaarisuhteissa on kyse fidusiaarin, eräänlaisen asiainhoitajan erityiseen luottamusasemaan perustuvasta velvollisuudesta hoitaa toisen henkilön, päämiehen, asioita.<sup>3</sup> Fidusiaarin lojaliteettivelvol-

---

<sup>1</sup> Ks. Mähönen 1998b s. 231. Lojaliteetin katsotaan olevan vakiintuneesti voimassa yleisenä periaatteena ilman nimenomaista lainsäädännöstä. THO 2006:16. Ks. myös Huhtamäki 1993 s. 40.

<sup>2</sup> Karhu 2008 s. 101, 114; Ämmälä 1994 s. 3. Ks. lojaliteetista yleiskäsitteenä tarkemmin jakso 3.5.2.

<sup>3</sup> Kivimäki & Ylöstalo 1973 s. 255–256; Mähönen 1998b s. 232–233, 235. Ks. myös Huhtamäki 1993 s. 55, 58–59.

lisuus päämiestään kohtaan on edellä kuvattuun yleiseen varallisuus oikeudelliseen lojaliteettiin verrattuna erityisen korostunut.

*Fidusiaariset velvollisuudet* ovat olleet vuosia merkittävä osa erityisesti angloamerikkalaisista modernia *corporate governance* -ajattelua, jonka keskeiset teemat liittyvät yrityksen päätöksentekoon ja vaikutusvaltasuhteisiin. Kansainvälisessä *corporate governance* -keskustelussa on perinteisesti painotettu noteerattujen yhtiöiden perusongelmana olevan omistuksen ja johdon eriytymisen lähtökohdista käsin johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta, jota on kuvattu taloustieteellisellä päämies-agenttiteorialla. Yrityksen ammattijohto nähdään yhtiön liiketoiminnan hoidossa osakkeenomistajien agenttina, jonka on fidusiaarisuhteen avoimuudesta johtuen mahdollista pyrkiä opportunistisesti edistämään omia intressejään yhtiön kustannuksella. Yhtiöoikeudellinen sääntely on tämän seurauksena kansainvälisesti ja myös Suomessa kulkenut yritysjohdon fidusiaarista vastuuta korostavaan suuntaan. Johdon lojaliteettivelvollisuus nähdään viimekätisenä sääntönä, jolla pyritään hillitsemään agentin opportunistia.

Valtavirtatutkimuksen perusoletus määräysvallan siirtymisestä yritysjohdolle omistuksen hajautumisen seurauksena on nykyisin kyseenalaistettu, sillä valtaosassa oikeusjärjestyksiä yleisin osakeyhtiöiden omistusrakenne on hajaantuneen omistusmallin sijaan keskittynyt. Suurimmassa osassa pörssiyrityksiä on sekä Suomessa että kansainvälisesti määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja tai ryhmä tällaisia osakkeenomistajia, joilla on joko enemmistöosakeomistukseen tai muuhun vallan mekanismiin perustuen määräysvalta osakeyhtiössä ja usein tosiasiallinen mahdollisuus kontrolloida yhtiön toimintaa.<sup>4</sup>

Määräysvallan keskittäminen on eräs keino osakkeenomistajien ja yritysjohdon välillä vallitsevan päämies-agenttisuhteen aiheuttaman intressiristiriidan pienentämisessä.<sup>5</sup> Sääntelyjärjestelmän tehokkuusnäkökulmasta kontrolliosakeomistus on perusteltu mekanismi johdon tehokkaan valvonnan toteuttamisessa. Valvontamekanismilla on kuitenkin hintansa, sillä kontrolliomistajan on mahdollista tavoitella itselleen osakeomistukseen perustumatonta ylimääräistä taloudellista hyötyä.<sup>6</sup> Kontrollin keskittyminen muutamien osakkeenomistajien käsiin synnyttääkin toisen yhtiöoikeudellisen agenttiongelman, koska

---

<sup>4</sup> Timonen 2000 s. 90; Gilson 2006 s. 1643–1645.

<sup>5</sup> Vallan keskittämistä on varsinkin historiallisesti pidetty tarpeellisenä vahvan ja asianmukaisen liikkeen johdon aikaansaamiseksi. Ks. Cederberg 1934 s. 13.

<sup>6</sup> Gilson 2006 s. 1651.



todellinen intressiristiriita osakeyhtiön toimintaympäristössä siirtyy tällöin määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välille. Agenttiongelmassa on kyse sinänsä lailliseen vallankäyttöoikeuteen perustuvasta kontrolliosakkeenomistajan mahdollisuudesta väärinkäyttää asemaansa vähemmistöosakkeenomistajien vahingoksi. Tällaisessa teoreettisessa viitekehyksessä toimivan ja tehokkaan corporate governance -järjestelmän on suojattava vähemmistöosakkaiden oikeuksia ja sijoitusten arvoa ja pyrittävä tässä tarkoituksessa estämään kontrollivallankäyttäjien mahdollisuuksia hankkia itselleen ylimääräistä haitallista kontrollihyötyä.<sup>7</sup>

Lähtökohtana tutkielmassa on perusteltu näkemys lojaliteetin *tarkoituksenmukaisuudesta* ja *välttämättömyydestä* osakkeenomistajien välisen agenttisuhteen ja siitä aiheutuvan agentin opportunistisen käyttäytymisen mahdollisuuden ehkäisykeinona.<sup>8</sup> Kuvattu murros osakeyhtiöiden omistusrakenteissa puoltaa tarvetta ulottaa perinteisesti osakeyhtiön johtoon sovellettua lojaliteettivelvollisuutta vastaava velvollisuus kontrolliosakkeenomistajan määräysvalta-asemaan perustuvan vallankäytön sääntelyyn. Määräysvaltaosakkeenomistajan asema osakeyhtiössä muodostuu tällöin mielenkiintoiseksi, koska tällainen omistaja on yhtäältä osakkeenomistaja osakkeenomistajille kuuluvine oikeuksineen, toisaalta asemansa perusteella fidusiaristen velvollisuuksien haltija.

## 1.2 Tutkimuskohde ja aiheen rajaus

Tutkielma keskittyy vastaamaan lähinnä kahteen tutkimustavoitteeseen, joista ensimmäinen on oikeustaloustieteellistä argumentaatiota hyödyntävä ja toinen selkeämmin lainopillinen. Tutkielmassa pyritään *ensinnäkin* vastaamaan kysymykseen lojaliteetin tarpeellisuudesta osakkeenomistajien välisen suhteen sääntelyssä. Tältä osin keskitytään ottamaan perustellusti kantaa yhtäältä pakottavan sääntelykeinojen tarpeellisuuteen ja toisaalta edellytettävän lojaliteetin korostuneeseen, fidusiariseen luonteeseen. Keskeisenä tutkimuskysymyksenä on, onko osakkeenomistajien välisessä suhteessa sellaisia piirteitä, jotka puoltavat fidusiarisen lojaliteettivastuun soveltamista määräysvaltaosakkeenomistajaan. *Toisena* tutkimustavoitteena on sen selvittäminen, onko lojaliteetille *fidusiarisen lojaliteettivelvollisuuden* (avoin käyttäytymisnormi) ohella olemassa vaihtoehtoisia, toimivia sääntelykeinoja. Tältä osin angloamerikkalaista lojaliteettia peilataan sijoittajansuojan

---

<sup>7</sup> Corporate governance -järjestelmää, joka mahdollistaa kontrolliosakkeenomistajan toiminnan haitallisen kontrollihyödyn saamiseksi, pidetään yleisesti huonona. Ks. mm. Vahtera 2011 s. 422.

<sup>8</sup> Tässä mielessä tutkielman näkökulman voidaan katsoa perustuvan angloamerikkalaiseen käsitykseen yhtiöoikeuden tarkoituksesta.

näkökulmasta pohjoismaiseen osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta korostavaan sääntelyyn.

Pohjoismaisen yhtiöoikeuden osalta voimassa olevan oikeustilan selvittämisen ja tulkinnan kohteena tutkielmassa on varsinaisen lojaliteettidoktriinin puuttumisen vuoksi osakkeenomistajien yhdenvertaisuudelle pohjautuva niin sanottu pohjoismainen *yleissäännös*, jolla vähemmistöosakkeenomistajia suojataan määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan opportunistilta kieltämällä vallan väärinkäyttö vähemmistöosakkeenomistajien ja yhtiön vahingoksi.<sup>9</sup> Oikeuskirjallisuudessa tästä säännöksestä on tulkittu seuraavan määräysvaltaosakkeenomistajalle angloamerikkalaista doktriinia vastaava fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan<sup>10</sup>. Tutkielmassa pyritään selvittämään, onko määräävällä osakkeenomistajalla pohjoismaisessa oikeudessa vallitsevasta doktriinista huolimatta tällaista velvollisuutta ja mikä lojaliteetin sisältö mahdollisesti on. Tarkastelu painottuu Suomen oikeustilaan, mutta käsittelyssä nojaututaan yhtiöoikeuskulttuurien samankaltaisuudesta ja lojaliteetikysymyksen kannalta hedelmällisestä keskustelusta yleislausekkeen ilmentymistä johtuen ennen kaikkea ruotsalaiseen lähdeaineistoon.

Pohjoismaisen lojaliteetin soveltamisalan ja sisällön määrittämiselle haetaan johtoa angloamerikkalaisista oikeusjärjestyksistä, joissa osakkeenomistajien fidusiaarisen lojaliteettivelvollisuuden doktriinia on pidetty pohjoismaista yhtiöoikeutta kehittyneempänä, ja joiden oikeuskäytännössä syntyneitä oikeusohjeita on siksi mielekästä käyttää hyväksi määriteltäessä ja tulkittaessa Suomen voimassaolevaa oikeutta. Valituista vertailumaista Yhdysvaltojen kontrolliosakkeenomistajan fidusiaariavastuun doktriinia on pidetty kansainvälisesti vertaillen kaikkein pisimmälle vietyinä<sup>11</sup>. Myös Yhdistyneen kuningaskunnan yhtiöoikeudessa, jonka tarkastelu yhdistää tutkielman tematiikkaa eurooppalaiseen toimintaympäristöön<sup>12</sup>, on selvästi havaittavia lojaliteetin ilmentymiä, vaikkakaan periaatetta ei ole doktriinin tasolla siellä tunnustettu. Tarkoituksena tutkielmassa on esittää perusteltu tulkinta lojaliteettivelvollisuuden merkityksestä osakeyhtiössä määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan toiminnan oikeudellisessa arvioinnissa.

---

<sup>9</sup> HE 109/2005 vp s. 39.

<sup>10</sup> Ks. esim. Mähönen & Villa 2006a s. 144–145.

<sup>11</sup> Kraakman et al. 2004 s. 127–128.

<sup>12</sup> Yhdistyneen kuningaskunnan oikeusjärjestelmä ei kuitenkaan kuulu Euroopan kontinentaaliseen oikeusjärjestelmään. Yhtiöoikeudellisista oikeusryhmistä kontinentaalinen (myös mannereurooppalainen) yhtiöoikeus on jätetty tämän tutkielman aihepiirin ulkopuolelle.

Lukuisat relevantit erityiskysymykset jäävät aiheen ja rajoitetun tilan vuoksi tutkielman ulkopuolelle. Tutkielmassa ei pääsääntöisesti yksittäisiä mainintoja lukuun ottamatta tarkastella lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen varalle säädettyjä tehosteita, eli osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta eikä Suomen OYL 23 luvun mukaisia säännöksiä vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvasta osakkeenomistajan lunastusvelvollisuudesta ja yhtiön purkamisesta. AML 6 luvun säännöksiä julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta, erityisesti niin sanottua arvopaperimarkkinaoikeudellista *sijoittajan tasapuolisen kohtelun vaatimusta* (AML 6.2 §)<sup>13</sup>, ei käsitellä tutkielmassa, vaikkakin sanotun periaatteen voi tulkita osaltaan ilmentävän osakkeenomistajalle asetettua velvollisuutta toimia lojaalisti muita osakkeenomistajia kohtaan. Ylipäätään ensisijaisena näkökulmana tutkielmassa on lojaliteettivelvollisuuden arviointi yhtiön normaalitilassa eli silloin, kun osakeyhtiö ei ole välittömän määräysvallan siirtymisen kohteena. Määräysvallan käyttämiseen ja kontrolliomistukseen liittyvä yhtiöoikeustutkimus on usein määräysvaltakilpailuun ja määräysvallan siirtymiseen keskittyvää huolimatta siitä, että määräysvallan siirtyminen on yhtiöiden arkipäivässä suhteellisen harvinaista.<sup>14</sup>

Määräysvaltaosakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien välinen intressiristiiriita on mahdollista laajentaa kysymykseksi osakeyhtiössä määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien vastuuseen koko yhtiötä eli kaikkia sen sidosryhmiä kohtaan.<sup>15</sup> Määräysvaltaosakkeenomistajien mahdollisesti laajempi yhteiskunnallinen vastuu on rajattu tutkielman ulkopuolelle ja kontrolliomistajien lojaliteettivelvollisuutta tarkastellaan ainoastaan suhteessa yhtiöön ja toisiin osakkeenomistajiin.

### 1.3 Käytetyt metodit

Tutkielman metodologia on kaksijakoinen perustuen sekä lainoppiin että oikeustaloustieteeseen. Käsiteltäessä lojaliteettivelvollisuuden sisältöä vertailumaissa sekä Pohjoismaisen yleislausekkeen kautta, tutkimusote on käytännölliseen lainoppiin perustuva ja tut-

---

<sup>13</sup> Tasapuolisen kohtelun vaatimus, vaikkakin sitä koskeva oikeusohje ilmenee lain 6.2 §:sta, muodostuu kuitenkin arvopaperikauppaa ja arvopaperikaupassa toimijoita laajemmin sääntelevistä arvopaperimarkkinain säännöksistä sekä Finanssivalvonnan (ent. Rahoitustarkastus) ohjeista ja suosituksista, joista muodostuu yhteinen tulkinnallinen kokonaisuus. Ks. Villa 2008 s. 571.

<sup>14</sup> Ks. myös Vahtera 2011 s. 383.

<sup>15</sup> Tällöin tarkasteltavaksi tulisi ennen kaikkea niin sanotuille institutionaalisille sijoittajille asetettavat erityiset velvollisuudet muun muassa laajempien tiedonantovelvollisuuksien muodossa. Mähönen & Villa 2006a s. 85–86.

kielman pääasiallisena tavoitteena on tällöin määräysvaltaosakkeenomistajan asemaa koskevan oikeusjärjestyksen sisällön selvittäminen. Käytännöllisessä lainopissa olennaista on perusteltujen kannanottojen tuottaminen oikeusjärjestyksen sisällöstä oikeudellisen argumentaation keinoin<sup>16</sup>. Vaikka tutkimus kohdistuu voimassa olevan sääntelyn tilaan, merkitystä annetaan myös nykytilaan johtaneelle kehitykselle.

Määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajien velvollisuuksien ja vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuojaa koskevan sääntelyn toimivuuden edellytykset voidaan pitkälti johtaa taloustieteellisestä argumentaatioperustasta, mikä puoltaa oikeustaloustieteellisen tutkimusmenetelmän soveltamista osakkeenomistajien välisen suhteen tutkimukseen.<sup>17</sup> Taloustieteen hyödyntäminen yhtiöoikeustutkimuksessa perustuu siihen, että kauppa-oikeus yleisesti ja osakeyhtiöoikeus sen osana ovat kehittyneet taloudellisen vaihdannan kehityksen myötä ja sen tarpeisiin. Jotta oikeustieteellisellä tutkimuksella olisi merkitystä elinkeinoelämän käytäntöjä kehitettäessä, sen on huomioitava taloudellisen toiminnan ja sääntelyn kiinteä yhteys.<sup>18</sup>

Tämän tutkielman näkökulma perustuu väljästi neoinstitutionaaliseen oikeustaloustieteen sekä sopimusverkkoajattelun hyödyntämiseen. Yleisesti taloustiedettä ja sen tutkimustuloksia voidaan oikeustutkimuksessa hyödyntää joko taloustiedettä painottavan lain-tulkintaopin tai *de lege ferenda* -tyyppisen tutkimuksen kautta.<sup>19</sup> *De lege ferenda* -oikeustaloustieteessä tarkastelu keskittyy säädettävän lain tehokkuuden arviointiin suhteessa lain tavoitteisiin. Tutkimussuuntaus pitää edelleen sisällään muun muassa niin kutsutun *regulaatioteorian*, jolle ominaista on sen analysointi, minkälaista oikeudellisen sääntelyn tulisi olla, jotta se mahdollisimman tarkoituksenmukaisesti täyttäisi sille asetetut tavoitteet.<sup>20</sup> Tämä tutkielma on näkökulmaltaan ensisijaisesti regulaatioteoreettinen *de lege*

---

<sup>16</sup> Aarnio 1997 s. 49.

<sup>17</sup> Luonnollisesti oikeustaloustieteen malleja hyödynnettäessä tulee huomioida taloustieteen tutkimuksen lähtökohdat ja näkökulmien rajallisuus, jotka saattavat edellyttää oikeustutkimuksen omien kysymyksenasettelujen uudelleenarviointeja. Määttä 2006 s. 50–51.

<sup>18</sup> Timonen 2000 s. 19–20.

<sup>19</sup> Toistaiseksi oikeustaloustiede on Suomessa painottunut *de lege ferenda* -tutkimukseen, kun taas taloustieteellisten argumenttien käyttöön tulkintatilanteissa on suhtauduttu varauksellisesti jopa oikeustaloustieteilijöiden keskuudessa. Pidättäytymisen syynä voidaan nähdä pysyttäytyminen perinteisessä, ennen muuta Aulis Aarnion konstruoidussa normatiivisessa laintulkintaopissa, jossa sovellettavan oikeuslähdeopin seurauksena taloudellisen argumentaation sovellettavuus tulkintatilanteissa on jäänyt kapeaksi. Vahtera 2011 s. 37. Ks. *Mähönen, Jukka*: Taloustiede lain tulkinnassa, *Lakimies* 1/2004 ss. 49–64, s. 49–50. Ks. tarkemmin Timonen 1997 s. 122; Määttä 2006 s. 51.

<sup>20</sup> Ks. *Määttä, Kalle*: Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. Helsinki 1999 s. 9-17; Vahtera 2011 s. 37–38.

*ferenda* -tutkimus, jossa pyritään saatujen tulosten perusteella esittämään kehitysehdotuksia vallitsevaan oikeusjärjestelmään<sup>21</sup>. Metodivalintaa voidaan pitää perusteltuna, koska taloustieteellinen modernin yrityksen teoria, jolle myös agenttiongelma rakentuu, on vaikiintunut yhtiöoikeudellisen corporate governance -tutkimuksen teoreettiseksi lähtökohdaksi. Taloustieteellisen argumentaation hyväksikäyttö on lähes välttämätöntä kehitettäessä tehokasta corporate governance -järjestelmää.

#### 1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielma jakaantuu kuuteen päälukuun, joista ensimmäinen muodostaa johdanto-osan ja viimeinen tutkielman loppupäätelmät. *Johdannossa* on määritelty tutkielman aihe rajauksineen, asetettu tutkimusongelma sekä esitelty käytetyt metodit ja työn rakenne. Ajatuksellisesti tutkielman käsittelyosa koostuu kahdesta osiosta: luvut kaksi ja kolme muodostavat tutkielman oikeustaloustieteellisen perustan, johon neljännessä ja viidennessä lainopillisessa luvussa tukeudutaan.

*Toisessa* luvussa esitetään lyhyesti se lojaliteettivelvollisuuden oikeustaloustieteellinen viitekehys, johon tutkielman myöhemmät luvut perustuvat. Luvun alussa käsitellään talusteoreettista näkökulmaa osakeyhtiöön ja tarkastellaan lojaliteettia oikeustaloustieteen keskeisen tutkimusongelman, taloustieteellisen tehokkuuden ja oikeustieteellisen oikeudenmukaisuuden ristiriidan näkökulmasta. Lisäksi osakkeenomistajien välistä suhdetta tarkastellaan moderniin yrityksen teoriaan perustuvan sopimusteorian näkökulmasta ja tätä taustaa vastaan luodaan taloudellinen perustelu pakottavan sääntelyratkaisun ja erityisesti lojaliteetin välttämättömyydelle osakkeenomistajien välisen sopimussuhteen sääntelyssä.

Tutkielman *kolmannessa* luvussa käsitellään määräysvaltaosakkeenomistajan asemaa osakeyhtiön institutionaalisessa järjestelyssä osakkeenomistajien välisen suhteen sääntelyn kannalta keskeisen päämies-agenttiteorian näkökulmasta. Luvussa tuodaan esille kansainvälisessä corporate governance -keskustelussa tapahtunut murros ja sen merkitys

---

<sup>21</sup> Tutkielmassa suhtaudutaan *de lege ferenda* -painotuksesta huolimatta myönteisesti oikeustaloustieteen käyttämiseen laintulkinnan metodina. Lain tulkinnassa otollisin maaperä taloustieteellisten argumenttien käytölle ylipäätään on silloin, kun lain säännökset ovat hyvin joustavia tai kun asiasta ei ole lainkaan säädetty lain tasolla. Ks. Määttä 2006 s. 50–51. Osakkeenomistajan fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus perustuu, siltä osin kuin siitä eri maissa on säädetty, avoimeen ja joustavaan periaateperusteiseen sääntelyyn, jonka tulkinnassa talusteoreettisten argumenttien eli niin sanottujen *reaaliargumenttien* käyttö on perusteltua. Ks. Timonen 1997 s. 129–130.

osakkeenomistajien välisen agenttisuhteen intressikonfliktien sääntelylle. Luvun toinen keskeinen teema on tätä agenttisuhdetta määrittävä määräysvaltaosakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus, jota lähestytään sekä sopimusoikeudellisesta että yhtiöoikeuteen vaikiintuneen angloamerikkalaisessa oikeudessa kehittyneen fidusiaarioikeuden näkökulmasta. Luvussa osoitetaan, että osakkeenomistajien välistä suhdetta voidaan mielekkäästi pitää erityistä luottamusta edellyttävänä fidusiaarisuhteenä, ja että osakkeenomistajan lojaliteetti yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan on luonteeltaan nimenomaan fidusiaarista.

Luvut *neljä* ja *viisi* muodostavat tutkielman keskeisen lainopillisen sisällön, sillä niissä määritellään osakkeenomistajan fidusiaarisen lojaliteetin sisältöä ja ilmentymiä. Neljännessä luvussa tarkastellaan kontrolliosakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden määrittelyä ja ilmentymiä angloamerikkalaisessa oikeusjärjestelmässä eli Yhdysvaltojen ja Yhdistyneen kuningaskunnan yhtiöoikeudessa. Luvussa pyritään yksilöimään niitä olosuhteita ja tilanteita, joiden vallitessa tällaisen velvollisuuden olemassaolo on tunnustettu tai se muuten ilmenee. *Viidennessä* luvussa tarkastellaan angloamerikkalaista taustaa vasten lojaliteettia pohjoismaisen voimassa olevan yhtiöoikeuden, ennen kaikkea Suomen, kannalta. Vallitsevan doktriinin puuttuessa tarkastelu keskittyy fidusiaarisen lojaliteettivelvollisuuden formuloimiseksi pohjoismaalaisen yleislausekkeen taustojen ja sisällön selvittämiseen. Yleislausekkeen itsenäistä soveltamisalaa ja merkitystä hahmotetaan erittelemällä sen suhdetta yhdenvertaisuuteen ja yhtiön toiminnan tarkoitukseen. Luvun lopuksi esitetään tulkinta yleislausekkeen ilmentämästä fidusiaarisesta lojaliteetista.

Tutkielman päättävä *kuudes* luku kokoaa käsitellyt teemat yhteen. Siinä esitetään tutkielman keskeiset havainnot ja näkökohdat ja esitetään niistä johtopäätöksiä vallitsevaa oikeustilaa koskien.

## 2 MÄÄRÄYSVALTA OIKEUSTALOUSTIETEELLISESSÄ VIITEKEHYKSESSÄ

### 2.1 Lojaliteetti tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden näkökulmasta

Taloustiede tieteenä on syntynyt pitkälti resurssien rajallisuuden seurauksena. Resurssien ollessa rajallisia, voimavarat on kohdennettava kansantalouden kannalta *tehokkaimmalla* tavalla.<sup>22</sup> Taloudellisen analyysin avulla on mahdollista osoittaa olemassa olevan tilan suhteellinen tehostomuus ideaalitilaan nähden ja nostaa esille kaikki mahdolliset vaihtoehdot tilanteen parantamiseksi, joista voidaan valita käytännössä paras mahdollinen säätelyvaihtoehto.<sup>23</sup> Taloustieteen hyödyntäminen oikeustutkimuksessa perustuukin keskeisesti oikeussääntöjen tehokkuusvaikutusten analysointiin. Oikeustaloustieteen ydinalueeseen kuuluu tehokkuusargumenttien ja oikeustieteelle tyypillisten oikeudenmukaisuusargumenttien välisen ristiriidan, joka syntyy aina, kun tulojen uudelleenjakoa ei voida toteuttaa ilman kustannuksia, ratkaiseminen.<sup>24</sup>

*Tehokkuudella* tarkoitetaan taloustieteessä joko *Pareto-* tai *Kaldor-Hicks-tehokkuutta*<sup>25</sup>. Molemmat tehokkuuskriteerit ovat oikeudenmukaisuuden näkökulmasta ongelmallisia; tästä huolimatta pareto-tehokkuus, jolla tarkoitetaan sitä, ettei jonkin tahon asemaa ole parannettavissa ilman, että jonkin toisen tahon asema tämän seurauksena heikkenee, on yksityisoikeudessa helpompi lähtökohta.<sup>26</sup> Tilannesidonnaisena yläkäsitteenä pidetyllä *oikeudenmukaisuudella* voidaan puolestaan tarkoittaa joko yhdenmukaisuuden, perusteltujen odotusten suojaamisen tai ansaitsemisen periaatteita. Kuten jäljempänä ilmenee, määräysvaltaosakkeenomistajan toimia ja vähemmistön suojaa on arvioitu lähinnä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden sekä osakkeenomistajilla olevien osakeomistukseen perustuvien perusteltujen odotusten näkökulmasta, kun taas arvostuksellista ansaitsemisen periaatetta, jonka mukaan jokaiselle kuuluvat ne edut ja rasitukset, jotka tämä on *ansain-*

---

<sup>22</sup> Vahtera 2011 s. 42.

<sup>23</sup> Kaisanlahti 1999 s. 45.

<sup>24</sup> Timonen 1997 s. 80, 83.

<sup>25</sup> Tämän tehokkuusmääritelmän mukaan muutos on Kaldor-Hicks-tehokas, jos siitä hyötyvät voisivat voitoistaan kompensoida muille aiheutuneet tappiot, jolloin kaikkien hyvinvointi olisi vähintään lähtötasolla. Kaldor-Hicks-tehokkuudella operoiminen on yksityisoikeudessa ongelmallista, koska yksityisoikeudessa ei toteuteta tulonjakoa. Timonen 1997 s. 80–81.

<sup>26</sup> On perusteltua sallia sellainen ansaitseminen tai rikastuminen, joka ei huononna kenenkään muun asemaa. Ks. Timonen 1997 s. 81–82.

*nut*, ei ole vaikean täsmennettävyytensä johdosta pidettävä soveltuvana osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen arviointiin<sup>27</sup>.

Osakeyhtiötä tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välisestä ristiriidasta tarkasteltaessa huomataan, että osakeyhtiö on jo lähtökohdiltaan tehokkuuteen perustuva instituutio. Tästä huolimatta väitettyä oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden ristiriitaa ei osakeyhtiössä itse asiassa esiinny, sillä oikeudenmukaisuuden turvaaminen tarkoittaa samalla tehottoman vaihdannan estämistä. Esimerkiksi määräysvaltaosakkeenomistajan vallan väärinkäyttö osakeyhtiössä on tyypillisesti joko informaatioepäsymmetriaan perustuvaa tai varastamista<sup>28</sup>, jotka molemmat ovat osakeomistukseen markkinoilla kohdistuvien odotusten vastaisia toimia ja siten sekä tehokkuus- että oikeudenmukaisuusajattelun vastaisia.<sup>29</sup> Kun määräysvaltaosakkeenomistajan *lojaliteetilla* pyritään estämään määräysvaltaa käyttävän tahon opportunistista käyttäytymistä ja siten turvaamaan oikeudenmukaisuuden toteutumista osakeyhtiössä, edistetään samalla mahdollisimman tehokkaan corporate governance -järjestelmän toteuttamista markkinoiden tehokkuuden turvaamiseksi.

## 2.2 Moderni yritys

Taloustieteessä yritys hahmotetaan välineenä tuotannon organisoimiseksi tehokkuusetujen saavuttamiseksi, eikä yrityksen tuloksen muodostumisprosessi ole liiketaloudellisessa mielessä sidoksissa siihen, missä oikeudellisessa muodossa yritystoimintaa harjoitetaan.<sup>30</sup> Taloustieteen koulukunnista makrotaloudelliselle täydellisten markkinoiden oletukselle perustuva neoklassismi<sup>31</sup> pelkistää yrityksen eräänlaiseksi *markkinapaikaksi*, jolla yrityksen eturyhmät kohtaavat. Neoklassinen yrityksen malli kuvaa yritystä ulkoisesti "mustana laatikkona", jonka läpi kulkee yritystoimintaa määritteleviä tuotannontekijä- ja suorite- sekä rahavirtoja, ja jonka tarkoituksena on pyrkiä maksimoimaan voittonsa (tuotantokustannusten ja kokonaistuottojen erotus) ja kulloisenkin nykyarvonsa.<sup>32</sup> Neoklassinen yri-

---

<sup>27</sup> Timonen 1997 s. 80–82, 84–85.

<sup>28</sup> "Varastamisella" tarkoitetaan epäoikeudettomien etujen hankkimista vähemmistön vahingoksi.

<sup>29</sup> Vahtera 2011 s. 56, 61, 64–65.

<sup>30</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 171.

<sup>31</sup> Täydellisillä markkinoilla järjestelmä on tasapainotilassa (*equilibrium*) tai hakeutumassa kohti sellaista. Tähän perustuu oletus, jonka mukaan järjestelmän häiriötön toiminta itsessään tuottaa tasapainotuloksen, joten yhteiskunnan tulisi mahdollisimman vähän puuttua markkinoiden toimintaan. Ks. Timonen 1997 s. 44.

<sup>32</sup> Jensen & Meckling 1976 s. 306–307; Mähönen 2001 s. 126–127.



tysmalli on eduistaan<sup>33</sup> huolimatta kohdannut runsasta kritiikkiä ja sellaisenaan se vastaa-  
kin todellisuutta heikosti.<sup>34</sup>

Vallalla olevassa yhtiöoikeustieteessä onkin pääosin luovuttu neoklassismista pelkiste-  
tyimmillään.<sup>35</sup> Taloustieteessä neoklassisen taloustieteen ongelmiin on yritetty vastata  
laventamalla sen käyttäytymisoletuksia (*ceteris paribus* -oletuksia) huomioimalla toimi-  
joiden rationaalisuuden rajoittuneisuus, transaktiokustannukset sekä instituutioiden ole-  
massaolo.<sup>36</sup> Tällaista neoklassisen taloustieteen haastanutta instituutioiden ja dynaamisten  
prosessien merkitystä korostavaa suuntausta kutsutaan neoinstitutionalismiksi (tai neoins-  
titutionaaliseksi taloustieteeksi).<sup>37</sup> Neoinstitutionalismilla on ollut merkittävä vaikutus  
modernin yrityksen teorian syntymiselle yhtiöoikeudessa. Juuri institutionaaliset järjeste-  
lyt ovat niin sanotun *transaktiokustannusanalyysin*, jonka mukaan resurssien omistajien  
yhteistyö yrityksen muodossa vähentää liiketoimintakustannuksia siihen verrattuna, että  
jokainen toimija toimisi itsenäisesti, ja siihen pitkälti perustuvan modernin yritysteorian  
keskeinen kohde.<sup>38</sup>

Oikeustaloustieteessä ja osakeyhtiöoikeudessa esillä olevan modernin yrityksen teorian  
mukaan yritys koostuu panos- ja tuotosvirtoja sääntelevistä *sopimuksenomaisista suh-*

---

<sup>33</sup> Neoklassismin etuina on pidetty mallin matemaattista muunneltavuutta ja yksinkertaisuutta sekä johtopää-  
tösten empiiristä testattavuutta. Kisanlahti 1999 s. 53–54.

<sup>34</sup> Mallia on kritisoitu ennen kaikkea sen vuoksi, ettei se kerro mitään yrityksen sisäisestä organisaatiosta tai  
yrityksen sisällä tapahtuvasta tuotannosta. Toinen puutteellisuus koskee tuotantontekijöitä: miksi osa tuo-  
tontekijöistä ostetaan yrityksen ulkopuolelta ja osa valmistetaan itse. Edelleen, teoria ei selitä yritysten  
kasvua ja siinä yrityksen päätöksenteko ja informaatio oletetaan kustannuksettomiksi. Timonen 1997 s. 132.  
Ks. kritiikistä tarkemmin Hart 1995 s. 17.

<sup>35</sup> On huomattava, että moderni neoklassinen taloustiede on 1900-luvun loppupuolelta lähtien uudistunut  
perinteiseen suuntaukseen verrattuna täydellisesti ja monet neoinstitutionalistien esittämät seikat, kuten  
toimijoiden rationaalisuuden rajoittuneisuuden huomiointi, ovat nykyään myös osa neoklassista taloustiedet-  
tä, ennen muuta sen valtavirtasuuntausta edustavaa *Chicagon koulua*. Ks. Mähönen 1998a s. 15–17. Perin-  
teinen mustan laatikon malli onkin edelleen käyttökelpoinen, kun huomioidaan, ettei sitä voida pitää yritystä  
selittävänä omana teorianaan vaan yrityksen eri etuhajojen kohtaamista markkinoilla havainnollistavana  
mallina. Ks. Jensen & Meckling 1976 s. 306–307; Mähönen 2001 s. 126–129.

<sup>36</sup> Timonen 1997 s. 52–53.

<sup>37</sup> Neoinstitutionaalinen suuntaus oikeustaloustieteessä ei kuitenkaan ole täysin yhtenäinen, vaan suuntauk-  
sen piiristä voidaan erottaa erilaisia teorioita, joista osa on hyvin lähellä neoklassismia. Ks. tarkemmin Mä-  
hönen 1998a s. 7, 17; Timonen 1997 s. 23–24.

<sup>38</sup> Juuri transaktiokustannusanalyysin kehittäneen *Ronald Coasen*, joka todisti yrityksen taloustieteellisen  
olemassaolon riippuvan transaktio- eli liiketoimintakustannuksista, havainnoilla on ollut olennainen merki-  
tys neoklassisen yritysmallin kehittämisessä todellisuutta vastaavammaksi. Coasen teorian mukaan yritysten  
olemassaolo perustuu kustannustehokkaimpaan tapaan järjestää taloudellinen toiminta. Vaihdannasta aiheu-  
tuu aina kustannuksia, mutta niitä voidaan minimoida liittymällä yhteen sen sijaan, että kukin yksittäinen  
resurssinomistaja toimisi markkinoilla itsenäisesti. Ks. Coase 1937 s. 388–396. Timonen 1997 s. 139.  
Transaktiokustannuksilla tarkoitetaan varallisuus oikeuksien siirtämisestä ja niihin perustuvien oikeuksien  
täytäntöönpanosta, siis koko vaihdantajärjestelmän ylläpidosta aiheutuvia kustannuksia. Ks. transaktiokus-  
tannuksista tarkemmin Timonen 2000 s. 25–29.

teista yrityksen eri eturyhmien välillä<sup>39</sup>. Ajattelu perustuu *Jensenin* ja *Mecklingin* kehittämään niin sanottuun *sopimusverkkomalliin*, jossa yritys hahmotetaan siihen osallistuvien tahojen sopimuksenaisten suhteiden verkkona (*a nexus for a set of contracting relationships among individuals*). Osakeyhtiö muiden organisaatioiden tavoin ei oikeushenkilöllisyydestä huolimatta ole henkilö, vaan ainoastaan oikeudellinen fiktio, *vakiosopimus*, joka tarjoaa etutahoja yhdistävälle sopimusten verkolle muodon ja sisällön ja mahdollistaa sen käsittelemisen oikeushenkilönä.<sup>40</sup> Yrityksellä ei tämän modernin yritysteorian mukaan ole varsinaisesti "omistajia" traditionaalisessa esineoikeudellisessa mielessä, vaan osakkeenomistajien yhtiöön sijoittama panos (engl. *stake*) on yksi tuotantopanos muiden sopimusverkon jäsenten, kuten velkojien ja työntekijöiden joukossa.<sup>41</sup>

### 2.3 Osakkeenomistajien keskinäinen suhde sopimusteorian näkökulmasta

Osakeyhtiötä ei voida monitahoisen luonteensa vuoksi tyhjentävästi selittää minkään teorian kautta, vaan erilaiset yritystä kuvaavat mallit näyttävät suhteellisen kapea-alaisina teoreettisina konstruktiona yritystoiminnan selittämisessä.<sup>42</sup> Osapuolten sopimusvapautta ilmentävä sopimusteoria tai sopimusajattelu ei sovellu osakeyhtiön tarkastelemiseen puhtaasti, koska osakeyhtiö on todellisuudessa lukemattomien sopimusten verkon sijaan institutionaalinen rakenne ja sopimusverkkomallia yritystoiminnan selittäjänä onkin kritisoitu useista syistä.<sup>43</sup> Kuitenkin sopimusajattelua voidaan hyödyntää osakeyhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa apuvälineenä yritystoiminnan eri intressitahojen ja näiden keskinäisten suhteiden tarkastelemiseksi – teorian asema on vahva osakkeenomistajien keski-

---

<sup>39</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 75.

<sup>40</sup> Vakiosopimuksen kautta yksilöiden keskenään ristiriitaiset vaatimukset pääsevät monimutkaisen prosessin lopputuloksena tasapainoon sopimuskokonaisuudessa. Sopimusosapuolten asemat toisiinsa nähden riippuvat tällöin heidän sopimusneuvottelukyvystään. Jensen & Meckling 1976 s. 310–311; Mähönen 2001 s. 129–130; Villa 2003 s. 12. Kun yhtiötä tarkastellaan Jensenin & Mecklingin esittämällä tavalla sopimusverkkona, yhtiöoikeus näyttää osana *sopimusoikeutta*. Sopimusteorian mukaan julkisen vallan tehtävänä ei ole suojata neuvotteluissa heikommin menestyviä osapuolia. Kun ajatteluun yhdistetään neoklassinen sopimuskäsitys, nähdään julkisen vallan interventio negatiivisena asiana. Mähönen 2001 s. 130.

<sup>41</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 75.

<sup>42</sup> Villa 2003 s. 7.

<sup>43</sup> Verkkomallin katsotaan jättävän instituutioiden merkityksen yrityksen toiminnassa ja ulkoisen toimintaympäristön sisällössä liian vähälle huomiolle. Villa 2003 s. 35. Sopimusverkoajattelun kritiikki tiivistyy tavanomaisesti kysymykseksi siitä, kuinka paljon sopimusvapaudelle perustuva malli tarvitsee tuekseen indispositiivista lainsäädäntöä. Pakottavuutta suosivan argumentoinnin taustalla on epäily yksityisluontoisten sopimusten yhteiskunnallisesta optimaalisuudesta. Indispositiivisen sääntelyn puolestapuhujat korostavat sijoittajansuojaa ja muita ulkoisvaikutuksiin perustuvia seikkoja. Esimerkiksi pakottavaa vähemmistösuoja sääntelyä pidetään välttämättömänä sijoittajien yhtiön johdon ja enemmistöosakkaan opportunistiselle käyttäytymiselle suojattoman aseman vuoksi. Ks. Kaisanlahti 1999 s. 65 alaviitteinen. Sopimusteorian ei myöskään katsota vastaavan kysymykseen siitä, miksi taloudellinen toiminta on niin suuressa määrin järjestetty osakeyhtiömuotoon. Ks. Mähönen & Villa 2006a s. 202–210.

näisten suhteiden tarkastelussa, vaikkakin suhteiden reunaehdot määrittyvät institutionaalisten järjestelyjen perusteella.<sup>44</sup>

Sopimusteorian mukaan osakeyhtiön perustaminen on perustajien välinen vapaaehtoinen *sopimus* liiketoiminnan harjoittamisesta yhteiseen lukuun.<sup>45</sup> Osakeyhtiömuodon valinta ja siihen liittyvät yksityiskohdat merkitsevät osapuolten vapaaehtoista keskinäistä järjestäytymistä siitäkin huolimatta, että järjestäytymisen muotoa ja merkittävää osaa sen sisällöstä säännellään pakottavalla yhtiölainsäädännöllä.<sup>46</sup> Osakkeenomistajan asema sopimusteorian mukaan perustuu siihen, että hän tulee osakkeet ostaessaan sitoutuneeksi sopimuksenomaiseen suhteeseen, jonka sisällön sekä osakeomistukseen liittyvät oikeudet ja velvollisuudet hänen tulee hyväksyä.<sup>47</sup> Osakkeenomistajien välisellä ”yhtiösopimuksella”<sup>48</sup> taloudellisessa mielessä tarkoitetaan juuri perustamisen yhteydessä tehtyä sopimusta osakkeenomistajien keskinäisiä sekä osakkeenomistajien ja johdon välisiä suhteita koskevista asioista. Sopimusteorian ytimenä on ennakoitavuus: osakkeenomistajan kannalta keskeistä on suojan saaminen yhtiösopimukseen perustuvilla perustelluilla odotuksilla.<sup>49</sup>

Osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn tulisi puhtaan sopimusteorian mukaan pääsääntöisesti perustua tahdonvaltaisuudelle.<sup>50</sup> Sopimusteoriassa oletetaan rationaalisten osapuolten pyrkivän sopimusvapauden vallitessa rakentamaan suhteensa heidän yhteisen taloudellisen kokonaishyötynsä maksimoivaksi. Tässä prosessissa sopimuksen katsotaan siten pää-

---

<sup>44</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 185, 267; Vahtera 2011 s. 82. Jensenin ja Mecklingin jälkeen osakeyhtiöoikeudellista sopimusteoriaa ovat amerikkalaisessa yhtiötutkimuksessa kehittäneet 1980-luvulta lähtien etenkin Easterbrook ja Fischel. Ks. Nikkilä 2006 s. 29.

<sup>45</sup> Villa 2003 s. 28.

<sup>46</sup> Kaisanlahti 1999 s. 64. Taloustieteen käsitteistössä sopimisella tarkoitetaan kahden tai useamman tahon vaihdantaa luovaa järjestelyä sekä yksityisen järjestäytymisen välinettä, johon ei liity oikeudellista sanktiota. Timonen 2000 s. 34–35.

<sup>47</sup> Vahtera 2011 s. 84; Mähönen & Villa 2006a s. 189.

<sup>48</sup> Yhtiösopimus kattaa osakkeenomistajien laatimien nimenomaisten ehtojen kuten yhtiöjärjestyksen ja osakassopimusten lisäksi osakkeenomistajien keskinäiseen yhteisymmärrykseen perustuvia implisiittisesti ilmaistuja odotuksia yhtiön tulevasta toiminnasta sekä lainsäädännön normeja sopimusta täydentävinä ehtoina. Nikkilä 2006 s. 39–41.

<sup>49</sup> Osakkeenomistaja saa kuitenkin suojaa ainoastaan objektiivisesti arvioituille odotuksilleen, vaikkakin osakkeenomistajien odotukset pitävät usein sisällään myös subjektiivisia, osakeomistuksen tuottamia juridisia oikeuksia laajempia odotuksia oikeuksien käyttämisestä. Vahtera 2011 s. 85–86. Usein varsinkin pienissä yksityisissä osakeyhtiöissä osakkeenomistajilla on yhtiön tulevan toiminnan suhteen subjektiivisia odotuksia, joiden perusta on osakkeenomistajien välisessä henkilöyhtiöön verrattavissa olevassa yhteisymmärryksessä. Tällaisia odotuksia liittyy esimerkiksi osakkeenomistajan oikeuteen osallistua yhtiön johtoon. Nikkilä 2006 s. 33. Kuten tämän tutkielman oikeusvertailevasta jaksosta 4 (*Lojaliteettivelvollisuus angloamerikkalaisessa yhtiöoikeudessa*) käy ilmi, tällaisten pienyhtiöiden osakkeenomistajien perustelluilla subjektiivisille oikeuksille on angloamerikkalaisessa oikeuskäytännössä annettu suojaa, joskin doktriinit ovat kiistanalaisia.

<sup>50</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 192; Timonen 1997 s. 159.

sevän lähemmäksi pareto-optimia kuin pakottavat säännöt.<sup>51</sup> Sopimusvapauden normatiivinen seuraus on se, että sääntelyn tulisi ideaalitulanteessa vastata sisällöltään tulosta, johon yhtiösuhteen osapuolet olisivat itse tulleet, mikäli liiketoimintakustannuksia ei olisi lainkaan. Tästä syystä myös tuomioistuinten tulisi ratkaisukäytännössään pyrkiä täyttämään yhtiösopimuksessa olevia aukkoja sellaisella tulkinnalla, jonka mukaiseen ratkaisuun osapuolet olisivat yhteisessä intressissään päätyneet sopimuksentekohetkellä, mikäli he olisivat tienneet tulkinta-aukon olemassaolosta (*hypoteettinen sopiminen*).<sup>52</sup>

## 2.4 Määräysvaltaa käyttävän lojaliteetin taloudellinen perustelu

Sääntelyn näkökulmasta tahdonvaltaisuus voidaan osakkeenomistajien välisessä luottamussuhteessa ottaa edelleen lähtökohdaksi, mutta sopimusteorian olosuhdeolettamien kehnon reaali maailmassa toteutumisen johdosta pakottava sääntely erityisesti yhtiöoikeudellisen *lojaliteettiperiaatteen* muodossa on taloudellisesti perusteltua. Sopimusteoria perustuu oletukselle osapuolilla olevasta täydellisestä tiedosta ja kyvystä arvioida osakkeen hintaan vaikuttavia yhtiösopimuksen ehtoja. Todellisuudessa sopimuksentekohetkellä saatavilla oleva tieto jää yhtiösopimuksen pitkäaikaisesta luonteesta johtuen kuitenkin tulevaisuuden tapahtumien osalta aina jossakin määrin epätäydelliseksi ja näin osakeomistus näyttäytyy sopimuksena, jossa osa sopimuksen ehdoista on jätetty avoimeksi.<sup>53</sup> Epätäydellisestä sopimuksesta seuraa se, etteivät osakkeenomistajat osaa etukäteen varautua kaikkiin osakeomistuksen aikana tuleviin tilanteisiin.<sup>54</sup>

Oikeudellisia sääntöjä, kuten lojaliteettia oikeusperiaatteena, voidaan tällaisessa informaatio-ongelman tilanteessa pitää hyvänä vaihtoehtona sopimusteoriassa tavoitteena olevan kokonaishyödyn maksimoimiseksi.<sup>55</sup> Puhtaan sopimusteorian kannattajat kiistävät tällaisen näkemyksen kiinnittämällä erityistä huomiota omistuksen ja kontrollin eriytymiseen, mikä mahdollistaa epävarmoilta tilanteilta suojautumisen sijoitusten diversifioimisen eli

---

<sup>51</sup> Puhtaan sopimusteorian kannattajat katsovat osakemarkkinoiden hinnoittelevan yhtiöiden perustamisasiakirjojen ehdot osakkeiden hinnoissa tehokkaasti, koska vähemmistöosakkeenomistaja voi ottaa toteutuvaksi epäilevänsä riskin enemmistöosakkaan mahdollisesta opportunistisesta käyttäytymisestä huomioon osakkeen hinnassa ennen sijoituksen tekemistä (*ex ante*). Nikkilä 2006 s. 45–46; Kaisanlahti 1999 s. 90, 93.

<sup>52</sup> Nikkilä 2006 s. 48; Kaisanlahti 1999 s. 65.

<sup>53</sup> Vahtera 2011 s. 83. Lisäksi voidaan olettaa, että vaikka osapuolilla olisi mahdollisuus sopimuksentekohetkellä ottaa huomioon kaikki mahdolliset seikat, eivät he päätöksentekoa vinouttavan systemaattisen virheen mahdollisuudesta johtuen useinkaan päätyisi optimaaliseen sopimusjärjestelyyn *ex ante*. Päätöksentekijöiden on todistettu tekevän systemaattisia virheitä heidän verratessaan järjestelyn etuja ja haittoja päätöksentekohetken olosuhteissa järjestelyn tuleviin etuihin ja haittoihin. Päätöksentekijöiden taipumuksena on aliarvioida epävarmuutta ja siihen sisältyviä riskejä. Ks. Nikkilä 2006 s. 49–51.

<sup>54</sup> Vahtera 2011 s. 83.

<sup>55</sup> Nikkilä 2006 s. 54.

hajauttamisen avulla. Tällä muun muassa *Easterbrook* ja *Fischel* perustelevat sitä, ettei osakkeenomistajilla tarvitse olla (fidusiaarisia) velvollisuuksia toisiaan kohtaan toisin kuin esimerkiksi henkilöyhtiön yhtiömiehillä.<sup>56</sup> Yksityisten osakeyhtiöiden osalta argumentilla ei luonnollisesti ole painoarvoa, joten merkittävä edellytys tahdonvaltaisuudelle osakkeenomistajien välisessä sääntelyssä on se, että osakkeet ovat julkisen kaupan käynnin kohteena<sup>57</sup>. Argumentilla on lisäksi merkitystä ainoastaan, mikäli osakkeenomistajat voivat hajauttaa sijoituksiaan kyseessä olevan riskin suhteen, ja aina tämä ei ole lainkaan mahdollista. Silloin kun riskeiltä suojautuminen omistuksia hajauttamalla ei ole mahdollista, vähemmistöosakkaiden suojaksi tarvitaan enemmistöosakkaan toimintaa rajoittavaa lainsäädäntöä enemmän kuin päinvastaisessa tilanteessa.<sup>58</sup>

Määräysvaltaosakkeenomistajien päätösvaltaa rajoittava lojaliteettivelvollisuus toimii pakottavana sääntelyratkaisuna sellaisia tilanteita silmälläpitäen, jotka eivät yhtiösopimusta laadittaessa ole olleet ennakoitavissa tai joista ei ole ollut rationaalista edes sopia etukäteen. Ennakoimattomista tilanteista keskeisin osakeyhtiön toiminnassa *going concern* on yhtiön sääntöjen eli yhtiöjärjestyksen muuttaminen yhtiösopimuksen voimassaolon aikana, joka onkin ollut oikeustaloustieteellisessä kirjallisuudessa teoreettisen tarkastelun kohteena<sup>59</sup>. Sopimusteorian korostaman sopimusvapauden käyttökelpoisuus on yhtiön perustamistilanteeseen verrattuna ongelmallisempi muutettaessa yhtiöjärjestystä myöhemmin enemmistöpäätöksellä, koska vähemmistöosakkeenomistajan yhtiöjärjestyksen perusteella tekemässä sijoituspäätöksessä ei ole voitu huomioida tulevaisuudessa yhtiöjärjestyksessä ja sen tarjoamassa vähemmistönsuojassa tapahtuvia muutoksia<sup>60</sup>.

---

<sup>56</sup> Easterbrook & Fischel 1991 s. 437.

<sup>57</sup> Yksityisten, erityisesti harvasti omistettujen osakeyhtiöiden osakkeenomistajilla, jotka saavat toimeentulonsa kyseisestä yhtiöstä, ei useinkaan ole minkäänlaisia tehokkaita mahdollisuuksia suojautua enemmistöosakkaan vallankäytöltä. Nikkilä 2006 s. 55–56.

<sup>58</sup> Kaisanlahti 1999 s. 92–93; Nikkilä 2006 s. 55–56.

<sup>59</sup> Helminen 2006 s. 188.

<sup>60</sup> Yhtiötä perustettaessa osakkeenomistajan sopimusvapaus on perusteltua ja sopimuksen ehdotkin määräytyvät markkinaehtoisesti ilman sääntelyä hyvin. Ks. Nikkilä 2006 s. 41. Kaisanlahti 2006 s. 93. Kaisanlahti on ehdottanut pakottavan vähemmistönsuojan, lähinnä lakimääräisen lunastusoikeuden kytkemistä sellaisiin yhtiöjärjestysmuutoksiin, jotka ennakoimattomasti vaikuttavat vähemmistön sijoituksen arvoon laskevasti. Ehdotusta vastaava menettely on olemassa Englannissa, jossa lunastus on mahdollinen *unfair prejudice* -doktriinin kautta. (Ks. jäljempänä jakso 4.2.3). Tällaiseen lakisääteiseen lunastusoikeuteen on kuitenkin syytä suhtautua varauksella, sillä suojakeino voisi mahdollistaa vähemmistöosakkeenomistajien opportunistisen käyttäytymistä tilanteissa, joissa sijoituksen arvo laskee puhtaasti yhtiön liiketoiminnallisista syistä ilman, että kontrolliosakkeenomistajan voidaan katsoa käyttäneen asemaansa väärin. Osakkeenomistajan onkin yhtiösopimukseen liittyessään hyväksyttävä se, ettei hänellä välttämättä ole viimekätistä vaikutusmahdollisuutta yhtiön riskin heijastumiseen hänen omistussuhteensa. Ks. Vahtera 2011 s. 84–85. OYL 23 luvun vaikutusvallan väärinkäyttöä koskevalla erityisellä exit-oikeudella voidaan käsitykseni mukaan riittävässä määrin puuttua räikeimpiin määräysvallan väärinkäyttöön perustuviin yhtiöjärjestyksen muutoksiin. Myös Englannissa lunastusoikeus sallitaan vain selkeissä määräysvallan vilppitilanteissa.

Yhtiöoikeudellisen lojaliteetin aineellisoikeudellisena sisältönä voidaan pitää kohtuullisuutta *ex post*<sup>61</sup>. Hypoteettisen sopimisen mukaisen kuvitellun sopimusehdon selvittämistä paremmin osapuolten sopimushetken tahtoa vastaisi sääntelyratkaisu, joka toteuttaa yleisluonteisesti kohtuullisuutta osapuolten välisessä suhteessa. Tällainen täydentävä normi on myös helpommin hinnoiteltavissa kuin sopimusteorian mukainen kuvitteellinen järjestely<sup>62</sup>. Sääntelykeino on erityisen tarpeellinen suojaamaan sellaista yhtiösopimuksen osapuolta, jolla ei ole yhtiön perustamisen jälkeen päätösvaltaa yhtiön asioissa, mutta jolla on kannettavanaan riski, jota vastaan hän ei voi lainkaan tai hyvin suojautua osakeomistuksen hajauttamisella.<sup>63</sup> Sopimusajattelun lähtökohdasta tarkasteltuna lojaliteettivelvollisuuden nähdään toimivan eräänlaisena sopimussakkona, jonka tarkoituksena on estää määräsvaltaosakkeenomistajan opportunistinen käyttäytyminen.<sup>64</sup>

---

<sup>61</sup> Kohtuuttomuus toimii esimerkiksi Suomessa moiteperusteena yhtiöjärjestyksen muuttamiselle, jolloin kohtuullisuus ilmentää osapuolten välistä lojaliteettia. Helminen 2006 s. 215.

<sup>62</sup> On myös muistettava, että yritysten varainhankinta vaikeutuisi ilman toimivia vähemmistöä suojaavia säännöksiä ja järjestelyjen kustannukset olisivat myös korkeammat verrattuna tilanteeseen, jossa vähemmistölle on yhtiölain pakottavilla säännöksissä turvattu tietyt vähimmäisoikeudet yhtiössä. Mähönen & Villa 2006a s. 193–194.

<sup>63</sup> Nikkilä 2006 s. 57–58.

<sup>64</sup> Villa 2003 s. 36.

### 3 MÄÄRÄYSVALTAOSAKKEENOMISTAJAN ASEMA OSAKEYHTIÖSSÄ

#### 3.1 Vallankäytön peruste

Osake tuottaa omistajalleen oikeuksia ja velvollisuuksia, joiden kulloinenkin sisältö ilmenee osakeyhtiölaista ja yhtiöjärjestyksestä.<sup>65</sup> Osakkeen tuottamat oikeudet on perinteisesti jaettu varallisuuspitoisiin oikeuksiin ja hallinnoimisoikeuksiin. Varallisuusosoikeuksilla tarkoitetaan osakkeen tuottamia oikeuksia tietyn taloudellisen suorituksen saamiseen tai vaatimiseen yhtiöltä kun taas hallinnoimisoikeuksiin kuuluvat ne osakeoikeudet, jotka liittyvät yhtiön hallintoon ja joissa on kyse osakkeenomistajan päätösvallan käyttämisestä.<sup>66</sup> Osakeyhtiön tahdonvaltaisuudesta seuraa, että osakkeenomistajat voivat OYL 1:9:n rajoissa varsin vapaasti sopia osakkeiden tuottamista oikeuksista ja velvollisuuksista. Silloin kun muuta ole sovittu, kaikki osakkeet ovat lähtökohtaisesti samanlaisia ja tuottavat yhtäläiset oikeudet (OYL 3:1:n 1. virke).<sup>67</sup>

Voidaan ajatella, että jokainen yksittäinen osake tuottaa omistajalleen tietyt OYL:n yksityiskohtaisista säännöksistä ilmenevät oikeudet niin sanottuina vähimmäisoikeuksina.<sup>68</sup> Joidenkin osakkeenomistajien intressit saattavat kuitenkin olla osakkeen tuottamia oikeuksia laajemmat, jolloin preferenssit ja todelliset vaikutusmahdollisuudet yhtiössä eivät kohtaa. Mikäli osakkeenomistaja haluaa vaikuttaa yhtiön asioihin osakkeen hallinnoimisoikeuksien kautta, edellyttää se käytännössä aina sekä taloudelliselta arvoltaan että suhteellisena osuutena huomattavan osakeomistuksen hankkimista eli keskitetyn sijoitusstrategian valitsemista.<sup>69</sup> Riittävä määrä osakkeita nimittäin tuottaa omistajalleen *olennaisesti toisensisältöiset tosiasialliset oikeudet* eli riittävä määrä osakkeita tuottaa osakkeenomistajalle valtaa.<sup>70</sup>

Osakeyhtiön kontrollointi ei kuitenkaan perustu välittömästi osakeomistukseen vaan osakkeisiin liittyvään *äänioikeuteen* perustuvan päätösvallan käyttämiseen. Osakkeen-

---

<sup>65</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 219–220.

<sup>66</sup> Jako hallinnoimis- ja varallisuuspitoisiin oikeuksiin ei ole täysin tarkkarajainen. Helminen 2006 s. 62. Varallisuusosoikeuksista keskeisimpiä ovat oikeus jako-osuuteen ja oikeus osinkoon ja hallinnoimisoikeuksista tärkeimpänä voidaan pitää äänestämistä yhtiökokouksessa. Timonen 1997 s. 245.

<sup>67</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 220.

<sup>68</sup> Timonen 1997 s. 249.

<sup>69</sup> Vahtera 2011 s. 286–287.

<sup>70</sup> Timonen 1997 s. 249.

omistajan äänioikeuden määrä ja kohdentuminen määrittävätkin viime kädessä määräysvallan yhtiössä, eivätkä yhtiöön sijoitetut pääomapanokset välttämättä korreloi osakkeenomistajan valta-aseman kanssa<sup>71</sup>. Osakkeeseen liittyvä äänioikeus onkin keskeisimpiä osakkeen tuottamista oikeuksista: osakeyhtiössä ylin päätösvalta kuuluu osakkeenomistajille, jotka käyttävät tätä valtaansa äänioikeuden muodossa OYL 5:1:n mukaisesti yhtiökokouksessa. Yhtiökokoukseen viimekätiseen toimivaltaan kuuluu muun muassa yhtiön hallituksen valinta ja erottaminen. Osakkeenomistajien päätösvaltaan kuuluu myös sen määrittelemisen, miten yhtiö toteuttaa tarkoitustaan. Äänivaltaan perustuva päätösvalta muodostaa ytimen osakkeenomistajien vallankäyttämislle ja sen keskinäiselle jakamiselle osakeyhtiössä.<sup>72</sup>

Osakkeenomistajille kuuluvaa päätösvaltaa perustellaan yhtiön omistamiseen liittyvällä erityislaatuksella asemalla suhteessa osakeyhtiön muihin sidosryhmiin: osakkeenomistajien asema eroaa kaikista muista yhtiön etutahojen asemasta siinä, että osakkeenomistajilla on viimekätinen riski, *residuaaliriski*, yrityksen menestyksestä tai menestymättömyydestä. Osakesijoituksen viimesijaisuudesta seuraa, että sille maksetaan osakeyhtiön maksusaantijärjestyksen nojalla jäljelle jäävä osuus yhtiön varoista vasta sen jälkeen kun kaikkien muiden etutahojen yhtiöön kohdistetut vaateet on täysimääräisesti suoritettu. Kontrollioikeuksien (*residuaalikontrolli*) antaminen osakkeenomistajille osakkeeseen kytketyn äänioikeuden muodossa on perusteltua, koska juuri heidän intressissään on pyrkiä maksimoimaan yrityksen arvo (*shareholder value*) ja sitä kautta oman sijoituksensa tuotto.<sup>73</sup> Kiinteää tuottoa saavilla sijoittajilla kuten yhtiön velkojilla ei ole residuaaliriskin kantajiin verrattavaa kannustinta maksimoida yhtiön arvoa, joten kontrollioikeuden antaminen kiinteätuottoisille sijoittajille ei ole tästä syystä välttämätöntä. Heidän etunsa tulee valvotuksi automaattisesti osakkeenomistajien etujen turvaamisen kautta<sup>74</sup>.

Olettama residuaalikontrollin kuulumisesta yhtiön osakkeenomistajille ei kuitenkaan vielä kerro, miten tämä kontrollioikeus jakautuu osakkeenomistajien kesken. Vallanjaon mah-

---

<sup>71</sup> Mähönen & Villa 2006c s. 2. Päätökset yhtiökokouksessa tehdään lähtökohtaisesti annettujen äänten, eikä kokouksessa edustettujen osakkeiden enemmistöllä. Ks. Pönkä 2008 s. 739.

<sup>72</sup> Vahtera 2011 s. 383–385.

<sup>73</sup> Mähönen 2001 s. 130; Villa 2003 s. 52; Mähönen & Villa 2006b s. 19–21. Ks. residuaalikontrollin ja residuaalivoiton välisestä yhteydestä Hart 1995 s. 63–66. Oikeudet residuaalikontrolliin ja residuaalivoittoon eivät aina liity yhteen, sillä osakeyhtiösääntelyn tahdonvaltaisuus mahdollistaa voittojen ja kontrollin hajauttamisen erilaisten rahoitusinstrumenttien omistajille. Mähönen & Villa 2006a s. 223.

<sup>74</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 200–201



dollisuuksia olisi useita, mutta tehokkaimmaksi tavaksi vallan ja riskin jakamiseen on yleismaailmallisesti nähty niin sanottu *osake ja ääni -periaate*, jonka mukaan kukin osake tuottaa yhden äänen. Osake ja ääni -periaate toteuttaa residuaalituoton ja residuaalikontrollin välisen yhteyden täydellisesti<sup>75</sup>. Lisäksi periaatetta on perusteltu suhteellisuudella: äänivallan osakeyhtiössä tulisi jakautua taloudellisen riskin eli sijoitetun pääoman suhteessa, jolloin ainoastaan osakeomistus määrittelee kontrollioikeudet yhtiössä. Tämä suhteellisuusperiaate toteutuu silloin kuin osakkeenomistajien osuudet taloudellisesta riskistä vastaavat heidän suhteellista valtaansa yhtiössä; osake ja ääni -periaatteesta poiketessa valta yhtiössä voi keskittyä sellaisille tahoille, jotka eivät kanna valtaansa vastaavaa taloudellista riskiä.<sup>76</sup>

Suhteellisesti korkea äänivalta merkitsee sen haltijalle siten merkittävää muita osakkeenomistajia parempaa vaikutusmahdollisuutta yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun määrittelyyn.<sup>77</sup> Vasta poikettaessa osake ja ääni -pääsäännöstä, voidaan puhua määräysvallan käyttämisestä yhtiössä. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että yhtiöoikeudellinen päätöksenteko perustuu lähtökohdiltaan enemmistöperiaatteelle. Osakeyhtiön toiminnan kannalta monelta tavalta merkittävän enemmistöperiaatteen (OYL 1:6) mukaan osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa ja päätökset tehdään annettujen äänten *enemmistöllä*, jollei OYL:ssa säädetä tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin<sup>78</sup>. Osakeyhtiöoikeudessa määräysvallalla viitataan tyypillisesti äänenenemmistön hallitsemiseen, koska yhtiön johto valitaan lähtökohtaisesti enemmistöpäätöksellä.<sup>79</sup>

---

<sup>75</sup> Vahtera 2011 s. 385; Mähönen 2001 s. 146; Villa 2003 s. 52.

<sup>76</sup> Burkart & Lee 2007 s. 4. Ks. Report on the proportionality principle in the European Union 2007 s. 7. Osake ja ääni -periaate merkitsee siten vallan jakamista sijoitetun pääoman ja siihen sitoutuneen riskin suhteessa. Toisenlainen kontrollioikeuden kohdentaminen, kuten esimerkiksi velkainstrumentteihin liitetyt äänioikeudet muodostavat poikkeuksen riskin ja vallan tasapainoon. Mähönen & Villa 2006a s. 226–227. Periaatteen on katsottu lisäävän todennäköisyyttä siitä, että yhtiön asioita hoidetaan yritysarvoa maksimoivalla tavalla. Vahteran mukaan periaatteen korostamisen taustalla olisi kuitenkin epärealistinen kuva osakkeenomistajien riskipreferenssien yhteneväisyydestä ja homogeenisestä halusta osallistua aktiivisesti yhtiön päätöksentekoon. Koska osakkeenomistajien erilaiset riskipreferenssit ja mahdollisuudet riskien hallitsemiseen kuitenkin poikkeavat toisistaan, saattaa vallan jakaminen muussa kuin taloudellisen riskin suhteessa tosi asiassa olla tehokkainta. Ks. Vahtera 2011 s. 385–387.

<sup>77</sup> Vahtera 2011 s. 387.

<sup>78</sup> Muihin OYL 1 luvun periaatteisiin verrattuna enemmistöperiaatteella ei ole itsenäistä normatiivista merkitystä, vaan se otettiin lakiin lähinnä selvyuden vuoksi ja yhtiöoikeudellisen päätöksenteon tarkemmat säännökset sisältyvät lain 5 luvun yksityiskohtaisiin säännöksiin. Ks. HE 109/2005 vp s. 39; Mähönen & Villa 2006a s. 97.

<sup>79</sup> Pönkä 2008 s. 739. Määräysvallan käsite ei kuitenkaan ole näin yksinkertainen. Ks. jakso 3.2.

### 3.2 Määräysvaltaosakkeenomistus

Vallankäytön keskittymisen määräysvallaksi osakeyhtiössä voi pitkälti katsoa perustuvan osakeyhtiölain tahdonvaltaisen sääntelyn osakkeenomistajille jättämiin varsin vapaisiin mahdollisuuksiin päättää vallan jakamisesta. OYL 3:3:n 1 kohdan pääsäännön mukaan osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Osakkeenomistajilla on kuitenkin laajasti mahdollisuuksia poiketa kontrollioikeuksien jakaantumisesta koskevasta pääsäännöstä ja suhteellisuusperiaatteesta niin osakeyhtiölakiin kuin muihin järjestelyihin kuten sopimiseen perustuvilla keinoilla.<sup>80</sup> Poikkeamismahdollisuuksia voidaan nimittää niin kutsutuiksi määräysvallansääntely- tai määräysvallankeskittämismekanismeiksi (*Control Enhancing Mechanisms, CEMs*), joilla tarkoitetaan sellaisia lainsäädännön sallimia instrumentteja, jotka eivät noudata suhteellisuusperiaatetta. Näissä keinoissa on tyypillisesti kyse joko määräysvallan kasvattamisesta tai määräysvalta-aseman suojaamisesta estämällä muiden pyrkimykset hallitsevaan asemaan pääsemiseksi.<sup>81</sup>

Määräysvaltaa voidaan ensinnäkin keskittää yhtiön *sisäisin keinoin* eli osakkeiden erilaisia oikeuksia koskevalla yhtiöjärjestysmääräyksillä.<sup>82</sup> Tyypillisin tapa poiketa suhteellisuusperiaatteesta ja yksi merkittävimmistä määräysvallan keskittämismahdollisuuksista on moniääniosakkeiden antaminen. Osakkeenomistajien sopimusvapautta ei enää rajoiteta EOYL 3:1a:1:ssä säädetyllä tavalla säätämällä osakkeiden äänivallan enimmäismäärästä, vaan osakkeille on mahdollista antaa muihin osakkeisiin nähden hyvinkin huomattavia äänioikeuksia.<sup>83</sup> Lisäksi yhtiön on OYL 3:3:2:n nojalla mahdollista antaa kokonaan tai osittain äänivallattomia osakkeita myös ilman, että tällaisiin osakkeisiin kytketään erityisiä oikeuksia taloudellisiin etuihin kuten osinkoetuoikeutta.<sup>84</sup> Yksittäisen osakkeenomistajan mahdollisuuksia päästä hallitsevaan asemaan yhtiössä on mahdollista rajoittaa muunkinlaisilla kuin yksittäisten osakkeiden äänioikeutta koskevalla määräyksillä eli esimerkiksi niin sanotulla äänikatolla tai äänileikku-

---

<sup>80</sup> Vahtera 2011 s. 387; Pönkä 2008 s. 738, 741, 758; Mähönen & Villa 2006a s. 225.

<sup>81</sup> Ks. Report on the proportionality principle in the European Union 2007 s. 7.

<sup>82</sup> Ks. Vahtera 2011 s. 398; Pönkä 2008 s. 747. OYL 3:1 perusteella yhtiössä voi olla toisistaan poikkeavia osakkeita, jolloin osakkeiden erot on määriteltävä yhtiöjärjestyksessä. Osakkeet voivat poiketa toisistaan esimerkiksi niiden tuottaman äänioikeuden tai yhtiön varojenjaossa tuottaman oikeuden suhteen, mutta erilaisiksi on mahdollista määrätä osakkeita, jotka eivät muuten ominaisuuksiltaan eroa toisistaan. HE 109/2005 vp. s. 51.

<sup>83</sup> Ks. HE 109/2005 vp s. 51; Mähönen & Villa 2006a s. 116, 225; Vahtera 2011 s. 387.

<sup>84</sup> OYL ei enää sisällä EOYL:n tarkoittamaa etuosaketta koskevia määräyksiä, vaikka OYL 3:4:1:n 2-kohta sisältää tahdonvaltaisen olettamassäännöksen äänioikeuden syntymisestä äänivallattomalle osakkeelle, mikäli osakkeelle yhtiöjärjestyksen mukaisen jakopäätöksestä riippumattoman osingon maksu laiminlyödään. Pönkä 2008 s. 743; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 118. Ks. EOYL:n mukaisen etuosakkeen osalta Mähönen & Villa 2006b s. 131–135. Kansainvälisessä vertailussa moniääniosakkeiden on katsottu olevan tyypillisesti käytössä Skandinaviassa, kun taas äänioikeudettomien osakkeiden käyttö kontrollin keskittämistä tai ennemminkin turvaamista edistävänä mekanismina on tyypillinen saksalaiselle ja italialaiselle yhtiöoikeudelle. Ks. Burkart & Lee 2007 s. 2 alaviitteinen.

rilla, jolla osakkeenomistajien äänivaltaoikeuden täysimääräistä käyttöä yhtiökokouksessa rajoitetaan.<sup>85</sup> Äänioikeuden sääntelyn ohella osakkeenomistajille on mahdollista osakkeita erilajistamalla antaa muita erityisiä oikeuksia, joilla on merkitystä vallan jakaantumiselle osakkeenomistajien välillä.<sup>86</sup>

Osakeyhtiölain mahdollistamien keinojen lisäksi vallankäytöstä voidaan sopia osakassopimuksissa, mutta valtaa voidaan keskittää myös erilaisten omistusrakenteiden avulla (yhtiön *ulkopuoliset keinot*). Ristiinomistus, eli tilanne, jossa osakeyhtiöt omistavat toisiaan horisontaalisella tavalla ristiin on aikaisemmin ollut Suomessa tyypillinen tapa vahvistaa kontrolliomistajan asemaa.<sup>87</sup> Mahdollista on lisäksi käyttää niin sanottuja pyramidiomistusketjuja, joiden avulla valta voidaan keskittää ketjutettujen holdingyhtiöiden kautta tietyille taholle ilman, että valta kohdeyhtiössä vastaisi kontrollia holdingyhtiössä käyttävän osakkeenomistajan suhteellista omistusosuutta kohdeyhtiössä.<sup>88</sup>

Määräysvaltaosakkeenomistus eli vallankäytön keskittäminen yhdelle osakkeenomistajalle tai ryhmälle voi olla tavoiteltu peruste poiketa yhtiöoikeudellisesta osake ja ääni -periaatteesta. Tarve vallan ja taloudellisen riskin jakamiseen suhteellisuusperiaatteesta poikkeavalla tavalla voi tulla kyseeseen, jos tietyt osakkeenomistajat arvostavat osakkeeseen liittyvää äänivaltaa muita osakkeenomistajia enemmän. Usein perusteena vallan keskittämiseen on lisärahoituksen tarve: suhteellisuudesta poikkeaminen on keino välttää vieraan pääoman hankkiminen silloin, kun kontrolliosakkeenomistajat eivät halua luopua määräysvallastaan, mutta yhtiö on lisärahoituksen tarpeessa.<sup>89</sup> Osake ja ääni -periaatteesta poikkeamista on perusteltu myös yksityisen osakeyhtiön listautumisen yhteydessä keinoa vahvistaa kilpailua määräysvaltamarkkinoilla ja varmistaa yhtiön arvonnousu yritystösoston tilanteessa.<sup>90</sup>

---

<sup>85</sup> Tyypillisellä äänileikkurilla määrätään, että osakkeenomistajalla on oikeus äänestää ainoastaan tietyllä murto-osalla yhtiön kaikkien tai yhtiökokouksessa edustettujen osakkeiden kokonaisuäänimäärästä Pönkä 2008 s. 747; Vahtera 2011 s. 388. Kansainvälisesti käytetään myös muunlaisia äänivaltaan vaikuttavia yhtiöjärjestysmääräyksiä. Esimerkiksi Ranskassa on 1930-luvulta saakka ollut käytössä moniääniosakkeita muistuttava ”double voting” -järjestelmä, jolla määräysvalta syntyy äänivallan kasvaessa omistujan mukana. Osakkeenomistajat saavat Ranskassa osaketta kohden kaksinkertaisen äänioikeuden omistettuaan ko. osakkeet vähintään kahden vuoden ajan. Ks. Burkart & Lee 2007 s. 35; Vahtera 2011 s. 388.

<sup>86</sup> Vahtera 2011 s. 388–389. Suomessa lähinnä vain osakeomistusten enimmäismäärää koskevat rajoitukset (*ownership ceilings*) ovat lähtökohtaisesti kiellettyjä yhtiöjärjestyksissä. Pönkä 2008 s. 741.

<sup>87</sup> Ks. Mähönen 2001 s. 151; Pönkä 2008 s. 743.

<sup>88</sup> Ks. Vahtera 2011 s. 389. Empiiristen havaintojen mukaan mainittujen rakenteellisten vallankeskittämiskeinojen käyttö on ollut viime vuosina Suomen suurimmissa listayhtiöissä vähäistä: vuonna 2007 tehdyn tutkimuksen mukaan Suomen 20 suurimmassa listayhtiössä ei esiintynyt lainkaan pyramidirakenteita tai ristiinomistusta. Ks. Report on the proportionality principle in the European Union 2007 s. 5, 7, 63–65.

<sup>89</sup> Vahtera 2011 s. 404–405.

<sup>90</sup> Hartin mukaan listautumisessa lähtökohtaisesti tehokkain on kuitenkin osake ja ääni -periaate, koska se pakottaa yhtiön määräysvaltaa havittelevan hankkimaan kontrolliosuutta vastaavan osuuden yhtiön osinkovirrasta. Yhtiön nykyomistajan kannattaakin ennen yhtiön listautumista järjestää osakkeiden äänivaltasuhteet sellaisiksi, että kontrolliomistus vaihtuu oikeissa tilanteissa ja tulevaan johtoon kohdistuu riittävä markkina-

Tässä tutkielmassa määräävällä osakkeenomistajalla<sup>91</sup> tarkoitetaan osakeyhtiössä määräysvaltaa käyttävää osakkeenomistajaa tai -omistajaryhmää. Kaikelle määräysvalta-osakkeenomistukselle ja sen käyttäjille on tyypillistä aktiivinen osallistuminen yhtiön päätöksentekoon sekä todellinen kyky vaikuttaa omaan osakeomistukseen liittyvien hallintaoikeuksien kautta yhtiön asioihin. Yhtiössä määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan ei ole välttämätöntä olla edustettuna osakeyhtiön muodollisissa yhtiöorganeissa hallitustenemmistöä puhumattakaan, vaan kontrolliosakkeenomistajalla on muodollisen vallan puuttumisesta huolimatta tosiasiallinen keskeinen vaikutusvalta hallituksen jäsenien nimitysoikeuden kautta.<sup>92</sup>

Osakeyhtiössä todellista määräysvaltaa käyttävä taho voidaankin pyrkiä tunnistamaan selvittämällä, kuka valitsee yhtiön *johdon*. Osakeyhtiön johdon käsite ei Suomessa ja angloamerikkalaisissa oikeusjärjestyksissä ole täysin yhtenäinen. Suomessa yhtiön johdolla viitataan tapauksesta riippuen joko yhtiön hallitukseen tai toimitusjohtajaan (sekä hallintoneuvostoon) tai näihin yhdessä, kun taas Yhdysvalloissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa johdon määritelmä on tiukemmin kytköksissä hallitukseen.<sup>93</sup> Tässä tutkiel-

---

kontrolli. Tämän varmistamisessa Hart pitää suhteellisuusperiaatetta lähtökohtaisesti parhaana ratkaisuna, koska siitä poikettaessa yritysostotilanteissa aiheutuu kahdenlaisia ”virheitä”: kontrolli voi toisinaan vaihtua vastoin osakkeenomistajien intressiä – toisaalta voi käydä niin, ettei kontrolli vaihdu kun sen pitäisi. Hartin esimerkkien mukaan yhtiöissä, joissa on äänivallaltaan erilaisia osakkeita, tehokas yritysjohto voi nimittäin osakkeenomistajien vahingoksi joutua väistymään yritysvaltauksessa, jossa valtaaja joutuu maksamaan kontrolliomistuksestaan vain murto-osan yhtiön osinkovirrasta, ja jonka seurauksena yhtiön arvo laskee. Toisaalta yhtiön nykyinen tehoton johto voi onnistua säilyttämään yhtiön kontrollivallan säilyttämällä kontrollissaan osakemäärän, joka vastaa vain murto-osaa yhtiön osinkovirrasta. Suhteellisuusperiaatteen tehokkuus on kuitenkin koetuksella tilanteessa, jossa sekä nykyisellä että määräysvallasta kilpailevalla johdolla on huomatta yksityinen arvo (*private value*), jolla Hart viittaa johdon yhtiöstä saaman henkilökohtaisen hyödyn arvoon erona yhtiön julkiseen arvoon (*public value*), joka koostuu osakkeenomistajien tulevaisuudessa saaman osinkovirran nykyarvosta. Nimenomaan tällaisessa tilanteessa osake ja ääni -periaatteesta poikkeaminen esimerkiksi moniääniosakkeilla kasvattaa yhtiön kokonaisarvoa vahvistamalla määräysvaltamarkkinoiden kilpailua ja varmistamalla, että osakkeenomistajat saavat osan yhtiön yksityisestä arvosta. Hart 1995 s. 186–191; Mähönen 2001 s. 150–152.

<sup>91</sup> Tutkielmassa käytetään samassa merkityksessä myös termejä määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja, määräysvaltaosakkeenomistaja, kontrolloiva osakkeenomistaja ja kontrolliosakkeenomistaja.

<sup>92</sup> Vahtera 2011 s. 400–403.

<sup>93</sup> Johdolla voidaan tarkoittaa myös yhtiön päivittäisestä hallinnosta vastaavaa operatiivista johtoa (*management*), jonka toimintaa hallitus valvoo. Esimerkiksi Yhdysvalloissa yhtiön päivittäisestä johtamisesta vastaavat johtajat (*officers*), joihin lukeutuu myös toimitusjohtaja (Chief Executive Officer, CEO). Suurimmissa yrityksissä on tavallista, että operatiiviseen johtoon nimetään hallitusjäseniä, jolloin heitä kutsutaan nimellä *inside directors*. Hallituksen jäsenestä, joka ei osallistu yhtiön päivittäishallintoon, käytetään nimeä *outside director*. Ks. Dotevall 1989 s. 32–34. Suomessa yhtiön johdon legaalimääritelmän (OYL 6:1:1) mukaan johdolla tarkoitetaan toimitusjohtajaa, hallitusta ja hallintoneuvostoa, joista hallitus on ainoa pakollinen toimielin. Ks. Mähönen & Villa 2006a s. 136.

massa osakeyhtiön *johdolla* tarkoitetaan osakeyhtiön hallitusta (*board of directors*) ja sen jäseniä (*directors*):

”In most cases, however, if one can determine who does actually have the power to select the directors, one has located the group of individuals who for practical purpose may be regarded as ‘the control’.”<sup>94</sup>

Kontrollivalta osakeyhtiössä voidaan saavuttaa ensinnäkin selkein legaaliperustein, jolloin puhutaan *oikeudellisesta vallasta* sekä faktuaalisin perustein, jolloin kyseessä on *tosiasiallisen vallan* käyttö. Perinteisesti vallankäyttö on lisäksi jaettu viiteen valtatyyppiin siten, että oikeudellisen vallankäytön muotoja ovat 1) lähes täyteen omistukseen perustuva kontrolli (kontrolli ja omistus "samoissa käsissä"); 2) enemmistöosuuteen perustuva kontrolli (kontrolli enemmistöosakkailla) ja 3) oikeudellisiin keinoihin perustuva kontrolli (kontrolli oikeudellisen järjestelyn kuten konsernin tai moniääniosakkeiden kautta ilman osake-enemmistöä). Tosiasiallisia valtatyyppisiä puolestaan ovat 4) vähemmistöosuuteen perustuva kontrolli (kontrolli perustuu strategiseen asemaan)<sup>95</sup> sekä 5) johdon kontrolli (omistus on niin hajautunutta, ettei mikään ryhmä kontrolloi yhtiötä).<sup>96</sup> Tosiasiallinen määräysvalta-asema voi siis perustua myös huomattavan pieneen vähemmistöosakeomistukseen.<sup>97</sup>

Suomessa tosiasiallisen määräysvallan käsite sisältyy arvopaperimarkkinalain ja kirjanpitolain määritelmään ”*oikeudesta nimittää tai erottaa enemmistö jäsenistä kohdeyrityksen hallituksessa*”.<sup>98</sup> AML 5.1 §:n 2-kohdan mukaan osakkeenomistajalla, osakkaalla tai jäsenellä on *määräysvalta* yhteisössä, kun hänellä on oikeus nimittää tai erottaa enemmistö jäsenistä yhteisön hallituksessa tai siihen verrattavassa toimielimessä taikka toimielimessä, jolla on tämä oikeus, ja nimittämis- tai erottamisoikeus perustuu omistukseen, jäsenyyteen, yhtiöjärjestykseen, yhtiösopimukseen tai niihin verrattaviin sääntöihin taikka muuhun sopimukseen. KPL 1:5 § sisältää vastaavansisältöisen määritelmän siitä, milloin kirjanpitovelvollisella katsotaan olevan määräysvalta toisessa kirjanpitovelvollisessa tai

<sup>94</sup> Berle & Means 1950 s. 70.

<sup>95</sup> Vähemmistöosuuteen perustuva kontrollivalta on mahdollinen silloin kun yksilöllä tai ryhmällä on riittävä vähemmistöosakeomistus yhtiön hallitsemiseksi osakeomistuksen kautta. Valta yhtiössä saavutetaan tällöin esimerkiksi valtakirjojen avulla, mutta tällainen valta-asema ei yleensä ole vakaa ja sitä voidaan horjuttaa helposti. Berle & Means 1950 s. 80; Timonen 2000 s. 76. Toimiakseen kunnolla suurten vähemmistöosuuksien kontrollivalta edellyttää suhteellisen toimivaa corporate governance -järjestelmää. Vahtera 2011 s. 401.

<sup>96</sup> Berle & Means 1950 s. 69–90; Timonen 2000 s. 75–76.

<sup>97</sup> Suomessa osakkeenomistaja saa tietynlaista määräysvaltaa jo yhden kymmenesosan osakeomistuksella, koska tällainen osakekantaomistus oikeuttaa vaatimaan tiettyjä OYL:n vähemmistöoikeuksia. Ks. Pönkä 2008 s. 740.

<sup>98</sup> Pönkä 2008 s. 741.

ulkomaisessa kohdeyrityksessä.<sup>99</sup> Mainitut lainkohdat kuvaavat osuvasti edellä esitettyä havaintoa siitä, että määräysvalta yhtiössä kuuluu taholle, jolla on oikeus valita yhtiön johto<sup>100</sup>.

Todellisuudessa kontrollin syntymisen mekanismit voivat olla osakeyhtiössä hankalasti havaittavia, koska määräysvallan tuottava omistus- tai äänivaltaosuus riippuu monista eri seikoista kuten osakeomistuksen jakautumisesta ja esimerkiksi yhtiöjärjestyksen äänival-lankäyttöä koskevista määräyksistä.<sup>101</sup> Tosiasiallinen määräysvalta voi edellä kuvatulla tavalla perustua myös sopimiseen ja tavallista onkin, että vallankäyttö on järjestetty mo-nimutkaisin sopimusketjuin. Muun muassa tästä syystä osakkeenomistajien näennäisistä äänivaltasuhteista ei välttämättä voi tehdä päätelmiä siitä, kuka yhtiössä todellisuudessa käyttää määräysvaltaa.<sup>102</sup> Määräysvaltaosakkeenomistajan määrittelemisen tarkasti esi-merkiksi tietyn omistusosuuden perusteella ei ole aiheellista eikä mahdollistakaan, joten tutkielmassa määrävällä osakkeenomistajalla tarkoitetaan tahoja, jolla on osakeyhtiössä määräysvalta riippumatta vallan syntymekanismeista kuitenkin huomioiden, että edellä luetelluista vallankäyttötyypeistä täyteen omistukseen perustuva kontrolli, joka käytän-nössä toteutuu ainoastaan henkilöyhtiöissä, sekä johdon harjoittama kontrolli, jäävät luonnollisesti tutkielman aihepiirin ulkopuolelle. Määräysvaltaa osakeyhtiössä käyttävä osakkeenomistaja on siis joko enemmistöosakkeenomistaja tai muilla keinoin tosi-asiallista määräysvaltaa yhtiössä harjoittava yksilö tai ryhmä.

### 3.3 Erilaisia määräysvaltaosakkeenomistajia

Tyypillisimmin määräysvaltaa käyttävä taho osakeyhtiössä on osake-enemmistön omis-tava osakkeenomistaja siitäkin huolimatta, ettei osake- tai äänienemmistöstä aina suoraan voi päätellä kontrolloivaa tahoja. Siksi on tärkeää tarkastella yhtiöiden omistusrakenteita sen selvittämiseksi, millaisia määräysvaltaosakkeenomistajia yhtiöissä tyypillisesti on. Vaikka suurimpien suomalaisten pörssi-yhtiöiden omistus on hajautunut, on Helsingin

---

<sup>99</sup> Lisäksi KPL 1:5:3 tosiasiallisen määräysvallan käsitteen mukaan kirjanpitovelvollisella katsotaan olevan määräysvalta kohdeyrityksessä, jos sitä johdetaan yhteisesti kohdeyrityksen kanssa tai kirjanpitovelvollinen muulla tavoin tosiasiallisesti käyttää määräysvaltaa kohdeyrityksessä. Myös AML 1:5:3:ssa säädetään, että mikäli osakkeenomistajalla yhdessä hänen määräysvallassaan olevien yhteisöjen kanssa taikka näillä yhteisöillä yhdessä on määräysvalta jossakin yhteisössä, katsotaan myös tällainen yhteisö osakkeenomistajan määräysvallassa olevaksi yhteisöksi.

<sup>100</sup> Pönkä 2008 s. 741.

<sup>101</sup> Vahtera 2011 s. 401.

<sup>102</sup> Jos esimerkiksi yhtiön A Oy enemmistöosakkeenomistajat siirtävät osakkeidensa äänivallan sopimuksella B Oy:lle, käyttää B Oy tosiasiallista määräysvaltaa A Oy:ssä. Pönkä 2008 s. 741.

Pörssissä listattujen yhtiöiden omistus pääsääntöisesti keskittynyttä<sup>103</sup>. Vuosisadan vaihteessa tehdyssä kansainvälisessä pörssiyritysten omistusrakenteita koskeneessa tutkimuksessa<sup>104</sup> Helsingin Pörssissä listattujen yhtiöiden omistusrakenteita havaittiin jonkin verran vertailumaiden<sup>105</sup> keskiarvoa keskittyneemmäksi: Suomen suurimmista pörssiyrityksistä vain 35 prosentilla katsottiin olleen hajautunut omistusrakenne, kun määräysvallan kriteerinä pidettiin vähintään 20 prosentin äänioikeutta tuottavaa osakeomistusta.<sup>106</sup>

Suomen listayhtiöiden omistusrakenteita tarkastelemalla voidaan merkittävimpiin osakkeenomistajiin ja siten todennäköisesti kontrollivaltaa käyttäviin tahoihin katsoa kuuluvan Suomen valtion, yksityisiä perheitä sekä eläkeyhtiöitä. Pörssin 50 suurimman yrityksen joukosta Suomen valtio oli vuoden 2010 kesällä ylivoimaisesti suurin omistajaryhmä 50 prosentin omistusosuudellaan. Perheiden omistusosuus oli 21 % ja eläkeyhteisöjen 19 %.<sup>107</sup> Suomessa institutionaalisista sijoittajista kaikkein merkittävin sijoittajaryhmä ovatkin eläkkeitä sijoittavat instituutiot kuten työeläkevakuutusyhtiöt sekä eläkekassat ja -säätiöt<sup>108</sup>.

### **Valtio**

Yksi merkittävimmistä määräysvaltaa suomalaisissa pörssiyrityksissä käyttävistä tahoista on Suomen valtio, joka on Helsingin arvopaperipörssin suurin yksittäinen osakkeenomistaja<sup>109</sup>. Valtion pörssiomistusten yhteenlaskettu arvo on noin 22 miljardia euroa, joka on noin 14 prosenttia kaikkien Helsingin pörssissä listattujen suomalaisten yritysten arvosta. Valtion omistamien yhtiöiden valtionyhtiöt, muut yritykset ja liikelaitokset mukaan laskettuna kokonaismarkkina-arvo on noin 39 prosenttia pörssin suomalaisista yrityksistä eli valtion voidaan sanoa hallitsevan merkittävää osaa suomalaisesta pörssistä.<sup>110</sup> Valtiolla on merkittäviä, vähintään 10 prosentin, osakeomistuksia kolmessatoista pörssiyrityksessä; li-

---

<sup>103</sup> Puttonen 2004 s. 51.

<sup>104</sup> Ks. La Porta et al. 1999.

<sup>105</sup> Tutkimus koski yhteensä 27 vaurasta kansantaloutta. Ks. valtioista ja niiden valinnan perusteista tarkemmin La Porta et al. 1999 s. 471–476.

<sup>106</sup> Puttonen 2004 s. 51. Tutkimuksessa kunkin kohdemaan markkina-arvoltaan 30 suurinta pörssiyritystä jaettiin suuriin ja keskisuuriin. Kun määräysvalta-aste suurten yritysten osalta laskettiin 10 prosenttiin, omistukseltaan hajautuneina pidettiin enää 15 prosenttia yhtiöistä. Omistus on keskittyneempää keskisuurissa yhtiöissä: 10 prosentin määräysvaltakynnnyksellä hajautetusti omistettuja yhtiöitä ei suomalaisissa keskisuurissa yrityksissä ollut ainoatakaan. La Porta et al. 1999 s. 492–495.

<sup>107</sup> Loppuosa omistuksesta (10 %) jakautui teollisuuteen (9 %) ja muihin omistajiin (1 %). Löyttyniemi 2011 s. 20.

<sup>108</sup> Puttonen 2004 s. 52.

<sup>109</sup> Timonen 2006 s. 1312.

<sup>110</sup> Löyttyniemi 2011 s. 7, 20.

säksi valtio on merkittävänä omistajana yli neljässäkymmenessä noteeraamattomassa yhtiössä.<sup>111</sup> Merkittävä osa valtion yhtiöomistuksesta tapahtuu Suomen valtion kokonaan omistaman osakeyhtiön *Solidium Oy*:n kautta, jonka taloudellisin perustein tapahtuva toiminta on tärkeää omistamisen pitkäjänteisyyden ja arvon kasvattamisen varmistamisessa.<sup>112</sup> Valtio-omistus on Suomessa kansainvälisesti vertaillen korkealla tasolla ja valtio-omistuksella voidaan sanoa olevan Suomessa ja ylipäätään Euroopassa pitkät perinteet.<sup>113</sup>

Valtiolla on omistusosuksiensa suuruuden vuoksi tyypillisestä portfoliosijoittajasta poikkeava riski yrityksen epäonnistumisesta sekä merkittävä tai yksinomainen vastuu yrityksen lisöpääomittamisesta. Valtion erityislaatuisuudesta sijoittajana kertoo se, ettei valtio lainsäädännöllisistä syistä johtuen voi useinkaan vapaasti uudistaa sijoitussalkkuaan.<sup>114</sup> Näistä syistä johtuen valtio on tyypillisesti merkittävää määräysvaltaa käyttävä pitkäaikainen omistaja. Valtion yhtiöomistus on kuitenkin haasteellista julkisen ja yksityisen rajapinnassa toimimista: valtio on poliittisesti johdettu ja julkisoikeudellisella sääntelyllä normitettu omistaja, jonka tulisi toimia liiketaloudellisin periaattein johdetussa ja yksityisoikeudellisella sääntelyllä normitetussa yhtiössä<sup>115</sup>. Suomessa valtion omistajaohjauskäytäntöjä määrittää keskeisesti valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös, jossa valtio-omistuksen haasteita on tunnistettu ja niihin on pyritty vastaamaan linjaamalla keskeiset omistajapoliittiset yleisperiaatteet ja valtionomistuksen lähtökohdat. Valtio on omistajana sitoutunut aktiiviseen ja yhtiöiden omistaja-arvon pitkäjänteiseen kasvattamiseen ja sen omistajapolitiikan lähtökohtana on yhteiskunnallisesti ja liiketaloudellisesti kestävä tulos. Yksi keskeinen periaatepäätöksessä linjattu omistajapoliittinen

---

<sup>111</sup> Ks. valtion omistusosuudet ja eduskuntavaltuudet 1.1.2012, valtioneuvoston kanslia, omistajaohjausosasto. Ajankohtaiset tiedot löytyvät valtioneuvoston kanslian omistajaohjauksen sivustolta: <http://www.valtionomistus.fi/yhtioiden/eduskuntavaltuudet/fi.jsp>, viitattu 4.1.2012.

<sup>112</sup> Valtioneuvoston periaatepäätös 2011 s. 1–2.

<sup>113</sup> Valtio-omisteisten yhtiöiden määrä kasvoi Euroopassa viime vuosisadalla, jolloin valtiolla oli keskeinen rooli Euroopan jälleenrakentamisessa. Valtioiden rooli on viime vuosina finanssikriisin seurauksena kasvanut globaalisti: Kiinassa merkittävimmät yhtiöt ovat pääosin valtioiden omistamia, samoin Venäjällä useat pörssiyritykset ovat valtiojohtoisia. Valtiot ovat viime vuosina tulleet omistajiksi moniin pankkeihin Euroopassa ja Yhdysvalloissa ja valtion ote sääntelystä ja valvonnasta on kiristynyt. Löyttyneemi 2011 s. 5, 18–20.

<sup>114</sup> Timonen 2006 s. 1313 ml. alaviitteet.

<sup>115</sup> Valtion omistajanvallan käytöstä säädetään keskeisesti laissa valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (omistajaohjauslaki, 1368/2007), joka koskee 1 §:nsä mukaan valtion yhtiöomistusta koskevaa päätöksentekoa ja omistajanohjausta valtioneuostoissa yhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä sekä valtion liikelaitosten hallinnassa olevissa vastaavissa yhtiöissä.



yleisperiaate on omistajapoliittisen päätöksenteon kuuluminen valtiolle ja liiketoiminnallisen päätöksenteon kuuluminen kaikissa tilanteissa yhtiön toimielimille.<sup>116</sup>

Valtion omistajaohjauksessa on tavoitteena myös yhtiöiden toiminnan vastuullisuuden edistäminen ja sen varmistaminen.<sup>117</sup> Omistajana valtiota voisi luonnehdittavissa eräänlaisiksi *multi-stakeholderiksi* siinä mielessä, että valtiolla on edistettävänä kaikki yhteiskunnassa legitiimeiksi tunnetut intressit. Suomessa julkisen ja yksityisen yhdistämisen ratkaisu on, ettei omistus ole peruste sääntelylle. Valtio siten tunnustaa eri intressitahojen etujen huomioimisen, mutta konkreettinen toiminta on yhtiön liikkeenjohdon varassa, jonka ei halutessaan tarvitse kilpailuneutraliteetista johtuen ottaa kannettavaksi muista markkinatoimijoista poikkeavien velvollisuuksien kustannuksia.<sup>118</sup>

Kansainvälisesti yksi merkittävimmistä valtio-omistuksen muodoista ovat valtiolliset sijoitusrahastot (*Sovereign Wealth Funds, SWF*), joilla tarkoitetaan kansallisten tavoitteiden toteuttamiseksi valtioiden suoraan tai epäsuoraan hallinnoimia sijoitusvaroja. Valtion rahastoja käytetään tyypillisesti parantamaan valuuttareservien tai raaka-ainetulojen tuottoja sekä suojaamaan kotimarkkinoita raaka-aineiden hintojen vaihteluilta. Keskuspankkien virallisten varojen tuotto on heikkoa, mikä on saanut suuria varallisuusreservejä omaavat valtiot sijoittamaan osan varoista hajautetusti riskiä sisältäviin sijoituskohteisiin. Tällä hetkellä maailman suurin valtiollinen sijoitusrahasto on Norjan Statens Pensjonsfond – Utland (SPU), jonka varallisuus on yli 350 miljardia euroa<sup>119</sup>. Valtiollisten sijoitusrahastojen varojen kokonaismäärä arvioidaan noin 2 600 – 4 100 miljardiin dollariin, mutta määrän oletetaan kasvavan lähivuosina entisestään jopa 10 000 miljardiin dollariin.<sup>120</sup>

---

<sup>116</sup> Valtioneuvoston periaatepäätös 2011 s. 1.

<sup>117</sup> Valtioneuvoston periaatepäätös 2011 s. 4.

<sup>118</sup> Timonen 2006 s. 1313–1319 ml. alaviitteet; Valtioneuvoston periaatepäätös 2011 s. 1.

<sup>119</sup> Talouselämä 10.6.2011. Ks. yhdysvaltalaisen Monitor Groupin tutkimukseen perustuva listaus kaikista valtiollisista rahastoista suuruusjärjestyksessä: [http://www.monitor.com/Portals/0/MonitorContent/imported/MonitorUnitedStates/Articles/PDFs/Monitor\\_SWF\\_AUM\\_Assets\\_Table\\_07\\_07\\_2011.pdf](http://www.monitor.com/Portals/0/MonitorContent/imported/MonitorUnitedStates/Articles/PDFs/Monitor_SWF_AUM_Assets_Table_07_07_2011.pdf), viitattu 29.1.2012. Ks. Norjan rahaston ajantasainen arvo Norjan keskuspankin alaisuudessa toimivan rahastoa hallinnoivan yksikön NBIM:n sivuilta: <http://www.nbim.no/en/Investments/Market-Value/>. Norjan valtiollinen sijoitusrahasto sijoittaa varansa globaalisti Norjan ulkopuolelle ja hajauttaa sijoitussalkkunsaa voimakkaasti. Siitä on tullut merkittävä globaali omistaja: rahaston osuus eurooppalaisista pörssiyrityksistä on noin 1,85 prosenttia ja osuus maailman pörssiyrityksistä noin yksi prosentti. Rahaston toiminta on erittäin avointa ja se onkin saanut kansainvälisessä läpinäkyvyysindeksissä täyden pistemäärän 10/10. Löyttyniemi 2011 s. 15.

<sup>120</sup> Löyttyniemi 2011 s. 11–12, 13; OECD 2008 s. 117, 119.

## *Perhe*

Kansainvälisessä vertailussa perheomistuksen on havaittu olevan pankkien ja muiden yhteisöjen omistukseen verrattuna yleisempi kontrolliomistuksen muoto. Selvitettäessä maailman suurimpien listattujen yhtiöiden *todellisia* kontrolliomistajia ja käytettäessä kontrollivallan mittapuuna 20 prosentin omistusosuutta perheomistuksen osuudeksi saatiin 30 prosenttia, mikä ylitti toiseksi yleisimmän omistusmuodon, valtio-omistuksen 12 prosenttiyksiköllä.<sup>121</sup> Perheomistajat ovat keskeisessä asemassa myös suuressa osassa suomalaisia pörssiyrityksiä, joissa he lähes poikkeuksetta toimivat hallituksen jäseninä ja ovat muutenkin kontrolliosakkeenomistajina aktiivisia.<sup>122</sup> Perheet ovat tavallisesti sitoutuneet yhtiöön hyvin pitkällä aikavälillä, ja ovat haluttomia käyttämään exit-mahdollisuuttaan vaikka sijoituksen tuotto olisi väliaikaisesti matala.<sup>123</sup>

## *Instituutiot*

Suurten yritysten omistajarakenne maailmanlaajuisesti on muuttunut parin viime vuosikymmenen aikana suurten *institutionaalisten sijoittajien* aseman vahvistumisen seurauksena.<sup>124</sup> Institutionaalisilla sijoittajilla tarkoitetaan sijoitusrahastoja, pääomasäätiöitä, vakuutusyrityksiä sekä finanssilaitosten eli pankkien sijoitus- ja omaisuudenhoito-osastoja.<sup>125</sup> Pörssiyritysten omistamisen ”institutionalisointi” lähti aluksi liikkeelle Yhdysvalloista, missä eläkerahastoilla ja -säätiöillä on jo pitkään ollut huomattavia pörssiyritysomistuksia.<sup>126</sup> Institutionaalisten sijoittajien yhteenlaskettu omistusosuus 2000-luvun taitteessa Yhdysvaltojen 100 suurimmassa yrityksessä ja Iso-Britannian pörssiyrityksissä oli 60 prosenttia.<sup>127</sup> Etenkin yhdysvaltalaiset institutionaaliset sijoittajat toimivat aktiivisesti ympäri maailman ja niiden osakkeenomistus eurooppalaisissa ja japanilaisissa yhtiöissä on kasvanut viime vuosina merkittävästi.<sup>128</sup> Suomenkin arvopaperimarkkinoilla toimivista instituutioista pääosa on ulkomaisia, lähinnä anglosaksisia. Joukossa on kuitenkin myös suomalaisia instituutioita, joista merkittävin osa on edellä kerrotun mukaisesti työeläke-

---

<sup>121</sup> La Porta et al. 1999 s. 491–496.

<sup>122</sup> Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 32–33.

<sup>123</sup> Mäntysaari 2010 s. 194–195.

<sup>124</sup> Toiviainen 2004 s. 404–405.

<sup>125</sup> Nikkilä 2006 s. 67.

<sup>126</sup> Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 25, 34–35.

<sup>127</sup> Toiviainen 2004 s. 405.

<sup>128</sup> Vuoden 1999 kesällä ulkomaiset, lähinnä yhdysvaltalaiset eläke- ja sijoitusrahastot omistivat noin 14 % Tokion pörssin osakkeista ja vastasivat lähes 50 % sen päivittäisestä osakevaihdosta. Eläkerahastojen omistus yrityksissä on kasvanut näistä luvuista ja sen voidaan olettaa kasvavan entisestään sekä USA:ssa että muissa maissa. Toiviainen, Heikki 2004 s. 404–405.

vakuutusyhtiötä<sup>129</sup>. Institutionaalisten sijoittajien rooli osakkeenomistajina ja niiden merkityksen kasvu on noussut kansainvälisessä corporate governance-keskustelussa keskeiseksi teemaksi<sup>130</sup>. Erityisen huomion kohteena ovat olleet edellä mainitut valtiolliset sijoitusrahastot, joiden voimakas kasvu on aiheuttanut huolta ja epäluuloja rahastojen poliittisia tarkoituksia ja toiminnan avoimuutta koskien.<sup>131</sup>

Institutionaalisilla sijoittajilla on absoluuttisesti riittävän korkeiden osakeomistustensa sekä asiantuntemuksensa johdosta merkittäviä mahdollisuuksia vaikuttaa omistamiensa osakeyhtiöiden sisäisiin asioihin kuten strategiaan ja yhtiön rakennetta koskevaan suunnitteluun ja päätöksentekoon. Erityisesti Yhdysvalloissa osakkeenomistaja-aktiivisuus on institutionaalisten sijoittajien yleistymisen seurauksena 1990-luvun alkupuolelta alkaen ollut huomattavassa kasvussa.<sup>132</sup> Instituutioilla on yleensä kuitenkin sijoittamisasiantuntemuksensa puolesta paremmin mahdollisuuksia vaikuttaa yhtiöiden rakennemuutosratkaisuihin kuin itse juoksevaan liiketoimintaan.<sup>133</sup> Erityisesti kannattamattomissa yrityksissä nämä osakkeenomistajat pyrkivät sijoituksen arvon kasvattamiseksi erilaisten muodollisten ja epämuodollisten prosessien kautta aktiivisesti muuttamaan yhtiön toimintapolitiikkaa ennemmin kuin hankkimaan ääntenemmistöön perustuvan määräysvallan yhtiössä (*the political model of corporate governance*).<sup>134</sup> Keskittyneen omistusrakenteen, jossa äänivalta on keskittynyt institutionaalisille sijoittajille, voidaan katsoa lisäävän asiantuntemuksen tasoa sekä tietoisuutta yhtiön asioista osakkeenomistajien keskuudessa.<sup>135</sup> Toisaalta institutionaalisten sijoittajien aktiivisuuden positiivisia vaikutuksia on kritisoitu

---

<sup>129</sup> Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 25.

<sup>130</sup> Timonen 2000 s. 81.

<sup>131</sup> OECD 2008 s. 118; Löyttyniemi 2011 s. 13.

<sup>132</sup> Toisena syynä osakkeenomistaja-aktiivisuuden lisääntymiselle on ollut yritysvaltauksien, jotka erityisesti Yhdysvalloissa ovat perinteisesti olleet lähes ainoa keino saada aikaiseksi muutosta huonosti kannattavien yritysten toimintapolitiikkaan, kallistuminen ja toteuttamisen vaikeutuminen. Tämä on tehnyt aktiivisesta yhtiön toimintaan vaikuttamisesta osakkeenomistajille suhteellisesti entistä edullisemmän ja tehokkaamman keinon valvoa yhtiön johtoa. Nikkilä 2006 s. 137–139.

<sup>133</sup> Osakeyhtiöiden rakenneratkaisut edellyttävät yleensä nimittäin investointianalyysia, jonka suorittamisessa institutionaaliset sijoittajat ovat ammattiasiantuntijoita – usein jopa parempi kuin itse yhtiön johto. Nikkilä 2006 s. 67.

<sup>134</sup> Tyypillisesti tällaisten aktiivisten osakkeenomistajien vaikuttaminen perustuu omien toimintaehdotusten ja aloitteiden tuomiselle yhtiökokoukseen sekä neuvotteluihin yhtiön johdon kanssa Nikkilä 2006 s. 137, 140.

<sup>135</sup> Nikkilä 2006 s. 67, 139. Tälle syynä on jo sekin, että sijoittajaviestinnän määrän ja oikeellisuuden merkitykseen on institutionaalisen osakeomistuksen kasvun seurauksena alettu maailmanlaajuisesti kiinnittää merkittävää huomiota. Esimerkiksi suomalaisten yritysten antaman informaation läpinäkyvyyttä ja riittävyyttä vaativat tiukimmin ulkomaalaiset, ammattimaiset suursijoittajat. Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 26–27.

kyseenalaistamalla tällaisten sijoittajien halukkuus toimia muiden, eli lähinnä piensijoittajien eduksi.<sup>136</sup>

Osakkeenomistuksen institutionalisoitumisella on varjopuolensa, sillä institutionaaliset sijoittajat tarkastelevat sijoituksiaan pääsääntöisesti portfolioajattelun, jolle tyypillistä on osakkeen tuoton arvostaminen omistamisen kustannuksella, perusteella<sup>137</sup>. Sijoitusten hajauttaminen voi myös olla laissa institutionaaliselle sijoittajalle säädetty velvollisuus<sup>138</sup>. Institutionaalisten sijoittajien on mahdollista vaihtaa osakesalkkunsu kokoonpanoa tarvittaessa nopeasti silloinkin, kun niillä on yksittäisessä yhtiössä merkittävä omistusosuus.<sup>139</sup> Tällaisen lyhytaikaisen, spekulatiivisen osakesijoittamisen katsotaan johtaneen pääomamarkkinoiden lyhytnäköisyyteen ja aiheuttaneen osakeomistuksen passivoitumista ja institutionaalisten sijoittajien haluttomuutta kohdistaa valvontaa yhtiön johtoon. Institutionalisoitunut osakeomistus voikin siten pahimmillaan toimia hajautetun omistusrakenteen tavoin kasvattamalla johdon valtaa suhteessa osakkeenomistajiin ja lisätä siten johdon ja osakkeenomistajien välisen agenttisuhteen ongelmien todennäköisyyttä. Institutionaalisten sijoittajien passiivisuuden<sup>140</sup> ongelmallisuus on nostettu keskeiseksi teemaksi kansainvälisessä corporate governance -keskustelussa sijoitusten lyhytnäköisyydestä seuraavien haittojen ohella myös siitä syystä, että tällaisilla osakkeenomistajilla, erityisesti asiakkaidensa varallisuutta näiden intressien mukaisesti hallinnoivilla vakuutusyhtiöillä ja eläkerahastoilla, on tietystä määrin asiakkaitaan kohtaan velvollisuus aktiiviseen osakeomistukseen<sup>141</sup>.

---

<sup>136</sup> Argumentaation taustalla on ajatus siitä, että institutionaalisten sijoittajien johdon toiminta voi näiden omasta agenttisuhteen valvontaongelmasta johtuen perustua johtajien henkilökohtaisiin intresseihin. Ks. Timonen 1997 s. 164–165 alav. 102.

<sup>137</sup> Hirvonen – Niskakangas – Steiner 2003 s. 34; KOM(2011) 164 lopullinen, s. 12–14.

<sup>138</sup> Ks. esim. SRL 11:68, jonka mukaan rahastoyhtiön on hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan sijoitusrahaston varoja. Riskin hajauttamisen periaate käy lisäksi ilmi sijoitusrahastotoiminnalle lain 72, 73 ja 78 §:issä säädetyistä rajoituksista.

<sup>139</sup> Timonen 2006 s. 1319 alav. 16.

<sup>140</sup> Eräänä merkittävimmistä äänestysaktiivisuuden vähyteen vaikuttavista syistä erityisesti eläkerahastojen kohdalla ovat eturistiriidat, joita syntyy erityisesti silloin kun institutionaalisella sijoittajalla tai omaisuudenhoitajalla on kaupallisia etuja kohdeyrityksessä. Osakkeenomistajien passiivisuuteen vaikuttaa lisäksi omaisuudenhoitajien palkkioiden kannustinrakenteet, joiden on nähty lisäävän pääomamarkkinoiden lyhytnäköisyyttä. Ks. KOM(2011) 164 lopullinen, s. 14–15. Ks. erityisesti eläkerahastojen passiivisuuden syistä tarkemmin Davies 2003 s. 339–342; Nikkilä 2006 s. 141.

<sup>141</sup> Institutionaalisilla sijoittajilla on asiakkaitaan kohtaan velvollisuus tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä ja velvollisuus valvoa näiden etua. Nikkilä 2006 s. 67–68. Ks. esim. TVYL 2 §, jonka mukaan työeläkevakuutusyhtiön tehtävänä on harjoittaa sosiaaliturvaan kuuluvaa lakisääteistä eläkevakuutusliikettä hoitamalla lakisääteisen työntekijän eläkelain (395/2006) ja yrittäjien eläkelain (1272/2006) mukaisen eläketurvan toimeenpanoa ja yhtiölle tätä varten kertyviä varoja vakuutusten käsittämät *edut turvaavalla* tavalla. Intressitahojen asema eli etutahoajattelu on työeläkevakuutusyhtiöissä korostunut. Työeläkevakuutusyhtiöiden omistajien asema poikkeaa osakeyhtiön osakkeenomistajista muun muassa sen suhteen, ettei asema ole

### 3.4 Corporate governance –keskustelusta

#### 3.4.1 Perinteinen agenttiongelman

Osakeyhtiön *corporate governancella* on useita eri määritelmiä. Corporate governance tarkoittaa laajasti määriteltynä oikeastaan kaikkia yritystoiminnan organisoitumiseen ja yritysrahoitukseen liittyviä päätöksenteko- ja valvontamekanismeja sekä yrityksen erilaisten etutahojen aseman ja oikeuksien määrittelyä<sup>142</sup>. Osakeyhtiön corporate governancessa on siten kyse niistä säännöistä, joilla *varallisuus, valta ja vastuu* jaetaan yhtiössä yhtiön keskeisten sidosryhmien eli osakkeenomistajien, yhtiön johdon ja velkojien kesken.<sup>143</sup> Yhtiön hallinnon ja päätöksenteon sääntelyn tärkeimpänä tavoitteena on osakeyhtiöön sijoitettujen varojen suojaaminen, joten corporate governance -keskustelulla on aivan keskeinen merkitys.<sup>144</sup> Keskustelun voidaan katsoa saaneen alkunsa 1970-luvulla Yhdysvalloista, jolloin erityisesti osakeyhtiöiden osalta alettiin keskustella yritystoiminnan organisoitumisesta, yrityksen etutahojen vaikutusmekanismeista, yritysjohton valvonta- ja kontrollimekanismeista sekä näihin liittyvästä yritystoiminnan sääntelystä.<sup>145</sup>

Corporate governance -keskustelu on perinteisesti keskittynyt käsittelemään julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä vallitsevaa omistuksen ja johdon (kontrollin) eriytymistä, jota voidaan pitää modernin osakeyhtiön perusongelmana.<sup>146</sup> *Berlen ja Meansin* vuonna 1932 julkaistun modernia yhtiötä koskevan tutkimuksen keskeinen havainto on ollut, ettei perinteistä *common law* -kulttuurin esineoikeudellista omistusoikeuskäsitettä voida soveltaa hajautetun omistuksen osakeyhtiöön.<sup>147</sup> Tällaisessa yhtiössä omistajan oikeuksiin perinteisesti kuuluneet riski ja kontrolli ovat erkaantuneet toisistaan siten, ettei osakkeenomistajalla ole päätösvaltaa yritysvarallisuutta koskevissa asioissa. Osakkeenomistaja on luovuttanut liiketoimintaa koskevan määräysvallan yritysjohtolle, jolla osakkeenomistajista poiketen ei välttämättä ole minkäänlaista taloudellista yritysrisiä, mistä aiheutuu

---

residuaalinen. Ks. *Rajaniemi, Erkki & Villa, Seppo: Työeläkevakuutusyhtiöt ja Corporate Governance*. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): *Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia IV*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:111. Turku 2004 s. 157–191, s. 159, 161–163.

<sup>142</sup> Timonen 2000 s. 5.

<sup>143</sup> Mähönen & Villa 2006c s. 1. Corporate governance voidaan myös ymmärtää suppeasti koskemaan esimerkiksi vain osakkeenomistajan ja yritysjohton välistä suhdetta. Ks. Timonen 2000 s. 4.

<sup>144</sup> Mäntysaari 2002 s. 41.

<sup>145</sup> Timonen 2000 s. 1. Tuolloin mielenkiinto kohdistui erityisesti suuryritysten toimintaan ja päätösvaltasuhteisiin, mutta keskustelu on koskenut myös yleisempiä, yritystoiminnan yhteiskunnalliseen merkitykseen ja yritysten eri etutahojen asemaan liittyviä kysymyksiä.

<sup>146</sup> Mähönen 2001 s. 143.

<sup>147</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 20.

intressiristiriita osakkeenomistajien ja johdon välille.<sup>148</sup> Kyse on ennen kaikkea omistuksen ja tehokkaan (*effective*) johdon eriytymisestä, sillä osakkeenomistajilla säilyy viimekätinen kontrolli yhtiön asioihin osakkeeseen liittyvän äänioikeuden muodossa.<sup>149</sup>

Yhtiön omistuksen ja johdon eriytyessä osakkeenomistajista riippumattomalla ammattijohdolla on mahdollisuus käyttää omistuksesta irtautuneen kontrollin puutetta hyödykseen, mistä aiheutuu niin kutsuttu agenttiongelma<sup>150</sup>. Johdon ja osakkeenomistajan välistä suhdetta tarkastellaan taloustieteessä kehitetyn *päämies-agenttiteorian* avulla, jonka mukaan yritysjohto toimii osakkeenomistaja-päämiehen agenttina. Teorian mukaisella päämies-agenttisuhteella tarkoitetaan yleisesti mitä tahansa sopimussuhdetta, jossa toinen osapuoli, päämies, solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta toisen osapuolen, agentin, kanssa.<sup>151</sup>

Päämies-agenttiteorian mukaan päämiehen ja agentin intressit pääsääntöisesti poikkeavat toisistaan, minkä johdosta osakkeenomistaja ei voi varmistua siitä, että ammattijohtaja edistää optimaalisella tavalla osakkeenomistajan etua eikä eturistiriitatilanteessa toimi omassa intressissään.<sup>152</sup> Yhtiöoikeudessa perinteisesti vallinneen paradigman mukaan ammattijohto on luontaisesti epälojaali ja pyrkii ensisijaisesti maksimoimaan yhtiön voiton omaksi yksityiseksi hyödykseen osakkeenomistajien ja muiden eturyhmien kustannuksella<sup>153</sup>. Lisäksi osakkeenomistajilta on oletettu puuttuvan kyky, taito, informaatio ja halu kontrolloida yhtiön erikoistunutta ammattijohtoa.<sup>154</sup> Oikeudellisesti relevantiksi

---

<sup>148</sup> Berle & Means 1950 s. 338, Bergström & Samuelsson 2001 s. 20–21, Mähönen & Villa 2006a s. 76–77. Berle ja Means osoittivat tutkimuksessaan suuryritysten omaisuuden hajautumisen laajalla tilastoaineistolla ja päättelivät havaintojen pohjalta, että omistajuus oli muuttunut aktiivisesta passiiviseksi, minkä seurauksena omistajilla on ainoastaan vähäisessä määrin valtaa yrityksessä, eikä omistajilla enää ole yrittäjäomistajien tavoin myöskään vastuuta yrityksestä tai sen omaisuudesta. Omaisuudesta on tullut likvidiä ja omistaja on muuttunut lähinnä symboliksi, kun valta, vastuu ja määräysvalta ovat erkaantuneet omistuksesta. Ks. Timonen 1997 s. 148–149; Berle & Means 1950 s. 66–68.

<sup>149</sup> Hart 1995 s 127, alav. 4.

<sup>150</sup> Jensen & Meckling 1976 s. 309.

<sup>151</sup> Osapuolet sopivat sopimuksen tavoitteesta sekä siitä, että agentti päättää päämiehen puolesta tavoitteen saavuttamiseksi vaadittavista toimista. Jensen & Meckling 1976 s. 308-309.

<sup>152</sup> Timonen 2000 s. 50.

<sup>153</sup> Ks. Berle & Means 1950 s. 346; Jensen & Meckling 1976 s. 308.

<sup>154</sup> Mähönen 2001 s. 143. Haluttomuus valvoa yritysjohtoa johtuu siitä, että valvonta on julkishyödyke: yhden osakkeenomistajan suorittama valvonta koituu myös muiden osakkeenomistajien hyväksi. Osakkeenomistajat eivät suorita kustannuksia aiheuttavaa valvontaa vaan olettavat muiden omistajien valvovan johtoa (ns. vapaamatkustajaongelma). Usein lopputulos on se, ettei johdon toimiin kohdistu juuri lainkaan valvontaa. Hart 1995 s. 127. Kuitenkin silloin, kun osakeyhtiön corporate governance –järjestelmä perustuu kontrolliomistukseen, voi kysymys olla tietoisesta riski- ja valtaposition jakamisesta eri osakkeenomistajien välillä. Tällöin passiivisena pysyvät osakkeenomistajat, tyypillisesti institutionaaliset sijoittajat, ovat tehneet rationaalisen päätöksen olla osallistumatta yhtiön hallinnoimiseen. Ks. Vahtera 2011 s. 416–421.

agenttisuhteen tekee sopimusten epätäydellisyys<sup>155</sup> sekä informaatioepäsymmetria: agentilla on lähtökohtaisesti yksityistä tietoa, joka ei ole päämiehen saatavilla (*hidden information*) minkä lisäksi agentin käyttäytyminen voi olla "kätkeytyä" (*hidden action*), jolloin päämies ei pysty havaitsemaan toimiiko agentti päämiehen intressien mukaisesti. Juuri informaatioepäsymmetrian seurauksena agentilla on kannustin opportunistisesti ajaa omaa etuaan ("*take the money and run*").<sup>156</sup>

Epäsymmetrisen informaation seurauksena päämies-agenttisuhteeseen syntyy valvontaongelma, jonka täyttäminen aiheuttaa päämiehelle niin kutsuttuja agentuurikustannuksia (*agency costs*).<sup>157</sup> Valvontaongelman hallinnoimiseksi tarvitaan erilaisia *valvonta- ja korjausmekanismeja* sekä *intensiivejä*, joilla ammattijohtajan intressit pyritään mahdollisimman pitkälle yhdenmukaistamaan omistajan intressien kanssa. Corporate governance -keskustelussa onkin Berlen ja Meansin tutkimuksen seurauksena 1990-luvulle saakka keskitytty löytämään keinoja yhtiön osakkeenomistajien ja yritysjohton intressien yhdistämiseksi sekä agenttiongelmaista agentuurikustannusten muodossa aiheutuvien tehokkuustappioiden minimoimiseksi.<sup>158</sup>

#### 3.4.2 Määräävä osakkeenomistaja vähemmistöosakkeenomistajien agenttina

Corporate governance -tutkimuksessa on siis pitkään keskitytty osakeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisen agentti- tai valvontaongelman optimaaliseen ratkaisemiseen siitä huolimatta, että osakeyhtiössä on tunnustettu vallitsevan ainakin kolme erilaista päämies-agenttisuhdetta. Osakkeenomistajien ja palkatun yritysjohton välisen agenttisuhteen lisäksi yhtiössä syntyy agenttisuhteita konfliktineen määräävien osakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien ("*noncontrolling owners*") välille sekä yhtiön, ennen kaikkea sen osakkeenomistajien, ja yhtiön sidosryhmien, ennen muuta velkojien,

---

<sup>155</sup> Mikäli osakkeenomistajat ja ammattijohtaja voisivat solmia täydellisen sopimuksen, jossa ennakolta varauduttaisiin kaikkiin mahdollisiin tulevaisuuden skenaarioihin, valvontaongelma kohdistuisi ainoastaan tällaisen sopimuksen noudattamiseen. Ks. Timonen 2000 s. 78.

<sup>156</sup> Kraakman et al. 2004 s. 21; Turtiainen 2004 s. 27–28; Mähönen & Villa 2006a s. 87.

<sup>157</sup> Agenttikustannuksia syntyy sitä enemmän, mitä monimutkaisempia tehtäviä agentille on määrätty ja mitä enemmän agentilla on päätöksenteossa harkintavaltaa. Kraakman et al. 2004 s. 21–22. Agentuurikustannukset koostuvat päämiehelle agentin valvomisesta johtuvista valvontakustannuksista (*monitoring expenditures*), agentille tämän opportunistista käyttäytymisestä ehkäisevistä rajoitteista aiheutuvista ns. sidontakustannuksista (*bonding costs*) sekä jäännösmenetyksestä (*residual loss*). Jensen & Meckling 1976 s. 308, Mähönen 2001 s. 144–145. Huolimatta siitä, että osa kustannuksista aiheutuu agentille, jäävät myös nämä kustannukset viime kädessä osakkeenomistajien kannettavaksi. Ks. Jensen & Meckling 1976 s. 325.

<sup>158</sup> Timonen 2000 s. 50; Mähönen 2001 s. 144; Turtiainen 2004 s. 28.

välille.<sup>159</sup> Osakeyhtiön corporate governancessa on kysymys näistä kahden ensimmäisen agenttisuhteen ongelmien ratkaisemisesta, kun taas kolmas intressiongelmia yhtiön ja velkojien välillä ei lähtökohtaisesti ole yhtiöoikeudellinen tutkimusongelma.<sup>160</sup>

Viime vuosina kansainvälisen corporate governance -keskustelun painopiste on siirtynyt kohti määräysvaltaosakkeenomistusta sekä hajautetun ja keskittyneen omistusrakenteen välisiä eroavaisuuksia.<sup>161</sup> Valtavirtatutkimusta hallinneen osakkeenomistajien ja yritysjohdon vastakkainasettelun perustana oleva oletus määräysvallan siirtymisestä johdolle omistuksen hajautumisen seurauksena on kyseenalaistettu ainakin 1980-luvulta alkaen ja empiiriset yhtiöiden omistusrakennetta koskeneet vertailevat tutkimukset 2000-luvun taitteesta tähän päivään ovat osoittaneet, että oletus on paikkansapitävä ainoastaan Yhdysvalloissa ja sielläkin huomattavasti aiemmin uskottua rajallisemmin. Yleismaailmallisesti tarkasteltuna Berle & Means -yhtiö edustaa omistusrakenteeltaan poikkeusta, eikä missään nimessä pääsääntöä<sup>162</sup>. Julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden selkeä omistustyyppi on hajautuneen omistuksen sijaan hyvin keskittynyt: tyypillisesti yhtiöllä on yksi tai useampi merkittävä osakkeenomistaja (henkilö, perhe tai ryhmä).<sup>163</sup>

Edellä kuvattu kehitys korostaa tarvetta nostaa corporate governance -järjestelmiä kehitettäessä tarkastelun keskipisteeksi osakeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen sijasta osakkeenomistajien keskinäiset eli enemmistön ja vähemmistön väliset intressiristiriidat.<sup>164</sup> Todellinen intressikonflikti osakeyhtiön toimintaympäristössä syntyy nimittäin osakkeenomistajien välille, mikäli määräysvaltaosakkeenomistajalla on mahdollisuus valita yhtiölle mieleisensä johto ja siten harjoittaa yhtiössä välillistä kontrollia.<sup>165</sup> Erityisesti keskittyneen omistuksen osakeyhtiöissä vähemmistöosakkeenomistajien

---

<sup>159</sup> Kraakman et al. 2004 s. 22; Mähönen & Villa 2006a s. 77–78.

<sup>160</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 78.

<sup>161</sup> Gilson 2006 s. 1642–1660.

<sup>162</sup> Timonen 2000 s. 42, 90. Ks. kirjallisuusluetteloita näistä tutkimuksista Gilson 2006 s. 1645, alav. 7, La Porta et al. 1999 s. 471.

<sup>163</sup> Gilson 2006 s. 1643–1645; Anabtawi & Stout 2008 s. 1276. Empiiristen tutkimusten perusteella hajautetun omistuksen yhtiö näyttäytyy harvinaisena. Sen sijaan lähes kaikissa suurissa yrityksissä on kontrolliosakkeenomistajia, jotka useimmissa tapauksissa nauttivat suurempaa määräysvaltaa kuin mihin heidän pääomasijoituksensa oikeuttaisi paljolti ns. pyramidirakenteisen omistuksen kautta. La Porta et al. s. 471–474, 496, 511.

<sup>164</sup> Ks. myös Timonen 2000 s. 92–93; Mähönen & Villa 2006a s. 85. La Porta et al. toteavat tutkimuksensa tulosten viittaavan siihen, että yritysrahoituksen teorian ollakseen relevantti useimmissa maissa tulisi keskittyä niihin intensiiveihin ja mahdollisuuksiin, joita määräysvaltaosakkeenomistajilla on sekä hyödyttää että riistää vähemmistöosakkeenomistajia. La Porta et al. 1999 s. 474.

<sup>165</sup> Timonen 2000 s. 91–92.



suojaaminen määräysvaltaosakkeenomistajien opportunisteilta muodostuu olennaisimmaksi ratkaistavaksi agenttiongelmaksi.<sup>166</sup>

Kontrolliosakkeenomistajan ja vähemmistöön jäävien osakkeenomistajien välisessä suhteessa määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja toimii vähemmistön, päämiehen, agenttina. Vähemmistöosakkeenomistajien nähdään siirtäneen kontrolliosakkeenomistajalle vastuun yhtiön johdon valvonnasta. Samalla vähemmistöosakkeenomistajat luottavat siihen, että kontrollivaltaa käyttävä osakkeenomistaja huolehtii kaikkien osakkeenomistajien edusta eikä käytä valta-asemaansa väärin aiheuttaen vähemmistöosakkeenomistajille riskiä oikeudenloukkauksista.<sup>167</sup> Osakkeenomistajien välillä vallitsee tästä päämies-agenttisuhteesta seuraavia intressikonflikteja, jotka johtuvat eri omistajaryhmien ristiriitaisista tavoitteista. Intressiristiriidat koskevat yhtäältä yhtiön tulevaa liiketoimintaa koskevia päätöksiä ja toisaalta jo syntyneen voiton ja pääoman jakamista kontrolliosakkeenomistajan ja vähemmistön välillä<sup>168</sup>. Kontrolliosakkeenomistajalla on asemansa perusteella mahdollisuus vaikuttaa osakeyhtiön orgaanien muodostuksen, ennen kaikkea hallituksen valinnan, kautta siihen, miten ja minkälaisella liiketoiminnallisella riskillä yhtiö toteuttaa toimintansa tarkoitusta eli sitä toimintaa, josta kertyvä voitto aikanaan jaetaan kaikkien osakkeenomistajien kesken yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti.<sup>169</sup> Vaikka määräysvaltaosakkeenomistajan päätösvalta siten kohdistuu lähinnä ainoastaan vastaisen toiminnan toteuttamiseen ja mahdollisuudet vaikuttaa voitonjakamiseen ovat rajalliset, voi kontrolliomistaja väärinkäyttää valta-asemaansa kummassakin suhteessa.<sup>170</sup>

Ennen kaikkea agenttiongelmassa on kyse siitä, että enemmistöperiaatteesta seuraava laillinen vallankäyttöoikeus saattaa houkutella kontrolliosakkeenomistajan väärinkäyttämään asemaansa (*expropriation*) osakeyhtiölain vastaisesti muiden osakkeenomistajien loukkaamiseksi.<sup>171</sup> Houkutus opporunistiseen käyttäytymiseen voi katsoa oleva määräysvaltaosakkeenomistajien kohdalla itse asiassa yhtiön johtoa suurempi, koska määräysvaltaa käyttävällä osakkeenomistajalla on, toisin kuin johdon jäsenillä, tavallisesti

---

<sup>166</sup> Vahtera 2011 s. 425.

<sup>167</sup> Vahtera 2011 s. 417.

<sup>168</sup> Taloustieteessä jaottelu vastaa jakoa investointi- ja rahoituspäätöksiin. Kaisanlahti 1999 s. 95.

<sup>169</sup> Kaisanlahti 1999 s. 95; Vahtera 2011 s. 403. Kun kontrolliosakkeenomistajalla käytännössä on mahdollisuus kontrolloida valitsemaansa hallitusta, joka puolestaan valitsee yhtiön toimitusjohtajan, toteuttaa hallitus toimitusjohtajan valvontaa kontrolliomistajan strategiaan ja osakeomistukseen perustuvien odotusten kautta. Bergström & Samuelsson 2001 s. 149–150.

<sup>170</sup> Vahtera 2011 s. 228.

<sup>171</sup> Gilson 2006 s. 1651; Vahtera 2007 s. 94; Vahtera 2011 s. 231.

suuren osakeomistuksensa johdosta merkittävä taloudellinen intressi yhtiössä, mikä saa kontrolloivan osakkeenomistajan edistämään enemmän omia kuin kaikille osakkeenomistajille yhteisiä etuja<sup>172</sup>.

Kaikille väärinkäytösriskeille on tyypillistä, että ne heikentävät vähemmistöosakkeenomistajan taloudellista hyötyä joko voitonjaon osalta tai osakkeen arvon alentumisena.<sup>173</sup> Tavallisin väärinkäyttötilanne on taloudellisten etujen siirtäminen vain tietyille osakkeenomistajille tai jollekin ulkopuoliselle toisten osakkeenomistajien kustannuksella. Väärinkäytöksen erityisiä tyyppitapauksia ovat muun muassa suunnattujen antien järjestäminen, kontrolliosakkeenomistajien intressissä tehtävät lähipiiritransaktiot sekä se, ettei yhtiö jaa osinkoa, vaikka taloudellinen tilanne sallisi voiton jakamisen. Viimeisintä tapausta kutsutaan vähemmistön näännyttämiseksi: kyse on systemaattisesta voitonjaon lykkäämisestä, jolloin vähemmistöosakkeenomistajan vaihtoehdot kulmineituvat osakeomistuksen myymiseen kontrolliomistajalle tämän asettamalla hinnalla<sup>174</sup>. Käsitteenä osakkeenomistajien näännyttäminen on jokseenkin epäselvä, eikä siitä suoraan säädetä OYL:ssa. Näännyttämistä pyritään estämään OYL 13:7 vähemmistöosinkosäännöksellä, jonka nojalla vähemmistöosakkeenomistajilla on mahdollisuus vaatia tietyin täsmennyksin puolet tilikauden voitoista jettavaksi. Vähemmistöä näännyttämään pyrkivä kontrolliosakkeenomistaja voi kuitenkin kiertää vähemmistöosinkosäännöstä laatimalla yhtiön tilinpäätöksen tarkoituksella todellista heikompaa tulosta näyttäväksi. Tällainen menettely on luonnollisesti kiellettyä, mutta rajanveto kielletyn tuloksen manipuloinnin ja sallittujen kirjanpidollisten toimien välillä on hankalaa.<sup>175</sup>

---

<sup>172</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 148; Kraakman et al. 2004 s. 118.

<sup>173</sup> Vahtera 2011 s. 228–231.

<sup>174</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 150.

<sup>175</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 39, 42. Näännyttämisen toteennäyttämisen vaikeus käy hyvin ilmi Helsingin hovioikeuden 29.11.2011 antamasta (3520 S 10/1082) Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen varustamoyhtiö Finnlines Oyj:tä vastaan nostamaa vähemmistöosingonjakopäätöksen moitekanetta koskevasta ratkaisusta. Tapauksessa on ollut kyse OYL 13:7 mukaisen vähemmistöosingon määrän laskemisesta ja tarkemmin sanottuna siitä, olisiko osinko tullut laskea tuloksesta, johon on laskennallisesti lisätty Finnlines Oyj:n tytäryhtiöilleen antamat, yhteensä noin 34 miljoonan euron suuruiset tilikauden tilinpäätökseen tulosta vähentävänä eränä kirjatut konserniavustukset. Hovioikeus hylkäsi käräjäoikeuden kantajajan hyväksi antaman tuomion ja katsoi, ettei Finnlines ollut rikkonut OYL 13:7:n vähemmistöosinkosäännöstä. Hovioikeus katsoi näännyttämisen puolesta puhuvista seikoista kuten Finnlines Oyj:n hallituksen ehdotuksesta olla jakamatta lainkaan osinkoa vaikka yhtiö oli tehnyt voitollisen tilikauden sekä tosiasiallisesta osinkojen jakamatta jättämisestä muutamana perättäisenä tilikautena huolimatta jääneen näyttämättä, että asiassa olisi ollut kysymys osakkeenomistajien näännyttämisestä. Finnlines Oyj:n ei katsottu näytetyn tahallisesti vähemmistön näännyttämistarkoituksessa manipuloineen osingonjaon perustana olevaa tilikauden tulosta, vaan konserniavustusten antamiselle katsottiin olleen hyväksyttävät ja asianmukaiset liiketaloudelliset perusteet. Vähäistä osingonjakoa puoltavina seikkoina huomioitiin Finnlinesin viime vuosien merkittävät investoinnit, omavaraisuusasteen heikkeneminen sekä maailmanlaajuinen, vuonna 2008 alkanut finanssikriisi. Ratkaisu ei ole lainvoimainen.

### 3.5 Määräysvaltaosakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus

#### 3.5.1 Lojaliteetti agenttiongelman ratkaisuna

Yleisesti agenttisuhteissa agentin opportunistisen käyttäytymisen varalta tarvittavat valvonta- ja korjausmekanismit, joiden tarkoituksena on yhdenmukaistaa agentin intressejä päämiehen intressien kanssa sekä vähentää agenttikustannuksia, jaetaan yhtiön ulkoisiin ja sisäisiin kontrolloikeuksiin. Yhtiöoikeudelliset eli sisäisen kontrollin tehokkuutta varmistavat valvonta- ja korjausmekanismit liittyvät yhtiön eri etutahojen välisten suhteiden järjestämiseen, vastavuoroihin oikeuksiin ja velvollisuuksiin sekä yhtiötä välittömästi koskevaan lainsäädäntöön. *Timosen* mukaan nimenomaan yhtiölainsäädännön merkitys on osakkeenomistajien välistä agenttisuhdetta koskevassa corporate governance -keskustelussa huomattavasti korostuneempi kuin perinteisessä yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välistä intressiristiriitaa korostavassa asetelmassa. Tätä hän perustelee ennen kaikkea sillä, etteivät markkinaperusteiset eli ulkoista kontrollia varmistavat valvontamekanismit ole riittäviä määräysvaltaosakkeenomistajan opportunistisen käyttäytymisen sääntelyssä.<sup>176</sup> Ulkoisen kontrollin eli niin kutsuttujen *määräysvaltamarkkinoiden*, joilla tehottomaksi arvioitu yrityksen resurssien hyödyntäminen johtaa yhtiön tehottoman johdon syrjäyttämiseen, tuottama uhka onkin osakkeenomistajien välisessä suhteessa heikko.<sup>177</sup> Yritysjohdon vaihtamisen osakkeenomistajien toimesta voidaankin katsoa olevan selvästi helpompaa kuin kontrolliomistajien syrjäyttäminen.<sup>178</sup>

Yhtiöoikeudellisia keinoja agentin opportunistista aiheutuvan päämiehen haavoittuvaisuuden vähentämiseksi voidaan kutsua oikeudellisiksi strategioiksi. Tällaiset strategiat jaetaan sääntelyllisiin ja yhtiön hallintoa koskeviin. Sääntelystrategioilla asetetaan aineellisoikeudellisia agenttisuhteen syntyä, sisältöä ja päättymistä koskevia ehtoja; hallinnollisten strategioiden tavoitteena on suojata päämiehiä epäsuorasti joko lisäämällä heidän valtamahdollisuuksiaan yhtiössä tai muokkaamalla agentin kannustimia (mm. palkitsemisstrategiat). Tavallisin sääntelystrategiaan perustuva keino on kieltää agenttia teke-

---

<sup>176</sup> Timonen 2000 s. 52, 93.

<sup>177</sup> Määräysvaltamarkkinoiden (*market for corporate control*) valvontavaikutus toteutuu siten, että yhtiön arvon laskiessa ulkopuolinen taho, joka arvioi saavansa yrityksen resursseista nykyistä suuremman hyödyn, on valmis maksamaan myyjälle eli osakkeenomistajille yhtiön resursseista markkinahintaa korkeamman korvauksen. Mikäli yhtiön määräysvalta näin vaihtuu, tehoton yritysjohto joutuu väistymään tai toteuttamaan ostajan päätöksentekoon perustuvaa strategiaa. Määräysvallan vaihtuminen ja siitä seuraavan aseman menettämisen todellinen uhka kannustaa näin yritysjohtoa toimimaan tehokkaasti edellyttäen, että johdon toiminnan tehokkuus tai tehottomuus todella heijastuu yhtiön osakkeen arvoon. Ks. Mähönen 2001 s. 152–153.

<sup>178</sup> Timonen 2000 s. 87, 93.

mästä päätöksiä tai ryhtymästä oikeustoimiin, jotka vahingoittavat päämiestä. Tällainen kielto voidaan lainsäädännössä muotoilla *säännöksi*, jolla edellytetään tai kielletään agentin toiminnalta jotakin *ex ante* tai yleisemmäksi *standardiksi* (käyttäytymissäännöksi), jolla toiminnan norminmukaisuuden lopullinen arviointi jää tuomioistuimille *ex post*.<sup>179</sup>

Osakeyhtiöoikeudellisia sääntöjä kuten minimipääomavaatimusta tai osingonjakorajoituksia käytetään tyypillisesti vahvistamaan velkojen- ja sijoittajansuojaa. Sen sijaan monimutkaisten yhtiön sisäisten suhteiden sääntely, kuten kysymys *kontrolloivan osakkeenomistajan* ja yhtiön välisten oikeustoimien sallittavuudesta, olisi hankalaa yksityiskohdistaisten kieltomääräysten ja poikkeussääntöjen avulla, jotka aiheuttaisivat yhtiöoikeudellisten suhteiden sääntelyyn turhaa jäykkyyttä, mutta todennäköisesti kuitenkin jättäisivät porsaanreikiä opportunistiselle käytökselle. Tarkoituksenmukaisinta yhtiön sisäisten agenttisuhteiden sääntelyssä on käyttää keinona sellaisia avoimia standardeja, kuten lojaliteettiperiaatetta, jotka jättävät lainsoveltajalle harkintavaltaa *ex post* siitä, onko kyseessä kohtuuttomuusnormiin (*fairness*) suhteutettuna kielletty toiminta. Tällainen standardeihin perustuva strategia näyttäytyy esimerkiksi olevan kaikkein tehokkain vähemmistönsuoja-keino kontrolliosakkeenomistajien lähipiiritransaktioita säänneltäessä.<sup>180</sup>

### 3.5.2 Lojaliteetti yleiskäsitteenä

Lojaliteetin voidaan katsoa syntyneen kaikkialla samasta rehellisyyden ja vilpittömyyden vaatimuksesta.<sup>181</sup> Eurooppalaisessa sopimusoikeudessa lojaliteetti on käsitteellisesti ilmennyt aluksi niin kutsutun *hyvän uskon* vaatimuksena, jonka perusta on vaihdannan luottamuksessa. Luottamus on erityisesti pitkäkestoisissa sopimuksissa sopimustoiminnan välttämätön edellytys. Hyvän uskon periaatteen eurooppalainen oikeusperusta on Saksan BGB 242 §:n mukaisessa niin kutsutussa *Treu und Glauben* -periaatteessa, joka edellyttää jokaisen täyttävän sopimukset hyvässä uskossa hyvä liiketapa huomioiden<sup>182</sup>. Suomessa hyvän uskon vaatimuksen on katsottu ilmenevän sekä OikTL 33 §:n kunnianvastaista ja arvotonta menettelyä koskevasta että 36 §:n oikeustoimien kohtuullistamista koskevasta säännöksestä.<sup>183</sup>

---

<sup>179</sup> Kraakman et al. 2004 s. 23–27.

<sup>180</sup> Kraakman et al. 2004 s. 23–24, 27, 127–128.

<sup>181</sup> Huhtamäki 1993 s. 41.

<sup>182</sup> ”§ 242. Leistung nach Treu und Glauben. Der Schuldner ist verpflichtet, die Leistung so zu bewirken, wie Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte es erfordern.”

<sup>183</sup> Mähönen 2000 s. 215; Huhtamäki 1993 s. 41.

Euroopan sopimusoikeuden harmonisoinnissa hyvän uskon vaatimus kirjattiin niin sanotun eurooppalaisen sopimusoikeuden komission<sup>184</sup> toimesta vuonna 2000 julkaistun laitoksen ”eurooppalaisen sopimusoikeuden periaatteista” 1:201(1) artiklaan *Good Faith and Fair Dealing*: ”each party must act in accordance with good faith and fair dealing.”<sup>185</sup> Ilmaisuun sisältyvällä subjektiivisella ”good faith” -elementillä tarkoitetaan rehellisyyttä ja reiluuutta, jonka tulisi sopimussuhteissa ilmetä esimerkiksi sellaisten toimenpiteiden välttämisenä, joista ei ole osapuolelle itselleen hyötyä ja joiden ainoana tarkoituksena on sopimuskumppanin vahingoittaminen. Toiseksi sopimusosapuolen edellytetään objektiivisesti arvioiden käyttäytyvän reilusti ja ottavan kohtuullisessa määrin huomioon vastapuolen etu etenkin silloin, kun tilannetta ei ole osapuolten välisessä sopimuksessa säännelty (”fair dealing”).<sup>186</sup>

Edellä kuvattu kaksiosainen hyvän uskon vaatimus on esiintynyt suomalaisessa sopimusoikeuden kirjallisuudessa usein eri nimityksin, joista terminologisesti lähimpänä voidaan pitää vaatimusta ”kunniallisesta ja rehellisestä vaihdannasta”. Tämän määritelmän mukainen periaate edellyttää ilmiölle oikeuskirjallisuudessa myöhemmin vakiintuneen termin ”lojaliteettiperiaate” tavoin, että sopimusosapuolet huomioivat niin sopimusta laatiessaan, täyttäessään kuin täytäntöön pantaessakin kohtuullisessa määrin toisen osapuolen edut.<sup>187</sup> Yleistä velvollisuutta toimia kunniallisesti ja rehellisesti on sittemmin etenkin sopimusoikeudessa alettu kuitenkin hieman terminologisesti harhaanjohtavasti nimittää lojaliteettivelvollisuudeksi (lojaliteettiperiaate)<sup>188</sup>.

Lojaliteettiperiaatteen nimitys on oikeuskirjallisuudessa jo vakiintunut, mutta sen asema itsenäisenä sopimusoikeudellisena periaatteena ei ole erityisen näkyvä. Periaate ei eriydy muista sitä lähellä olevista sopimusoikeudellisista periaatteista kuten kunnian ja luottamuksen, hyvän uskon ja hyvän tavan vastaiset toimet kieltävästä periaatteesta tarkkarajaisesti eikä sen sisältö ole saavuttanut oikeuskirjallisuudessa yksimielisyyttä.<sup>189</sup> Samoin kuin edellä kuvatun saksalaisen säännöksen sisältö aikanaan laajeni käsittämään mitä erilaisimpia lojaliteettivelvollisuuksia kuten yhteistoimintavelvoitteen ja tiedonantovelvoitteen, on Suomessa kuvattu lojaliteettivelvollisuutta yleisnimitykseksi kaikille sopimussuhteissa

---

<sup>184</sup> Commission on the European Contract Law.

<sup>185</sup> Mähönen 2000 s. 204–206; 211–213.

<sup>186</sup> Commission 2000 s. 115–116.

<sup>187</sup> Commission 2000 s. 113; Mähönen 2000 s. 215–218.

<sup>188</sup> Mähönen 2000 s. 216.

<sup>189</sup> Ämmälä 1994 s. 8, 16–17; Mähönen 2000 s. s. 217.

vallitseville osapuolten toimimisvelvollisuuksille, joten lojaliteetti voisi sopimussuhteessa ilmetä muun muassa tiedonanto-, ilmoitus- tai reklamaatiovelvollisuutena, myötävaikutusvelvollisuutena ja uskollisuusvelvollisuutena.<sup>190</sup> Korkeimman oikeuden oikeuskäytännössä lojaliteettivelvollisuuteen itsenäisenä vastuuperusteena ei ole useinkaan viitattu, joskin viimeaikaisessa oikeuskäytännössä lojaliteetti on jälleen alkanut esiintyä.<sup>191</sup>

KKO 2011:7 A oli rekisteröinyt Suomessa tavaramerkit, joita se käytti valmistamiensa lääkkeiden tunnusmerkkeinä. Lääkevalmisteiden rinnakkaismaahantuoja toiminut B oli tuonut kahta A:n EU:n alueella liikkeeseenlaskemaa lääkettä Suomeen ja myynyt niitä täällä uudelleen pakattuina A:n tavaramerkillä sekä omalla tunnusmerkillään varustettuina. Tavaramerkin käyttöä myyntipakkauksessa koskeneessa riidassa korkein oikeus katsoi, että rinnakkaistuontijärjestelmän asianmukainen toiminta edellyttää, että osapuolet pyrkivät *puolin ja toisin lojaalisti* ottamaan huomioon toistensa lailliset intressit. B:n intressinä rinnakkaistuoja oli ryhtyä mahdollisimman pian myymään lääkettä. A:n olisi siten tullut ilmoituksen B:n rinnakkaistuontiaikomuksesta saatuaan kohtuullisessa ajassa *ilmoittaa* vastustavansa pakkaustapaa, minkä velvollisuuden laiminlyötyään A:n ei katsottu voivan vedota tavaramerkillain 10 a.1 §:n mukaiseen kielto-oikeuteensa.<sup>192</sup>

Varallisuus oikeudellinen lojaliteettiperiaate ei ole yhtenäinen: lojaliteetin edellä kuvattua väljää määritelmää tarkempi sisältö sekä vahvuus vaihtelevat oikeussuhteittain.<sup>193</sup> Lojaliteetti on perinteisesti korostunut luottamussuhdetta edellyttävissä sopimuksissa sekä pitkäaikaisissa henkilökohtaista suhdetta ja yhteistyötä edellyttävissä sopimussuhteissa. Lisäksi lojaliteetti ilmenee niin kutsuttuna *osallisuuslojaliteettina* liiketoimintasuhteissa, joissa tavoitellaan yhteisen tarkoituksen toteutumista.<sup>194</sup> Sopimusoikeudessa periaatteen

---

<sup>190</sup> Ks. Ämmälä 1994 s. 9–16. Muukkonen on esittänyt lojaliteettivelvollisuuden täsmällisempää rajaamista sen käyttöarvon parantamiseksi. Muukkonen 1993 s. 1044. Ks. eriaivista näkemyksistä Ämmälä 1994 s. 9, Karhu 2008 s. 103.

<sup>191</sup> Ks. vanhemmasta oikeuskäytännöstä KKO 1993:130.

<sup>192</sup> A:n ja B:n välisessä suhteessa lojaliteetti on tapauksen perusteella ilmennyt ilmoitus/reklamointivelvollisuutena. Ks. myös KKO 2007:72, jossa korkein oikeus katsoi, että pankin, joka oli järjestänyt ostajalle rahoituksen kiinteistöosakeyhtiön osakkeiden kaupassa, olisi pitänyt huolehtia siitä, että pankin omien etujen ohella olisi tullut huomioiduksi myös järjestelyn toisen osapuolen edut. Tämän lojaliteettivelvollisuutensa perusteella pankilla on ollut velvollisuus huolehtia siitä, että ostajan lukuun toiminut A olisi voinut saada tietoonsa ainakin sellaisia jo pankin tiedossa olleita seikkoja, joilla ilmeisesti olisi ollut ratkaisevaa merkitystä myös A:n rahoitusjärjestelyn edullisuutta omalta kannaltaan arvioidessaan. Tapauksen perusteella lojaliteetti voi ilmetä muun muassa tiedonantovelvollisuutena. On huomattava, että pankin asema luottosuhteen osapuolena on tavallisen sopimusosapuolen asemaa vastuullisempi ja pankeilla on pitkään katsottu olevan lojaliteettivelvollisuus, jonka aste kiristyy sopimusosapuolten eriarvoisen neuvotteluaseman korostuessa. Luotonantajan ja vakuudenantajan välisen sopimussuhteen on katsottu edellyttävän *aktiivista tiedonantovelvollisuutta*, jota luotonantajan ei ole mahdollista välttää tietyissä tilanteissa edes pankkialaisuuteen vetoamalla. Ks. Huhtamäki 1993 s. 58, 313.

<sup>193</sup> Muukkonen 1993 s. 1046. Ämmälän mukaan joustavaa lojaliteettiperiaatetta ei voida täsmällisesti määrittellä millään yleisellä säännöllä. Sen tiukka käsitteellinen rajaaminen lähiperiaatteista jättäisi lojaliteetin sisällön hyvin suppeaksi. Ks. Ämmälä 1994 s. 9, 18. Ks. myös Karhu 2008 s. 101–104.

<sup>194</sup> Karhu 2008 s.109–110; Ämmälä 1994 s. 18–44.

perustana korostetaan yhä enemmän sopimusten yhteiseen päämäärään tähtäävää yhteistoimintaluonnetta. Lojaliteetti soveltuukin luontevimmin liike-elämän pitkäkestoisiin yhteistoimintasopimuksiin, joille on tyypillistä osapuolten tiivis yhteistyö taloudellisen tuloksen saavuttamiseksi.<sup>195</sup> Lojaliteettiperiaatteen perusluonteen voidaan nähdä tässä mielessä muuttuneen vastavuoroisemmaksi verrattuna perinteiseen käsitykseen yksisuuntaisesta lojaliteetista edustamis- ja muissa erityishuolenpitotilanteissa.<sup>196</sup>

### 3.5.3 Fidusiaarisuhde ja fidusiaarinen lojaliteetti

Fidusiaarivastuulla tai fidusiaarisilla velvollisuuksilla tarkoitetaan alun perin *common law*-oikeusjärjestyksissä kehittynyttä oikeusinstituutiota, joka aktualisoituu erilaisissa fidusiaarisissa suhteissa. Käsite *fiduciary duty* tulee latinan sanasta *fides*, jolla tarkoitetaan luottamusta<sup>197</sup>. Fidusiaarinen suhde onkin kahden osapuolen välinen luottamukseen perustuva erityissuhde, jossa fidusiaarisia velvollisuuksia omaavan tahon (*fiduciary*) oletetaan käyttäytyvän suhteen toista osapuolta (*beneficiary*) kohtaan lojaalisti – "*with the finest loyalty*"<sup>198</sup>. Fidusiaarisuhde muodostuu, kun *fidusiaari* sitoutuu toimimaan tämän toisen henkilön intressissä: "A fiduciary is someone who has undertaken to act for or *on behalf of* another in a particular matter in circumstances which give rise to a relationship of trust and confidence"<sup>199</sup>. Suhteeseen fidusiaarin johdettavaksi antautuneella on oikeus luottaa siihen, että fidusiaari edistää hänen parastaan.<sup>200</sup>

Fidusiaariset velvollisuudet ovat tyypillisesti konkretisoituneet olosuhteissa, joissa varallisuuden hallinta ja hoito annetaan toisen henkilön vastuulle<sup>201</sup>:

"Fiduciary duties -- applies in the absence of contrary agreement in particular situation – that is, where one who owns property in the sense of controlling and deriving the residual benefit from that property (i.e. the "owner") delegates open-ended management power to another person (i.e., the "controller")."<sup>202</sup>

---

<sup>195</sup> Ämmälä 1994 s. 3, 22–23. Muukkosen mukaan osapuolten tulee pitkäaikaisissa yhteistyösopimuksissa paitsi huomioida vastapuolen edut, myös valvoa niitä. Muukkonen 1993 s. 1046. Ks. Ribstein 2003 s. 15.

<sup>196</sup> Karhu 2008 s. 105, 116.

<sup>197</sup> Lindholm & Holmström 2005 s. 278.

<sup>198</sup> Tuomari Cardozo tapauksessa *Meinhard v. Salmon* 249 N.Y. 458, 164 N.E. 545 (N.Y. 1928) s. 546.

<sup>199</sup> Tuomari Millet L.J. tapauksessa *Bristol and West Building Society v Mothew* [1998] Ch 1. s. 18.

<sup>200</sup> Fiduciary on Suomessa käännetty luottamuksenvaraiseksi ja luottamushenkilöksi ja termi fiduciary relationship luottamussuhteeksi. Ks. Mikkola 2010 s. 819–820. Käytän tässä työssä Mikkolan tavoin kuitenkin termejä fidusiaari ja fidusiaarisuhde sekä henkilöstä, johon fidusiaarin velvollisuudet kohdistuvat (*beneficiary*), termiä *päämies*.

<sup>201</sup> Cooter & Freedman 1991 s. 1046.

<sup>202</sup> Ribstein 2003 s. 7.

Fidusiaarioikeuden taloudelliset perustelut pohjautuvat samoihin oppeihin, joita on edellä luvussa 3 käsitelty yhtiöoikeudellisten päämies-agenttisuhteiden tarkastelun yhteydessä, koska agenttisuhte tyypillisesti on eräs fidusiaarisuhteen muodoista<sup>203</sup>. Fidusiaarisuhteessa on kyse *itsenäisen harkintavallan* delegoinnista, mistä seuraa omistuksen ja hallinnan eriytyminen. Fidusiaarin velvollisuudet ovat suhteen avoimesta luonteesta johtuen välttämätöntä ilmaista yleisin ja avoimin termein, koska informaation ja sopimusten epätäydellisyyden johdosta suhteen osapuolet eivät voi tarkasti ennakoida tulevaisuuden tapahtumia, eivätkä he voi siten yksityiskohtaisesti sopia fidusiaarin velvollisuuksista.<sup>204</sup> Avoimen päätösvallan delegointi fidusiaarille yhdistettynä fidusiaarin toimien valvomisen vaikeuteen aiheuttaa päämiehelle kuitenkin riskin siitä, että fidusiaari käyttää delegoitua valtaa edistämään tämän omia etuja päämiehen kustannuksella<sup>205</sup>. Fidusiaariset velvollisuudet ovat modernin oikeuden ratkaisu tähän fidusiaarisuhteen ongelmaan ja ne on luotu silmällä pitäen tilanteita, joissa muut keinot rajoittaa fidusiaarin päätösvaltaa eivät ole riittäviä päämiehen etujen suojaamiseksi.<sup>206</sup>

Fidusiaarioppi on vaikuttanut angloamerikkalaisessa oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa jo yli 250 vuoden ajan.<sup>207</sup> Alkunsa fidusiaariset velvollisuudet ovat saaneet 1800-luvun Englannin oikeudesta lähtöisin olevasta *trust*-instituutiosta, jossa niillä on edelleen erityinen merkitys.<sup>208</sup> *Trusteella* tarkoitetaan itsenäistä luottamusmiestä, valtuutettua, jolle yleensä on uskottu tietyn varallisuusmassan hoito omissa nimissään trustin asettajan lukuun. Trust-järjestelyssä edunsaaja kantaa trustista taloudellisen riskin, vaikka varallisuuden hallintaoikeus on valtuutetulla.<sup>209</sup> Fidusiaarivelvollisuudet on oikeus-

---

<sup>203</sup> Vrt. Ribstein 2003 s. 18–20, jonka mukaan läheskään kaikki agenttisuhteet eivät ole fidusiaarisuhteita.

<sup>204</sup> Delegointi on välttämätöntä myös sen vuoksi, että fidusiaarin jatkuva valvonta on transaktiokustannusanalyysin näkökulmasta kallista ja epätarkoituksenmukaista. Cooter & Freedman s. 1046–1049; Ribstein 2003 s. 8.

<sup>205</sup> Koska vallan delegointi ja fidusiaarin toimivalta on avointa, fidusiaarin on mahdollista käyttää valtaa laajempiin tarkoituksiin, kuin mitä päämiehen toimeksianto sallisi. Päämiehen haavoittuvaisuus fidusiaarin vallan väärinkäytölle ei siten riipu päämiehen neuvottelukyvystä tai niiden puutteesta, vaan on seurausta fidusiaarisuhteen rakenteesta ja luonteesta. Frankel 1983 s. 810. Fidusiaarisuhteessa päämies ei siten tarvitse suojaa fidusiaarin opportunistista käyttäytymistä vastaan heikomman aseman perusteella (vrt. heikomman suojaan perustuvat sääntelyt kuten kuluttajansuoja).

<sup>206</sup> Fidusiaarisuhteen tekee ongelmalliseksi se, ettei vallan siirtäjä kykene vähentämään delegoinnin kustannuksia samalla vähentäen fidusiaarin käyttämisestä seuraavia hyötyjä. Ribstein 2003 s. 7–8. Fidusiaarivastuun alkuperäisenä tarkoituksena oli kattaa tilanteita, joiden ratkaisemiseen ei saatu vastausta sopimus- tai tort-oikeudesta tai perusteetonta etua koskevista säännöistä. Ks. Rotman 2011 s. 921.

<sup>207</sup> Ensimmäinen tiedossa oleva fidusiaarisuhdetta koskeva oikeustapaus on Englannista vuodelta 1726. Ks. Rotman 2011 s. 922.

<sup>208</sup> Easterbrook & Fischel 1993 s. 425; Mähönen & Villa 2006a s. 108.

<sup>209</sup> Salonen 2000 s. 56–57 alaviitteet mukaan lukien; Rapakko 1990 s. 52–53.



käytännössä myöhemmin laajennettu trust-instituutiosta muihin suhteisiin: esimerkiksi Yhdysvalloissa yritysjohdon fidusiaariset velvollisuudet on alun perin johdettu analogialla valtuutetuille asetetuista velvoitteista.<sup>210</sup> Oikeusinstituution iästä huolimatta fidusiaarisuhteen periaatteellinen luonne ja fidusiaaristen velvollisuuksien tarkka sisältö ovat jääneet täsmentymättömiksi ja aiheuttavat edelleen erimielisyyttä oikeustieteilijöiden keskuudessa.<sup>211</sup> Fidusiaarinen asema ja siihen kytketyt velvollisuudet eivät ole yhdenmukaiset common law -kulttuurin piirissä, vaan Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian oikeussäännöissä ja -käytännöissä on eroja.<sup>212</sup> Velvollisuuksien sisältö ei ole edes Yhdysvaltojen kontekstissa yksiselitteinen.

Yleisesti ottaen common law -tuomioistuimet ovat vuosien saatossa kohdistaneet fidusiaarisia velvollisuuksia lukemattomiin eri oikeussuhteisiin jossakin määrin summittaisesti määrittelemättä tarkemmin fidusiaarivastuun määräytymisen perusteita.<sup>213</sup> Fidusiaarisuhteen määrittelemistä vaikeuttaa se, että tällaisen suhteen syntyminen edellyttää tiettyjen kriteerien olemassaoloa osapuolten välisessä suhteessa eli on tarkasteltava, onko käsillä fidusiaarivastuun aktivoivia tekijöitä.<sup>214</sup> Yhdysvalloissa tuomioistuimet ovat tätä tarkastelua suorittaessaan jakaneet fidusiaarisuhteet "virallisiin" ja "epävirallisiin". Ensiksi mainitut suhteet ovat lakiin perustuvia luottamusasemasuhteita, joista esimerkkejä ovat trust-suhde, holhoojan ja holhottavan, henkilöyhtiön yhtiökumppaneiden, asianajajan ja asiakkaan sekä yhtiön johtajan ja osakkeenomistajan väliset suhteet<sup>215</sup>. Puhutaan perinteistä, luonnollisesti fidusiaarisista suhteista, joiden osalta tuomioistuimet eivät koe enää tarvetta perustella fidusiaarivastuuta.<sup>216</sup>

---

<sup>210</sup> Ks. lisää Davies 2003 s. 380–381. Fidusiaarisuhteiden väitetään lisääntyneen (amerikkalaisessa) yhteiskunnassa tämän vuosisadan alun aikana merkittävästi. Ks. esim. Frankel 1983 s. 795–796, 801–802.

<sup>211</sup> Cooter & Freedman 1991 s. 1045–1046; Smith 2002 s. 1400 ml. alav.; Mähönen & Villa 2006a s. 108.

<sup>212</sup> Mikkola 2006 s. 4.

<sup>213</sup> Ks. Smith 2002 s. 1400, 1411–1412; Ribstein 2003 s. 4. Fidusiaarisia velvoitteita on asetettu muun muassa lääkäreille, apteekkareille ja työnantajille. Ks. Ribstein 2003 s. 4; Smith 2002 s. 1400.

<sup>214</sup> Mikkola 2010 s. 819. Oikeussuhteen muodolla tai osapuolten henkilökohtaisilla ominaisuuksilla ei ole arvioinnissa merkitystä. Ks. myös Ribstein 2003 s. 9. Ks. fidusiaariaseman määrittelemisen vaikeudesta tapaus *Lac Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd.*, [1990] F.S.R. 441 (Supreme Court Canada 1989), s. 452., jossa tuomioistuin totesi: "On harvoja käsitteitä, joihin olisi viitattu yhtä usein, mutta jotka ovat epävarmempia kuin fidusiaarisuhde.. Tietyissä olosuhteissa ja tietyissä oikeussuhteissa tuomioistuimilla ei ole vaikeuksia asettaa fidusiaarisia velvollisuuksia, mutta fundamentaalisemmalla tasolla velvollisuuksien perustana oleva periaate on epäselvä. Todellakin, termiä "fidusiaari" on kuvattu oikeusjärjestelmämme kaikkein huonoimmin määritellyksi, ellei jopa kokonaan harhaanjohtavaksi käsitteeksi..." Ks. Cooter & Freedman 1991 s. 1045, alav. 2.

<sup>215</sup> Mähönen ja Villa mainitsevat suomalaisina lakiin perustuvina fidusiaarisuhteina edunvalvojan ja vajaa-valtaisen välisen suhteen sekä kuolinpesän pesänhoitajan ja kuolinpesän osakkaiden välisen suhteen. Mähönen & Villa 2006a s. 108.

<sup>216</sup> Smith 2002 s. 1451.

Sen sijaan epävirallisten suhteiden (*hard cases*) osalta tuomioistuimet ovat joutuneet perustamaan päätöksensä arvioihin kunkin suhteen *luottamuksellisuudesta*, mikä on johtanut avointen ja joustavien standardien soveltamiseen perustuviin *ad hoc* -ratkaisuihin.<sup>217</sup> Oikeuskirjallisuudessa tuomioistuinten tapaan kehittää ja luoda fidusiaarioikeutta määrittelemällä mitä erilaisimpia suhteita fidusiaarisiksi ja räätälöimällä näihin suhteisiin fidusiaarisia velvollisuuksia analogialla on suhtauduttu varsin kriittisesti.<sup>218</sup> Oikeustieteilijöiden lukuisat pyrkimykset yhtenäistää sekavaa oikeuskäytäntöä ovat johtaneet useisiin teoreettisiin (kriittisiin) fidusiaarivastuuta määrittäviin analyyseihin, joista yhdenkään ei kuitenkaan voida katsoa saaneen merkittävää kannatusta.<sup>219</sup> On myös esitetty näkemyksiä siitä, ettei fidusiaarista suhdetta tai fidusiaarivastuuta voida luonteensa vuoksi lainkaan määrittellä tyhjentävästi<sup>220</sup> ja näin fidusiaarivastuuta koskevan opin voidaan todeta olevan edelleen epäselvä.

Fidusiaarivastuulla toimivaan henkilöön kohdistettavat fidusiaarivelvoitteet ovat edellä kerrotun mukaisesti avoimia standardeja, joilla fidusiaarin käyttäytyminen alistetaan *ex post* -tyyppiselle juridiselle arvioinnille. Fidusiaariset velvollisuudet, kuten lojaliteettiperiaate, ovat fidusiaarisuhteen sopimusoikeudellisuudesta<sup>221</sup> johtuen riippuvaisia kunkin suhteen yksilöllisistä sopimusehdoista, joten fidusiaarivastuu voi eri oikeussuhteissa velvoitteiden reaalitylannesidonnaisuudesta johtuen saada erilaisen sisällön.<sup>222</sup> Siinä vaiheessa kun suhde on määritelty fidusiaariseksi, sen sisältö kuitenkin määrittyy lainsä-

---

<sup>217</sup> Tällöin epävirallisiin fidusiaarisuhteisiin on liitetty ensinnäkin edellytys siitä, että suhteen toinen osapuoli on pannut luottamuksensa toiseen henkilöön (trust/confidence -elementti) ja toiseksi tästä seuraa toisen osapuolen tietynlainen ylivoimaisuus tai valta-asema toiseen osapuoleen nähden (oikeuskäytännössä on käytetty termejä ”domination”, ”superiority” ja ”undue influence”. Ks. Smith 2002 s. 1397, 1411–1413. Fidusiaarisia velvollisuuksia on asetettu siis silloin, kun henkilö tulee *luottamukseen* perustuvassa suhteessa *haavoittuvaiseksi* toista suhteen osapuolta kohtaan, koska tällä toisella on mahdollisuus käyttää vaikutusvaltaansa ensiksi mainittua kohtaan tavalla, joka hyödyttää häntä itseään muttei toista. Ks. Mikkola 2010 s. 821.

<sup>218</sup> Ks. kritiikistä tarkemmin Frankel 1983 s. 804–808; Smith 2002 s. 1400, 1415–1431 ja Ribstein 2003 s. 5–6.

<sup>219</sup> Ks. oikeus- ja taloustieteilijöiden vuosien kuluessa esittämistä näkemyksistä tarkemmin Smith 2002 s. 1423–1431.

<sup>220</sup> Mm. Deborah DeMott: ”--Fidusiaarivelvollisuus on väline, joka mahdollistaa oikeudellisen reagoinnin vaihteleviin tilanteisiin, joissa moninaisista syistä johtuen yksilön päätösvaltaa tulee rajoittaa tämän ja toisen henkilön välisen suhteen piirteistä johtuen. Tämä välineellinen kuvaus on ainoa yleinen väittäjä, joka fidusiaarisesta velvollisuudesta on mahdollista hyväksyä.” Smith 2002 s. 1430.

<sup>221</sup> Fidusiaarisuhde saa alkunsa osapuolten välisestä suhteesta: ketään ei voi pakottaa kontrollin haltijaksi vastoin tahtoaan. Ribstein 2003 s. 1, 9.

<sup>222</sup> Ribstein 2003 s. 9; Mikkola 2006 s. 41.

dännössä fidusiaareille asetettujen pakottavien normien mukaan, joista ei ole täysin mahdollista vapautua osapuolten välisin sopimuksin.<sup>223</sup>

Fidusiaariasema tarkoittaa velvollisuutta toimia yksinomaan päämiehen etujen mukaisesti.<sup>224</sup> Velvoitteiden tarkoituksena on estää fidusiaaria käyttämästä asemaansa omaksi hyödykseen sekä tekemästä päätöksiä henkilökohtaisten intressiensä johdattamana. Fidusiaarille tämän aseman seurauksena avautuvia liiketoimintamahdollisuuksia ja hänelle uskottua informaatiota pidetään päämiehen ”varallisuutena”, jota fidusiaari ei saa käyttää omaksi hyödykseen. Fidusiaarisista velvollisuuksista merkittävin on lojaliteettivelvollisuus (*duty of loyalty*), jolla pyritään estämään se, ettei fidusiaari käytä päämiehen varallisuutta epätarkoituksenmukaisesti. Lojaliteetin katsotaan lisäksi pitävän sisällään kaikkia fidusiaareja sitovan voitontavoittelun kiellon: aseman hyödyntäminen rikastumistarkoituksessa on kiellettyä.<sup>225</sup>

#### 3.5.4 Osakkeenomistajien välinen suhde fidusiaarisuhteena

*Mähönen* on pitänyt Suomeen vakiintunutta edellä jaksossa 3.5.2 kuvattua lojaliteetin varallisuus oikeudellista yleiskäsitettä ongelmallisena, koska sitä käytetään kunniallisen ja rehellisen vaihdannan vaatimuksen ohella kuvaamaan edellä käsiteltyä angloamerikkalaisen fidusiaariopin mukaista *fidusiaarista* lojaalisuusvelvollisuutta.<sup>226</sup> Yleinen, hyvän uskon vaatimukselle perustuva lojaliteettivelvollisuus ei esimerkiksi riitä kuvaamaan osakkeenomistajien välisen yhtiösuhteen syvyyttä, koska yhtiösuhteen osapuolten lojaliteetti on eriasteista kuin tavallisessa sopimussuhteessa.<sup>227</sup> Sopimussuhde perustuu luonnollisesti osapuolten väliseen luottamukseen, jonka ylläpito edellyttää osapuolten välistä lojaalisuutta. Osapuolten on kuitenkin yleensä mahdollista solmia vastaavia sopimuksia kolmansien kanssa loukkaamatta aikaisempaa sopimussuhdetta. Sen sijaan yhtiösuhteessa osapuolilla on sopimussuhdetta ja varsinkin sopimuksen ulkoisia suhteita laajempi velvollisuus toimia yrityksessä yhteisen tavoitteen saavuttamiseksi. Yhteiseen lukuun toimiminen ja yhteisen voiton tavoittelu asettavat suhteelle korostuneen lojaalisuusvaatimuk-

---

<sup>223</sup> Frankel 1983 s. 820–821; Mikkola 2010 s. 822.

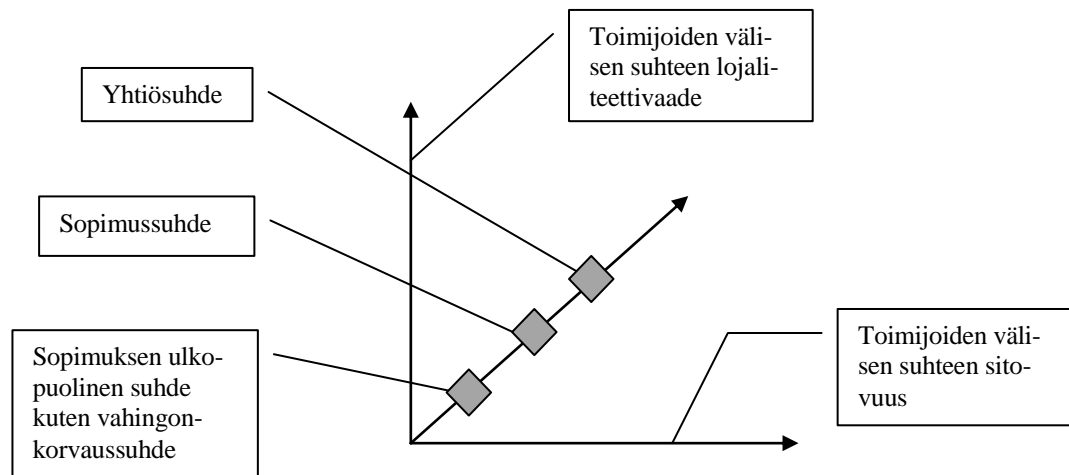
<sup>224</sup> Smith 2002 s. 1402.

<sup>225</sup> Mikkola 2006 s. 42–43; Mikkola 2010 s. 823; Ks. Cooter & Freedman 1991 s. 1047.

<sup>226</sup> Mähönen 2000 s. 218.

<sup>227</sup> Edellä tutkielman toisessa luvussa käsitellyn sopimusverkkomallin eräänä keskeisenä heikkoutena pidetäänkin sitä, ettei malli tunnista eri etutahojen välisten suhteiden laajuutta ja syvyyttä. Juuri osakkeenomistajien keskinäisten suhteiden sisällön selittämiseksi ei ole riittävää suhteen kuvaaminen sopimussuhteeksi, koska tällainen selitys ei huomioi suhteen erityistä luottamuksellisuutta. Ks. Villa 2003 s. 35–39.

sen, minkä johdosta osakkeenomistajien välistä suhdetta voidaan pitää *erityistä* (yhtiöoikeudellista) *luottamusta* edellyttävänä luottamussuhteena.<sup>228</sup>



Kuvio 1. Lojaliteettivaade ja toimijoiden välisen suhteen sitovuus sopimuksenulkoisissa, sopimus- ja yhtiösuhdeissa.<sup>229</sup>

Osakkeenomistajien välisen luottamuksellisen agenttisuhteen *fidusiaarisuutta* tarkemmin arvioitaessa on tarkasteltava fidusiaarisen erityissuhteen ominaispiirteitä ja niiden käsittelyä osakkeenomistajien välisessä oikeussuhteessa. Fidusiaarivastuu edellyttää edellä kuvatun erityissuhteen, jossa toinen henkilö antautuu toisen johdettavaksi taloudellisista, sosiaalisista tai ammatillisista (pätevyys) syistä ja ensiksi mainitulle syntyy luottamus siitä, että toinen edistää hänen parastaan, syntymistä.<sup>230</sup> Keskeisimpänä fidusiaarisuhteen piirteenä erityisesti yhtiöoikeudessa on pidettävä agentin harjoittamaa *kontrollia*, koska yhtiöoikeudellisen fidusiaarivelvollisuuden sisältönä nimenomaan on yhtiövarallisuutta *kontrolloivien* tahojen itsekkään käyttäytymisen estäminen<sup>231</sup>. Kontrollin kanssa käsi kädessä kulkee fidusiaarisuhteen edellytyksenä oleva fidusiaarin avoin *päätösvalta* päämiehelle kuuluvan kriittisen resurssin, eli yhtiökontekstissa yhtiöomaisuuden, osalta.<sup>232</sup>

<sup>228</sup> Villa 2003 s. 35–39; Mähönen & Villa 2006a s. 204, 208.

<sup>229</sup> Villa 2003 s. 39.

<sup>230</sup> Fidusiaarisuhteen määrittely on fidusiaarikäsitteen elastisuudesta johtuen aina yksittäistapauksellista, eikä mitään yleispäteviä ja ehdottomia sääntöjä voida luoda esimerkiksi sen perusteella, millä juridisella termillä suhdetta tai osapuolten oikeusasemaa luonnehditaan. Mikkola 2006 s. 30–31, 35. Osakkeenomistajien välisen suhteen nimeäminen päämies-agenttisuhteeksi ei sekään ole riittävää, sillä kaikkia agenttisuhteita ei välttämättä ole pidettävä fidusiaarisuhteina.

<sup>231</sup> Anabtawi & Stout 2008 s. 1296; Smith 2002 s. 1455–1456.

<sup>232</sup> Smith 2002 s. 1455–1456.

Kontrolliosakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välistä agenttisuhdetta voidaan perustellusti pitää fidusiaarisuhteena. Perinteisen osakkeenomistajien välisen suhteen, jollainen vallitsee tyypillisesti hajautetun omistuksen yhtiöissä, voidaan katsoa muuttuvan *erityissuhteeksi* (fidusiaarisuhde), kun määräysvaltaosakkeenomistajalla on mahdollisuus nimittää yhtiön päättävä johto tai kun kontrolliomistaja voi tosi asiassa muutoin käyttää yhtiössä päätäntävaltaa. Määräysvallan ollessa yhtiössä keskittynyt yhdelle kontrolloivalle taholle, voidaan tämän tahon tosi asiassa katsoa tällöin käyttävän yhtiön johdolle kuuluvaa valtaa. Fidusiaarinen vastuu aktualisoituu tällaisen oikeutetusti hankitun kontrollivallan epäoikeudettoman käytön seurauksena, ”pääösvallan anastamisena” ja sitä voidaan kutsua esimerkiksi kontrollivastuuksi.<sup>233</sup>

Yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden voidaan kontrolliedellytyksen johdosta katsoa koskevan yhtiön johdon ohella kaikkia niitä, joilla on yhtiössä olevan asemansa nojalla mahdollisuus kontrolloida yhtiön toimintaa<sup>234</sup> ja jopa päättää sellaisten yhtiön tekemien oikeustoimien, joissa kontrolloivalla taholla on suoraan tai epäsuorasti henkilökohmainen intressi, ehdoista, niin että ne määräytyvät edullisemmaksi kuin millaisiksi ne olisivat muotoutuneet riippumattomien markkinaosapuolten välillä tai ilman kontrolloivan tahon vaikutusta<sup>235</sup>. Kontrolliedellytyksen osalta on osakkeenomistajien välisessä agenttisuhteessa huomioitava se, että osakkeenomistajan harjoittama kontrolli voi olla epäsuoraa ja piilevää. Kontrolliosakkeenomistajan valta ja vaikutusmahdollisuudet ovat kontekstisidonnaisia, jolloin fidusiaarisuhteen määrittämiseksi on yksittäistapauksittain tarkasteltava sitä, onko osakkeenomistajalla suoraa eli yleensä enemmistövaltaan perustuvaa tai epäsuoraa eli tosiasiallista vaikutusmahdollisuutta tietyssä asiassa.<sup>236</sup>

Osakkeenomistajien väliseen suhteeseen sovellettava fidusiaarinen lojaalisuus on yksipuolista verrattuna yhteistoiminnalliseen hyvän uskon velvoitteeseen, joka sitoo molempia osapuolia. Suomessa Mähönen onkin esittänyt luopumista lojaliteetti-käsitteestä edellä

---

<sup>233</sup> Ks. Huhtamäki 1993 s. 59, 169, jonka analysointi tosin koskee luotonantosuhdetta. Luotonantaja-luotonantosuhdetta koskien on USA:ssa kehittynyt erilaisia fidusiaariperusteeseen rakennettuja kontrolliteorioita. Juuri kontrolliteorian mukaan luotonantajan kontrolliasema perustuu tämän harjoittamaan normaalista poikkeavaan velalliskontrolliin, joka synnyttää fidusiaarisen erityissuhteen. Ks. myös Villa 2003 s. 173–175. Kontrolliteoria koskee yleisemminkin agenttisuhteita, joten pohdintaa voidaan käyttää apuna kontrolliomistajan aseman määrittelyssä.

<sup>234</sup> Luotonantajien vastaavan fidusiaariaseman osalta edellytyksenä on luotonantajan mahdollisuus kontrolloida luotonottajaa ja tämän toimintaa. Huhtamäki 1993 s. 59.

<sup>235</sup> Dotevall s. 261. Ks myös Block et al. 2001 s. 263.

<sup>236</sup> Anabtawi & Stout 2008 s. 1296–1297.

kuvatun yleisen lojaliteettiperiaatteen osalta ja sen korvaamista *hyvän uskon velvollisuudella*. Lojaliteetti (tai lojaalisuus) tulisi hänen mukaansa varata koskemaan agentin, kuten määräysvaltaosakkeenomistajan, korostunutta velvollisuutta olla lojaali päämiehelleen.<sup>237</sup> Myös angloamerikkalaisessa oikeudessa fidusiaarinen lojaalisuusvelvollisuus ja lojaliteettivelvollisuus eli velvollisuus täyttää sopimus kunniallisesti ja rehellisesti eli hyvässä uskossa (*in good faith*) on perinteisesti pyritty erottelemaan toisistaan. Molemmissa velvoitteissa on kyse lähtökohtaisesti sopimusperusteisesta velvoitteesta, mutta fidusiaarisen lojaliteetin katsotaan poikkeavan *good faith* -velvollisuudesta tiukemman velvoittavuutensa osalta.<sup>238</sup> Fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus kieltää kaikenlaisen itsekkäisiin päämääriin tähtäävän toiminnan kaikissa fidusiaarisuhteissa suhteen yksilöllisistä sopimusehdoista riippumatta kun taas *good faith* -käsitteen sisältö on täysin riippuvainen siitä erityisestä sopimuksesta, johon sitä sovelletaan. Sopimusosapuolet saavat siten toimia täysin itsekkäästi sopimuksen asettamiin rajoihin saakka.<sup>239</sup>

Nimenomaan yhdysvaltalaisessa yhtiöoikeudessa *good faith* -velvollisuudelle ei perinteisesti olekaan jäänyt sijaa, vaan päämies-agenttisuhteeseen perustuvan yhtiösuhteen fidusiaarivelvollisuudet on jaettu huolellisuusvelvollisuuteen (*duty of care*) ja lojaaliteettivelvollisuuteen (*duty of loyalty*).<sup>240</sup> Vuosien kuluessa yritysjohdon fidusiaarisiin velvollisuuksiin on Yhdysvalloissa erityisesti Delawaren oikeuskäytännössä lisätty velvollisuus toimia hyvässä uskossa, mikä merkitsi yhtiöoikeudellisten velvollisuuksien perinteisen kahtiajaon murtumista. Viimeaikaisessa oikeuskirjallisuudessa on uusimman oikeuskäytännön valossa<sup>241</sup> kuitenkin kiistelty siitä, onko *duty of good faith* lainkaan itsenäinen fidusiaarivelvoite vai sisältyykö hyvän uskon vaatimus itse asiassa keskeisenä elementtinä fidusiaariseen lojaliteettivelvollisuuteen.<sup>242</sup> Merkitystä ei oikeastaan ole sillä, erotetaanko hyvän uskon vaatimus lojaliteetista – olennaista on hahmottaa osakkeenomistajan lojali-

---

<sup>237</sup> Mähönen 2000 s. 218.

<sup>238</sup> Mähönen 1998b s. 233. USA:n oikeuskäytännössä *good faith* -periaatteesta on muun muassa todettu: ”This duty [of good faith in carrying out a contract] is, as it were, halfway between a fiduciary duty (the duty of *utmost* good faith) and the duty merely to refrain from active fraud.”. Ks. Easterbrook & Fischel 1993 s. 438, alav. 28.

<sup>239</sup> Ribstein 2003 s. 15–16; Smith 2002 s. 1409–1410.

<sup>240</sup> Lindholm & Holmström 2005 s. 279–280. Englannissa johdon huolellisuusvelvollisuuden (*duty of care and skill*) ei katsota, toisin kuin lojaliteetin, perustuvan lainkaan fidusiaarioikeuteen. Huolellisuusvelvollisuuden fidusiaarisuudesta voidaankin perustellusti olla eri mieltä yhdysvaltalaisen doktriinin kanssa, sillä huolellisuusvaatimuksia ilmenee kaikenlaisissa suhteissa, eikä velvollisuuden voimakkuus riipu siitä, onko sen velvoittama taho fidusiaari vai ei. Ks. mm. Smith 2002 s. 1409.

<sup>241</sup> Ks. *Stone ex. rel. AmSouth Bancorporation v. Ritter*, 911 A.2d. 362 (Del. 2006), jossa tuomioistuim katsoi velvollisuuden toimia hyvässä uskossa olevan lojaliteettivelvollisuuden komponentti.

<sup>242</sup> Ks. mm. *Velasco, Julian*: How many fiduciary duties are there in corporate law? *Southern California Law Review*, Vol. 83, No. 6, pg. 1231–1318, 2010 p. 1231–1234.

teettivelvollisuuden fidusiaarinen, normaalia sopimusoikeudellista lojaliteettia korostuneempi luonne<sup>243</sup>.

Yhtiöoikeudessa tällaisen korostuneen fidusiaarisen lojaliteettivelvollisuuden universaalisti sisällöksi on muodostunut fidusiaarin velvollisuus toimia lojaalisti päämiehen eli yhtiön ja kaikkien sen osakkeenomistajien parhaaksi. Fidusiaari ei toisin sanoen saa asettaa omaa etuaan yhtiön edun edelle.<sup>244</sup> Suomessakin johdolla olevan lojaliteettivelvollisuuden (OYL 1:8) sisältönä on velvollisuus edistää toiminnassa yhtiön etua, jonka katsotaan voitontuottamistarkoitukseen (OYL 1:5) nojaten tarkoittavan velvollisuutta edistää kaikkien yhtiön osakkeenomistajien yhteistä etua. Yhtiöoikeudellinen fidusiaari ei saa toimia omien etujensa tai vain tiettyjen osakkeenomistajien henkilökohtaisiin etuihin nojaten. Tässä tarkoituksessa lojaliteetin perimmäinen perusta on kaikkien osakkeenomistajien yhdenvertaisessa kohtelussa, jolloin fidusiaarivelvollisuus suojaa osakeyhtiön vähemmistöä määräävän osakkeenomistajan opportunistisilta yrityksiltä vaikuttaa käytännössä itse valitsemaansa johtoon.<sup>245</sup>

Lojaliteettiin perustuva asema velvoittaa fidusiaaria välttämään intressikonfliktitilanteita itsensä ja yhtiön välillä, huolehtimaan toimien yhtiön edunmukaisuudesta sekä olemaan käyttämättä asemaansa henkilökohtaisen voiton tavoitteluun.<sup>246</sup> Tyypillisesti lojaliteetin rikkomistilanteet korostuvat niin sanotuissa itsekontrahointitilanteissa eli yhtiön ja agentin välisissä oikeussuhteissa, joissa päämiehen ja agentin intressit ovat ristiriidassa keskenään. Itsekontrahointia, liiketoimintamahdollisuuksien hyväksikäyttöä tai kilpailua yhtiön kanssa ei ole lainsäädännössä kielletty, mutta yhtiöoikeudellisella fidusiaarilla on näyttötaakka siitä, että toteutetut toimet on tehty yhtiön etua silmälläpitäen.<sup>247</sup> Puhuttaessa osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta tarkoitetaan siis pääpiirteissään osakkeenomistajan velvollisuutta ottaa toiminnassaan huomioon yhtiön etu ja samalla kaikkien osakkeenomistajien etu ja olemaan asettamasta omia intressejään yhtiön edun edelle.

---

<sup>243</sup> Käytän määräysvaltaosakkeenomistajan fidusiaarisesta lojaalisuusvelvollisuudesta nimityksiä ”lojaliteetti” tai ”lojaliteettivelvollisuus” siitä huolimatta, että termi on varallisuus oikeudessa yleiskäsitteenä käytössä kuvaamassa myös pelkästään hyvään uskoon perustuvia lojaalisuusvaatimuksia. Käsite lojaliteettivelvollisuus on uuden OYL:n myötä vakiintunut oikeuskirjallisuudessa koskemaan yhtiön johdolle OYL 1:8:ssa asetettua fidusiaarista lojaliteettivelvollisuutta.

<sup>244</sup> Anabtawi & Stout 2008 s. 1263; Dotevall 1989 s. 278; Block et al. 2001 s. 263.

<sup>245</sup> Dotevall 1989 s. 262; Mähönen & Villa 2006a s. 115.

<sup>246</sup> Dotevall 1989 s. 262–263.

<sup>247</sup> Anabtawi & Stout 2008 s.1263–1264; Mähönen & Villa 2006a s. 118. Lojaliteetin tarkempaa sisältöä eli sitä, kuinka fidusiaarin on toimittava yhtiön edun ajamisessa, ei ole mitenkään määritelty, mutta lojaalisuuden katsotaan kattavan taloudellisen tuloksen saavuttamisen toimintatavat. Salonen 2000 s. 116.

## 4 LOJALITEETTIVELVOLLISUUS ANGLOAMERIKKALAISSA YHTIÖOIKEUDESSA

### 4.1 Lojaliteettivelvollisuus Yhdysvalloissa

#### 4.1.1 Yleistä doktriinista

Yhdysvalloissa määräysvaltaosakkeenomistajilla ei lähtökohtaisesti ole yhtiön johtoon verrattavaa fidusiaariasemaa vaan heillä on oikeus käyttäytyä itsekkäästi: oikeus käyttää äänioikeuttaan oman taloudellisen etunsa nimissä<sup>248</sup>, oikeus pidättyä myymästä omistussuuttaan, vaikka tämä olisi vähemmistölle haitallista sekä oikeus lähtökohtaisesti myydä osakeomistuksensa kenelle haluaa ja vaikka ylihintaan. Yhdysvalloissa, erityisesti Delawaren osavaltiossa katsotaankin, etteivät määräysvaltaosakkeenomistajat ole velvollisia uhraamaan taloudellisia intressejään osakeyhtiössä yhtiön tai vähemmistöosakkeenomistajien hyväksi.<sup>249</sup>

Oikeuskäytännön perusteella määräysvaltaosakkeenomistajalla on kuitenkin yhtiöoikeudellisessa asemassaan (*corporate capacity, corporate act*) tunnustettu olevan *tietyissä tilanteissa* fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.<sup>250</sup> Oikeustapauksia, joissa määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan asemaa on kuvattu trustina tai agenttina löytyy aina 1880-luvulta saakka<sup>251</sup>, mutta ensimmäisen keran osakkeenomistajan asemaa fidusiaarina luonnehdittiin selvästi Yhdysvaltojen korkeimman oikeuden toimesta vuoden 1939 tapauksessa *Pepper v. Litton*<sup>252</sup>. Tämän jälkeen doktriini on kehittynyt pääasiassa Delawaren osavaltiossa, jossa suurimmalla osalla ame-

---

<sup>248</sup> Ks. *Williams v. Geier* s. 1380–1381.

<sup>249</sup> Block et al. 2001 s. 349–350, 354, alav. 1209; *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584, s. 598; Siegel 2004 s. 433 ml. alav. 177 siinä mainittuine oikeustapauksineen, 443.

<sup>250</sup> Tietyissä oikeustapauksissa fidusiaarisia velvoitteita on asetettu myös muille kuin määräysvaltaosakkeenomistajille, mutta tapaukset ovat harvinaisia. Anabtawi & Stout 2008 s. 1268, 1273.

<sup>251</sup> *MacIntosh, Jeffrey G. – Holmes, Janet – Thompson, Steve: The Puzzle of shareholder fiduciary duties.* Canadian Business Law Journal, Vol. 19, 1991, pp. 86–137, s. 86–87.

<sup>252</sup> Ks. *Pepper v. Litton* s. 306: “A director is a fiduciary -- so is a dominant or controlling stockholder or group of stockholders – Their powers are powers in trust. Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where any of their contracts or engagements with the corporation is challenged the burden is on the director or stockholder not only to prove the good faith of the transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein--.” Ks. myös s. 310–311.



rikkalaisista listayhtiöistä on kotipaikka ja jonka oikeuskäytännöllä on ollut johtava asema yhdysvaltalaisen yhtiöoikeuden kehittämisessä.<sup>253</sup>

Yhdysvalloissa kontrolliosakkeenomistajan fidusiaariaseman rikkomista on kontrolliaseman hyväksikäyttö taloudellisten etuuksien nostamiseksi yhtiöstä vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.<sup>254</sup> Näin ollen osakkeenomistajalla on Yhdysvalloissa tunnustettu olevan ennen kaikkea fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus (*duty of loyalty*) suoraan yhtiötä ja epäsuoraan<sup>255</sup> vähemmistöä kohtaan:

”Essentially, the duty of loyalty mandates that the best interest of the corporation and its shareholders takes precedence over any interest possessed by a director, officer or *controlling shareholder* and not shared by the stockholders generally.”<sup>256</sup>

Lojaliteetin vastaisia ovat erityisesti niin sanotut “*self-dealing*”-lähipiiritoimet eli kaikenlainen toiminta, jossa kontrolliomistaja pyrkii asemaansa hyödyntäen edistämään henkilökohtaisia intressejään yhtiön kustannuksella.<sup>257</sup> Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden sisältö ja aste vaihtelee tapauskohtaisesti olosuhteiden perusteella.<sup>258</sup>

Delawaren oikeuskäytännön perusteella osakkeenomistajalla katsotaan olevan määräysvalta yhtiössä silloin kun hänellä on asemansa perusteella todellinen mahdollisuus kontrolloida yhtiön liiketoimintapäätöksentekoa ja erityisesti hallituksen jäsenmuodostusta. Enemmistöpäätöksenteosta johtuen määräysvaltaosakkeenomistajana pidetään tyypillisesti osakkeenomistajaa, jolla on yli 50 prosenttia yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä.<sup>259</sup> Kontrolliasema fidusiaarivelvollisuksineen voi lisäksi perustua tosiasialliseen kontrollivaltaan, joka oikeuskäytännön perusteella on käsillä silloin, kun osak-

---

<sup>253</sup> Lindholm & Holmström 2005 s. 279. Delawaren osavaltion mukaan yli puolet kaikista Yhdysvaltain pörssiyrityksistä ja yli 60 % kaikista Fortune 500 -yrityksistä on perustettu Delawareen. Delawareessa on yli sadan vuoden aikana syntynyt sadoittain ennakkotapauksia sen yhtiöoikeuden tulkinnasta. Osavaltion tuomioistuinten yhtiöoikeutta koskevia päätöksiä seurataan muualla Yhdysvalloissa tarkasti ja ne ovat vaikuttaneet muiden osavaltioiden yhtiöoikeussäätelyn kehitykseen. Ks. Laitinen 2007 s. 93–94. Delawaren osavaltion tuomioistuinjärjestelmä onkin saanut kutsumanimen “the Mother Court of corporate law”. Block et al. 2001 s. 3.

<sup>254</sup> Anabtawi & Stout 2008 s. 1265–1266.

<sup>255</sup> Siegel 2004 s. 427 alav. 152.

<sup>256</sup> Cede & Co. v. Technicolor Inc., s. 361.

<sup>257</sup> Block et al. 2001 s. 263.

<sup>258</sup> Thorpe v. CERBO, Inc., s. 442.

<sup>259</sup> Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., s. 1344; Block et al. 2001 s. 344.

keenomistajalla on riittävästi *äänivaltaa* määrätäkseen hallituksen kokoonpanosta.<sup>260</sup> Yhdysvaltojen oikeustila asettaa fidusiaarivastuun siten lähtökohtaisesti ainoastaan enemmistöosakkeenomistajille siinä mielessä, että tosiasiallisen kontrollivallan käsitekin on kytkeytyvä välillisesti ääntenemmistön hallitsemiseen. Ajankohtaisessa keskustelussa osakkeenomistajien, erityisesti institutionaalisten sijoittajien kuten eläkevakuutusyhtiöiden ja *hedge fund* -rahastojen, aktivoitumisesta on tuotu esille näkemyksiä määräysvallan käsitteen uudelleenmäärittämisestä vastaamaan paremmin modernien, usein aktiivisena vähemmistönä vaikuttavien osakkeenomistajien lukuisiin muihin keinoihin kuin äänivaltaan perustuvia *tosiasiallisia vaikutusmahdollisuuksia*.<sup>261</sup>

#### 4.1.2 Fidusiaarisen lojaliteettivelvollisuuden soveltamistilanteet

Määräysvaltaosakkeenomistajan kontrolliaseman rajoja määrittelevän fidusiaariopin mukaan lojaliteettivelvollisuudella rajoitetaan mahdollisuuksia hankkia vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella osakeomistuksesta riippumatonta, ylimääräistä kontrolli-hyötyä, toisin sanoen henkilökohtaista hyötyä, joka ei ole muiden osakkeenomistajien saavutettavissa. Tilanteet, joissa kontrolliosakkeenomistajan on mahdollista kontrollivaltaa väärinkäyttämällä hankkia kontrolli-hyötyä, ovat samalla tilanteita, joissa määräysvaltaosakkeenomistajan fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus voi tyypillisesti aktualisoi-tua: (1) suhteettomien taloudellisten etuuskien hankkiminen yhtiön liiketoiminnassa going concern, (2) *freeze out* -järjestelyt sekä (3) kontrollivallan myyminen ylihintaan<sup>262</sup>.

##### 4.1.2.1 Taloudelliset etuudet liiketoiminnasta

Kontrolliosakkeenomistajan tavat hyötyä kontrolliasemastaan yhtiön liiketoiminnan normaalityössä, toisin sanoen silloin kun yhtiön määräysvalta ei ole välittömän siirtymisen kohteena, ovat kahdenlaisia. Kontrolliosakkeenomistaja voi ensinnäkin saada taloudellista

---

<sup>260</sup> Ks. *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, s. 1113–1114, jossa Delawaren korkein oikeus katsoi vähemmistöosakkeenomistajan noin 43 prosentin osakeomistuksellaan harjoittaneen tosiasiallista määräysvaltaa yhtiössä, koska sen oli mahdollista hallinnoida yhtiön asioita vaikuttamalla yhtiön hallituksen päätöksen sisältöön. Tapaus osoittaa että suoran ääntenemmistön puuttuessa osakkeenomistajalla tulee tosi asia-sa olla kontrolli äänienemmistöstä. Ks. Anabtawi & Stout 2008 s. 1269–1270. Osakkeenomistajalle syntyy äänienemmistön omistamisen perusteella automaattisesti fidusiaarivelvollisuus suhteessa vähemmistöosakkeenomistajiin. Mikäli kontrolliasema ei kuitenkaan perustu ääntenemmistöön, kantajalla on oikeuskäytännön mukaan todistustaakka vastapuolen tosiasiallisesta määräysvallasta. Siegel 2004 s. 439; *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.*, 569 A.2d 53, s. 70 (Del 1989); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, s. 1344.

<sup>261</sup> Ks. Anabtawi & Stout 2008 s. 1269–1270, 1275–1279, 1295.

<sup>262</sup> Ks. Gilson & Gordon 2003 s. 786–787.

hyötyä yhtiön liiketoiminta- ja strategisten päätösten perusteella ja toiseksi suorista liiketoimistaan yhtiön kanssa (*self-dealing*).<sup>263</sup>

Yhtiön kontrolliosakkeenomistajia ja muita osakkeenomistajia tasapuolisesti kohteleviin normaaleihin liiketoiminnallisiin ja strategisiin yhtiökokouspäätöksiin sovelletaan oikeuskäytännössä lähtökohtaisesti *business judgment rule* -sääntöä.<sup>264</sup> Business judgment rule -oikeusperiaatteen mukaan tuomioistuinten ei tule jälkikäteen arvioida yhtiössä hyvässä uskossa tehtyjä liiketoimintapäätöksiä ja -toimia. Periaate tarjoaa yhtiöoikeudelliselle fidusiaarille vastuuvapauden virheellisiin liiketoimintapäätöksiin perustuvista toimista, mikäli fidusiaarilla ei ole ollut asiassa henkilökohtaista intressiä, hän on toiminut rehellisesti ja huolellisesti ja järkevin perustein uskonut toimenpiteen olevan yhtiön parhaaksi.<sup>265</sup> Tyypillisesti periaate on koskenut yhtiön johtoa, mutta sen soveltuvuus kontrolliosakkeenomistajien päätöksentekoon on vahvistettu tapauksessa *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, jossa konsernin emoyhtiön ja samalla tytäryhtiönsä määräysvaltaosakkeenomistajan väitettiin saaneen tytäryhtiön osingonjakopäätöksen nojalla perusteetonta etua vähemmistön kustannuksella.<sup>266</sup> Tuomioistuin katsoi business judgment rulen suojaavan emoyhtiön toimia (pätöksenteko tytäryhtiön hallituksen enemmistön kontrolloinnin kautta) liiketoiminnassa tytäryhtiönsä kanssa; koska tapauksessa ei osoitettu osingonjakopäätöksen olleen liiketoimintatarkoitukseltaan sopimaton, tuomioistuimella ei ollut aihetta puuttua päätöksen sisältöön.<sup>267</sup>

Sen sijaan kontrolliosakkeenomistajan suorita liiketoimia yhtiön kanssa kohdellaan huomattavan eri tavalla. Tällaisissa toimissa on tyypillisesti kyse määräysvalta-aseman väärinkäytöstä taloudellisten etuuskien hankkimiseksi vähemmistön kustannuksella eli tilanteista, jossa kontrolloivan osakkeenomistajan intressit ovat ristiriidassa yhtiön edun kanssa (itsekontrahointi, *self-dealing*). Tyypillisiä esimerkkejä itsekontrahoinnista ovat epäoikeudenmukainen siirtohinnoittelu, suora varojen siirto yhtiöstä kontrolliosakkeenomistajalle sekä yhtiön varojen käyttö kontrolliomistajan velan vakuutena.<sup>268</sup> Näihin liike-

---

<sup>263</sup> Gilson & Gordon 2003 s. 790.

<sup>264</sup> Gilson & Gordon 2003 s. 790–791.

<sup>265</sup> Salonen 2000 s. 67–69.

<sup>266</sup> Tapauksen tosiseikkojen perusteella kontrolliosakkeenomistajan ei katsottu saaneen mitään taloudellista etuutta vähemmistön kustannuksella, joten kyse ei ollut lähipiiritransaktiosta. *Sinclair Oil Corp. v. Levien* s. 720–722.

<sup>267</sup> Block et al. 2001 s. 370–371; *Sinclair Oil Corp. v. Levien* s. 717, 721.

<sup>268</sup> Gilson & Gordon 2003 s. 790–791.

toimiin sovelletaan ankaraa kohtuullisuusvaatimusta (*intrinsic fairness standard*).<sup>269</sup> Mikäli emoyhtiön Sinclair-tapauksessa olisi katsottu määräysvaltaansa hyödyntäen ”controlling transaction and fixing the terms” saaneen tytäryhtiön toimimaan siten, että emoyhtiö olisi saanut epäoikeutettua etua tytäryhtiön vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella, emoyhtiön olisi täytynyt käännetyn todistustaakan nojalla näyttää liiketoimen olleen kohtuullinen tytäryhtiötä kohtaan.<sup>270</sup> Emoyhtiön ei tapauksessa kuitenkaan katsottu vaikuttaneen liiketoimen ”molemmilla puolilla”, eikä kyse siten ollut itsekontrahointitilanteesta, johon tiukka kohtuullisuusstandardi olisi soveltunut.<sup>271</sup>

#### 4.1.2.2 Freeze out -järjestelyt

Tyypillisin tilanne, jossa kontrolloivan osakkeenomistajan ja yhtiön välille syntyy intressiristiriita, ja jossa kontrolliosakkeenomistajan on mahdollista saada taloudellisia etuuksia vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella, on niin sanottu ”freeze out” (myös ”cash out” tai ”squeeze out”) -sulautuminen. Kyse on yritysjärjestelystä, jossa määräysvaltaosakkeenomistaja, tyypillisesti konsernin emoyhtiö, enemmistöperiaatteen nojalla pakottaa vähemmistöosakkaat luopumaan omistussuosistaan rahaa tai arvopapereita vastaan, ja jonka seurauksena yhtiön omistus siirtyy kokonaisuudessaan kontrolliomistajalle.<sup>272</sup> Freeze out -tilanteet ovat vähemmistön kannalta erityisen vahingollisia, koska transaktio voidaan toteuttaa kohtuuttoman alhaisin hinnoin, jolloin määräysvaltaosakkeenomistaja saa kontrollihyötynä osakkeen markkina-arvon ja lunastusarvon hinnaneron.<sup>273</sup> Riskien ohella näihin yritysjärjestelyihin liittyy kuitenkin myös tehokkuusetuja<sup>274</sup>, mistä johtuen useimmat modernit oikeusjärjestykset kannustavat freeze out -yrityksoston toteuttamiseen silloin

---

<sup>269</sup> Block et al. 2001 s. 368–369. Kontrolliosakkeenomistajan on näytettävä toteen toimenpiteen kohtuullisuus kokonaisuutena (entire fairness). Ks. kohtuullisuuskäsitteen sisällöstä tarkemmin jäljempänä jakso 4.1.2.2.

<sup>270</sup> Ankanan kohtuullisuuden testi voi aiheuttaa erityisesti konsernin emoyhtiöille huomattavia vastuita, mikäli emoyhtiön todetaan rikkoneen kohtuullisuusvaatimusta self-dealing-oikeustoimissaan. Tätä on pidetty yhtenä syynä pyramidirakenteiden vähäisyyteen Yhdysvalloissa. Ks. Kraakman et al. 2004 s. 126–127 ml. alaviitteet.

<sup>271</sup> *Sinclair Oil Copr. v. Levien* s. 717, 720. Kohtuullisuuden näyttövelvollisuutta ei konsernien osalta ole myöskään, mikäli kyseessä on emoyhtiön kokonaan omistama tytäryhtiö. Tällaisessa tapauksessa tytäryhtiön johto on velvollinen hoitamaan tytäryhtiön liiketoimia ainoastaan emoyhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti. Emoyhtiöllä ei ole fidusiaarisia velvollisuuksia kokonaan omistamaansa tytäryhtiötä kohtaan. Block 2001 s. 369, 376–377.

<sup>272</sup> Block et al. 2001 s. 374–375, 377; Anabtawi & Stout 2008 s. 1271.

<sup>273</sup> Gilson & Gordon 2003 s. 196; Anabtawi & Stout 2008 s. 1271.

<sup>274</sup> Freeze out -järjestelyt ovat taloudellisesti edullisia monista syistä: a) ne eliminoivat konserneihin liittyviä intressiristiriitoja emoyhtiön ja osaksi omistetun tytäryhtiön välillä; b) ne tarjoavat kontrolliosakkeenomistajille tärkeän kannustimen mahdollistaa vähemmistön sijoitusten likvidointi; c) täyden kontrollivallan hankkimisen mahdollisuus kannustaa kontrolliosakkeenomistajia sijoittamaan yhtiöön lisää pääomaa ja d) järjestelyjen kautta vähennetään julkiseen osakeyhtiöön liittyviä kustannuksia. Tehokkuushyötyjen johdosta järjestelyjä ei ole USA:ssa eikä muissakaan moderneissa oikeusjärjestyksissä kielletty. Kraakman et al. 2004 s. 142.

kun kontrolloivan osakkeenomistajan omistusosuus kohdeyhtiöstä on yli 90 prosenttia<sup>275</sup>. Yhdysvalloissa freeze out -järjestelyjä on lisäksi helpotettu lievemmän kontrollivallan tilanteissa – tällöin vähemmistöosakkeenomistajien suojaaminen on kuitenkin korostuneempaa.<sup>276</sup>

Freeze out -transaktioihin liittyy riski kontrolloivan osakkeenomistajan toimimisesta yhtiön edun vastaisesti, minkä vuoksi järjestelyjä pidetään Yhdysvalloissa self-dealing-oikeustoimina, eivätkä ne siten saa business judgment rulen antamaa suojaa.<sup>277</sup> Kontrolloivan osakkeenomistajien lojaliteettivelvollisuus freeze out -järjestelyjen yhteydessä on määritelty keskeisesti Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisemassa tapauksessa *Weinberger v. UOP, Inc.*, jossa oli kyse cash out -sulautumisesta konsernin tytäryhtiön ja tämän osakkeista 50,5 prosenttia omistaneen emoyhtiön välillä. Määräysvaltaosakkeenomistajan tarkoituksena oli hankkia loputkin tytäryhtiön osakkeet käteiskauppahinnalla, joka alitti osakkeiden markkina-arvon merkittävästi hyödyttäen kontrolliomistajaa yli 50 prosentin kontrollipreemiolla.<sup>278</sup> Emoyhtiön jokseenkin vilpillinen menettely transaktion toteuttamisessa (”hardly arm’s length negotiations”<sup>279</sup>) rinnastettiin self-dealing-oikeustoimeen, jonka ehtoja tarkastellaan ankarana kohtuullisuusvaatimuksen valossa<sup>280</sup>.

Delawaren osavaltion osakeyhtiölain (DGCL) § 251 (b):n mukaan osakeyhtiön sulautumiselle on saatava kohdeyhtiön hallituksen hyväksyntä ja suositus. Näin ollen 50,1 %:n tai *Weinberger*-tapauksen kohdalla 50,5 %:n kontrolliosakkeenomistaja ei voi hankkia yhtiön koko osakeomistusta ilman, että kontrolliyhtiön hallituksen jäsenet antavat järjestelylle suosituksensa, jonka antamisessa heitä sitoo yhtiön johdolle kuuluva lojaliteettivelvollisuus yhtiötä kohtaan<sup>281</sup>. Lojaliteettivaatimus on yhtä ehdoton niin määräysvaltaosakkeenomistajan nimeämille hallituksen jäsenille kuin muillekin kohdeyhtiön hallitus-

---

<sup>275</sup> Ks. mm. OYL 18:1 § vähemmistöosakkeiden lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta.

<sup>276</sup> Kraakman et al. 2004 s. 142–143. Lojaliteettivelvollisuus on erityisen korostunut konsernien kohdalla. Ks. *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098, s. 1120: ”--our law imposes heightened fiduciary duties on the parent corporation” because “the parent corporation can force the transaction through without the consent of the minority.”

<sup>277</sup> Block et al. 2001 s. 378 ml. alav. 1353.

<sup>278</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, s. 706–707; Gilson & Gordon 2003 s. 796.

<sup>279</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, s. 711.

<sup>280</sup> Menettelyn suurimpana epäkohtana pidettiin sitä, ettei kontrolliosakkeenomistaja antanut kohdeyhtiölle tiedoksi yksityiskohtia hankkeesta teettämästään tuotettavuusselvityksestä, josta olisi käynyt ilmi, että kontrolliomistajan tarjoama kauppahinta oli kohdeyhtiön hallituksen selvittämää ja suosittelemaa kauppahintaa huomattavasti alhaisempi. *Block et al.* 2001 s. 381.

<sup>281</sup> *In re Unocal Exploration Corp. Shareholders Litigation*, 793 A.2d 329, Blue Sky L. Rep. P 74, 206 (Del. Ch., 2000), s. 338.

jäsenille. Kontrolliomistajan nimeämien hallitusjäsenten lojaliteettiristiriidat ratkaistaan lisäksi kontrolloidun yhtiön edun hyväksi.<sup>282</sup> Yhtiössä tosiasiallista kontrollivaltaa harjoittavan osakkeenomistajan fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus toteutuu sulautumisjärjestelyissä siten yhtiön johdon vastaavan velvollisuuden kautta:

” By exercising control over the corporation’s board of directors, the 50,1 % stockholder may, *in breach of its fiduciary duties to the minority stockholders*, cause the board, *in breach of their respective fiduciary duties*, to approve a merger that is not fair to the minority stockholders.”<sup>283</sup>

Määräysvaltaosakkeenomistajan on freeze out –järjestelyn osalta pystyttävä näyttämään toteen transaktion kohtuullisuus vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.<sup>284</sup> Kohtuullisuus (*fairness*) sisältää yhtäältä vaatimuksen transaktion toteutuksen kohtuullisuudesta (*fair dealing*) että vastikkeen kohtuullisuudesta (*fair price*). Ensimmäinen koskee muun muassa kysymyksiä transaktion ajoituksesta, neuvotteluista, tiedonannosta ja tavasta, jolla yhtiön johdon ja osakkeenomistajien suostumukset on saatu. Fuusion taloudellisuusharkinnan osalta sovelletaan Delawaren yhtiölainsäädännön liberaalia arviointia, jonka mukaan kohtuullista hintaa arvioidaan ottaen huomioon kaikki relevantit seikat mukaan lukien tulevaisuuden näkymät, joilla voi olla vaikutusta yhtiön osakkeen arvoon.<sup>285</sup> Kohtuullisuudesta ei kuitenkaan jakaudu mainittuihin kahteen elementtiin vaan koska kyse on kokonaisuuden kohtuullisuudesta (*entire fairness*), kaikkia asiaan vaikuttavia seikkoja on arvioitava kokonaisuutena.<sup>286</sup>

Näyttötaakka transaktion kohtuuttomuudesta siirtyy tähän vetoavalle vähemmistöosakkeenomistajalle, mikäli kontrolloiva osakkeenomistaja on saanut transaktioon vähemmistöosakkeenomistajien enemmistön riittäviin tietoihin perustuvan suostumuksen. Kont-

---

<sup>282</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, s. 710; Gilson & Gordon 2003 s. 797.

<sup>283</sup> *In re Unocal Exploration Corp. Shareholder Litigation* s. 338.

<sup>284</sup> Block et al. 2001 s. 378.

<sup>285</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, s. 711; Gilson & Gordon 2003 s. 798. Ks. DGCL tit. 8, § 262.

<sup>286</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, s. 711. New Yorkin osavaltiossa edellytetään Delawaren oikeuskäytännöstä poikkeavasti, että kokonaiskohtuullisuuden lisäksi freeze out -sulautumisella on oltava *itsenäinen yhtiön etua edistävä tarkoitus*: ”related to the advancement of a general corporate interest”, toisin sanoen muikin ”syy” kuin pelkästään vähemmistöosakeomistuksen eliminoiminen. Ks. *Alpert v. 28 Williams St. Corp.*, 63 N.Y.2d 557, 473 N.E.2d 19, 483 N.Y.S.2d 667, s. 573. Delawaressa pidetään hyväksyttävänä, että transaktio toteutetaan puhtaasti kontrolliosakkeenomistajan kontrollivallan lisäämiseksi, kunhan menettely täyttää kohtuullisuusvaatimuksen. New Yorkin osavaltiossa hyväksyttävänä tarkoituksena on pidetty muun muassa ulkopuolisten pääomasijoitusten ja veroetujen saavuttamista järjestelyn kautta. Eräässä oikeustapauksessa linjattu ”valid corporate objective *unrelated to the personal interest* of the majority shareholders” tuntuu kieltämättä olevan ristiriidassa Delawaren lähtökohdan kanssa, sillä useimmiten järjestelyn tarkoitus ja syy nimenomaan on kontrolliomistajan intressissä kasvattaa omistustaan yhtiössä. Block 2001 s. 468–470.

rolloivan osakkeenomistajan tulee kuitenkin näyttää toteen, että se on täydellisesti julkistanut vähemmistöosakkeenomistajille kaikki tapaukseen liittyvät olennaiset seikat.<sup>287</sup> *Weinberger*-tapausta seuranneen oikeuskäytännön perusteella näyttötaakan on katsottava siirtyvän kantajalle myös, mikäli riippumattomista ja esteettömistä hallituksen jäsenistä muodostettu erityinen komitea, jonka on voitu todeta käyttäneen todellista aktiivista neuvotteluvalltaa, on hyväksynyt transaktion.<sup>288</sup> Osa oikeustapauksista viittaisi siihen, että tällaisen komitean käyttäminen sekä vähemmistöosakkeenomistajien suostumuksen saaminen poistaisivat freeze out -järjestelyltä self-dealing-luonteen ja mahdollistaisivat business judgment -säännön soveltamisen.<sup>289</sup>

#### 4.1.2.3 Kontrollivallan myyminen ylihintaan

Kontrollivallan hankkiminen osakeyhtiössä ei ole ilmaista. Taloudellista riskiään korkeampaa äänivaltaa tavoittelevan osakkeenomistajan on ”maksettava” kontrolliasemastaan kompensatio vähemmistöosakkaille näiden äänivallan vähenemisestä. Halukkuus kompensation maksamiseen edellyttää, että osakkeenomistaja voi hyötyä paremmasta vaikutusvallastaan eli hänellä on mahdollisuus saada muiden osakkeenomistajien saavuttamattomassa olevaa *kontrollihyötyä*.<sup>290</sup> Varsin usein kontrolliomistajan myydessä omistusosuutensa, yhtiön osakkeiden myyntihetken markkinahintaan lisätään kontrollihyötyä heijasteleva kontrollipremio. Yleisesti hyväksytty pääsääntö Delawaressa ja muualla Yhdysvalloissa on, että kontrolliosakkeenomistaja saa vapaasti myydä kontrollivallan premiolla, eikä hänellä ole velvollisuutta jakaa saamaansa lisähintaa yhtiön muiden osakkeenomistajien kanssa.<sup>291</sup>

---

<sup>287</sup> *Weinberger*-tapauksessa vähemmistön suostumuksen katsottiin olleen merkityksetön, koska suostumus oli saatu salaamalla ratkaisevaa tietoa kauppahinnan arvonmuodostuksesta. Block et al. 2001 s. 383.

<sup>288</sup> Ks. *Kahn v. Lynch Communication Systems*, s. 1117. Komitean tulee hyväksyä transaktio ainoastaan, mikäli se on paitsi kohtuullinen, myös paras tarjolla oleva vaihtoehto vähemmistön kannalta. Ks. *ibid.*, s. 1119. Tapauksen *Weinberger v. UOP, Inc.* osalta oikeus totesi, että lopputulos olisi saattanut olla kokonaan toisenlainen, mikäli kohdeyhtiö olisi nimittänyt tällaisen komitean neuvottelemaan vähemmistöosakkeenomistajien puolesta. *Weinberg v. UOP, Inc.*, s. 709, alav 7.

<sup>289</sup> Gilson & Gordon suhtautuvat kriittisesti tällaiseen kohtuullisuusvaatimuksen lieventämiseen, koska vähemmistöosakkeenomistajilla ei freeze out -järjestelyssä toisin kuin kontrollivallan myymisen tilanteessa ole samanlaista osuutta synergiaetuihin. Freeze out -tilanteissa kontrolliosakkeenomistajan opportunistinen manipulointi on korostuneempaa, minkä vuoksi itsenäisellä neuvottelukomitealla ja tiukan kohtuullisuusvaatimuksen soveltamisella on varmistettava, että vähemmistöosakkeenomistajat saavat osuutensa hyödyistä. Gilson & Gordon 2003 s. 786–788, 799, 804.

<sup>290</sup> Vahtera 2011 s. 408.

<sup>291</sup> Block et al. 2001 s. 363; Gilson & Gordon 2003 s. 793–794; *Essex Universal Corp. v. Yates*, 305 F.2d 572 (C.A.N.Y.), s. 576

Pääsääntöön on syntynyt tuomioistuinkäytännössä kuitenkin kaksi merkittävää poikkeusta koskien tilanteita, joissa kontrollivallan myymiseen on katsottu liittyneen määräysvaltaosakkeenomistajien fidusiaristen velvollisuuksien rikkominen. Preemiota ei ensinnäkään hyväksytä silloin, kun kontrolliosakkeenomistaja on kontrollin myymistarkoituksessa hankkinut yhtiön muiden osakkeenomistajien osakkeita laiminlyömällä myyntihanketta koskevan tiedonantovelvollisuutensa.<sup>292</sup> Muun muassa tapauksessa *Thorpe v. CERBO, Inc.* määräysvaltaosakkeenomistajien oikeus kontrollipreemiosta hyötymiseen evättiin heidän neuvoteltuaan kontrollivaltansa myynnistä muilta osakkeenomistajilta salassa.<sup>293</sup>

Toiseksi kontrolliosakkeenomistaja voi olla velvollinen palauttamaan yhtiölle saamansa preemion sekä korvaamaan aiheutuneen vahingon tilanteessa, jossa kontrollin ostanut taho väärinkäyttää asemaansa ja kontrollivaltansa myynyt osakkeenomistaja on ollut tietoinen ostajan aikeista.<sup>294</sup> Kontrolliosakkeenomistajan lojaliteettia tällaisessa tilanteessa täydentää itse asiassa positiivinen huolellisuusvelvollisuus (duty of care) varmistua kontrollivaltaa ostavan tahon kunniallisista aikeista, jonka velvollisuuden rikkoessaan osakkeenomistaja voi joutua fidusiarivastuuseen myytyään yhtiön kontrollin *tietoisesti* sellaiselle ostajalle, jonka tarkoituksena on *epälojaalisti* lunastaa yhtiön varallisuutta yhtiön jäljelle jäävien osakkeenomistajien kustannuksella (tällaisesta ostajasta käytetään nimitystä ”looter”).<sup>295</sup> Huolellisuusvelvollisuus on vahvistettu selvästi tapauksessa *Harris v. Carter*:

”-- owe a duty of care to the corporation in connection with the sale of a control block of stock.”

“-- A duty devolves upon the seller to make such inquiry as a reasonably prudent person would make, and generally to exercise care so that others who will be affected by his actions should not be injured by wrongful conduct.”<sup>296</sup>

Oikeuskäytännössä kontrolliomistajan preemiosta hyötymistä on tosi asiassa rajoitettu muissakin kuin edellä kuvatuissa tilanteissa. Tuomioistuinten lukuisista pääsäännöistä

---

<sup>292</sup> Ks. Gilson & Gordon 2003 s. 795 ml. alav. 29.

<sup>293</sup> *Thorpe v. CERBO, Inc.*, s. 442.

<sup>294</sup> Gilson & Gordon 2003 s. 795; Block et al. 2001 s. 365–366.

<sup>295</sup> Anabtawi & Stout 2008 s. 1265, alav. 26. Ks. myös United States Court of Appealsin ratkaisu *Swinney v. Keebler Company*, 480 F.2d 573, s. 578. Osakkeenomistajan huolellisuusvelvollisuus rajoittaa osakkeiden vapaan luovutettavuuden pääsääntöä, minkä vuoksi velvollisuutta sovelletaan hyvin poikkeuksellisesti ja ainoastaan tilanteisiin, joissa määräysvaltaosakkeenomistaja on toiminut tuottamuksellisesti eli hänen voidaan osoittaa tienneen yhtiön kontrollia ostavan epälojaaleista aikomuksista. Ks. *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, 901 A.2d 751, s. 762.

<sup>296</sup> *Harris v. Carter* s. 804, 809; Block et al. 2001 s. 366–367.



tekemistä poikkeuksista johtuen yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa on jopa esitetty, että kontrollivaltansa myyvän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden kuuluu toimenpiteisiin ryhtyminen siitä huolehtimiseksi, että muillakin yhtiön osakkeenomistajilla olisi tilaisuus myydä omistuksensa uudelle kontrolliomistajalle samassa yhteydessä *samaan hintaan*.<sup>297</sup> Osakkeenomistajan itsekkyysosoikeuden näkökulmasta voidaan perustellusti kyseenalaistaa kontrolliomistajan velvollisuus toimia esimerkiksi julkisen ostotarjouksen tilanteessa siten, että muut osakkeenomistajat saisivat osakkeistaan saman hinnan kuin hän itse<sup>298</sup>. Edellä esitettyä kritisoineet tahot ovat Yhdysvalloissa voimakkaasti sillä kannalla, ettei kontrolliosakkeenomistajalla ole minkäänlaista fidusiaarista velvollisuutta normaalitilanteessa eli vapaaehtoisen ja julkisen ostotarjouksen käsillä ollessa toimia sen puolesta, että muut osakkeenomistajat saisivat osakkeistaan vastaavan hinnan.<sup>299</sup>

#### 4.1.3 Harvainomistetut yksityiset osakeyhtiöt

Määräysvaltaosakkeenomistajilla on Yhdysvalloissa edellä kuvattu fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus vähemmistöä kohtaan kaikissa osakeyhtiöissä, niin yksityisissä kuin julkisissakin. Kuitenkin tiettyjen yksityisten osakeyhtiöiden osalta on muodostunut oikeuskäytäntöä, jonka perusteella voidaan havaita osakkeenomistajien fidusiaarivelvollisuuksissa eroja julkisten ja harvainomistettujen yksityisten osakeyhtiöiden välillä.

Valtaosa niistä yhdysvaltalaisista yksityisistä yhtiöistä, joilla on laaja omistajakanta, toimivat suomalaista osakeyhtiötä vastaavassa osakeyhtiömuodossa<sup>300</sup>. Yhdysvalloissa liiketoimintaa pienemmän omistajakunnan kesken harjoitetaan kuitenkin laajamittaisesti osakeyhtiömuodossa niin sanotussa ”*close corporation*” -harvainyhtiössä, jonka osakkeilla ei voi käydä julkista kauppaa ja jonka osakkeet ovat harvoin myytävissä lainkaan. Yhtiömuotoon sovelletaan kunkin osavaltion erityissäännöksiä, jotka mahdollistavat yhtiön sisäisten asioiden tavallista osakeyhtiötä joustavamman ja epämuodollisemman hoitamisen.<sup>301</sup> Close corporation -yhtiössä osakeomistukseen liittyy intressi osakkeenomistajan toimimisesta yhtiössä: yhtiömuodolle on tyypillistä, että siinä on ainoastaan vähäinen tai

---

<sup>297</sup> Block et al. 2001 s. 368.

<sup>298</sup> Ks. vastaavasta tulkinnasta Suomen oikeustilan osalta Mähönen & Villa 2006a s. 149.

<sup>299</sup> Ks. Block 2001 s. 360–362 ja siellä mainittu oikeuskäytäntö.

<sup>300</sup> Tästä yhtiömuodosta käytetään nimitystä C Corporation. Laitinen 2007 s. 90–91.

<sup>301</sup> Close corporationin synonyymina käytetään usein termiä ”*closely held corporation*”, jossa on kyse yhtiöstä, jossa niin ikään on vain joitakin osakkeenomistajia, mutta jolta puuttuu close corporationin lakisääteinen asema joko sen vuoksi, ettei yhtiö ole hakenut close corporation -statusta tai ei ole saanut sitä tai siksi, ettei yhtiön osavaltion yhtiölainsäädäntö tunnista tätä yhtiömuotoa. Siegel 2004 s. 378, alav. 2; Ks. Nicholson 1992 s. 516.

rajattu määrä osakkeenomistajia, jotka osallistuvat aktiivisesti yhtiön liiketoimintaan ja hallintoon esimerkiksi hallituksen jäseninä ja työntekijöinä.<sup>302</sup> Tällaisten yksityisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita on verrattu henkilöyhtiöiden yhtiömiehiin<sup>303</sup> (ns. ”*incorporated partnership*”) ja erona julkisiin yhtiöihin yksityisen harvainyhtiön osakkeenomistajat ovat erityisesti näiden toimiessa yhtiön hallituksessa sekä riskinottajia että riskinkantajia.<sup>304</sup>

Osakkeenomistajien välisten intressiristiriitojen on katsottu tällaisissa yksityisissä pienyhtiöissä korostuvan. Tämän on katsottu johtuvan ensinnäkin siitä, että verrattuna valtaosaan Yhdysvaltalaisista listayhtiöistä tällaisissa yksityisissä yhtiöissä on usein määräysvaltaosakkeenomistaja tai -ryhmä, jonka on mahdollista ohjata yhtiön toimintaa, ja toiseksi siitä, ettei näiden yksityisten yhtiöiden osalta ole olemassa määräysvaltamarkkinoita, joilla rajoitettaisiin määräysvaltaosakkeenomistajien opportunistista käyttäytymistä. Määräysvaltaosakkeenomistajille asetettavaa fidusiaarista lojaliteettivelvollisuutta perustellaan etenkin osakeomistukseen liittyvän tavanomaisen exit-oikeuden puuttumisella. Koska vähemmistöosakkeenomistajan sijoitus on osakkeen epälikvidisyyden<sup>305</sup> johdosta tietyssä mielessä ”loukussa” yksityisessä harvainyhtiössä, voi vähemmistöosakkaan asema osakkeenomistajien intressiristiriitojen kärjistyessä muodostua enemmistöosakkeenomistajan opportunismin seurauksena sietämättömäksi.<sup>306</sup>

Close corporation -yhtiön vähemmistönsuojaa on vähintään 1950-luvulta lähtien pyritty parantamaan fidusiaarimallilla, jolloin osakkeenomistajien fidusiaarisilla velvollisuuksilla on paikattu puutteellisesta lainsäädännöstä ja osakassopimusten vähäisestä käytöstä johtunutta enemmistön väärinkäyttömahdollisuuksille otollista asiantilaa.<sup>307</sup> Massachusettsin osavaltion oikeuskäytännössä on erityisesti oikeustilaa mullistaneena pidetyn *Donahue v.*

---

<sup>302</sup> Nicholson 1992 s. 517; Nikkilä 2006 s. 55; Ks. *Donahue v. Rodd Electrotpe Co.*, s. 586: “We deem a close corporation to the typified by: (1) a small number of stockholders; (2) no ready market for the corporate stock; and (3) substantial majority stockholder participation in the management, direction and operations of the corporation.” Massachusettsin korkeimman oikeuden muotoilema määritelmä ei ole yleisesti tunnustettu ja se eroaa tietyiltä osin esimerkiksi Delawaren osavaltion yhtiölainsäädännön määritelmästä – erot eivät ole kuitenkaan merkittäviä. Ks. Siegel 2004 s. 436–437.

<sup>303</sup> Yhdysvaltalaisia henkilöyhtiöitä ovat *General Partnership* ja *Limited Partnership*, joista ensimmäisen lähin vastine Suomessa on avoin yhtiö ja jälkimmäisen kommandiittiyhtiö. Ks. Laitinen 2007 s. 90–91.

<sup>304</sup> Nicholson 1992 s. 513, 515–518. Ks. *Donahue v. Rodd Electrotpe Co.*, s. 512.

<sup>305</sup> Close corporation -yhtiömuotoisen harvainyhtiön osakkeille ei itse asiassa ole olemassa lainkaan osakemarkkinoita, koska tällaisen yhtiön osakeomistukseen liittyvä intressi osakkeenomistajan aktiivisesta toimimisesta yhtiössä ei ole luonteensa vuoksi myytävissä ja aiheuttaa siten osakkeen epälikvidisyyden. Ks. Nikkilä 2006 s. 55.

<sup>306</sup> Anabtawi & Stout 2008 s. 1272; Siegel 2004 s. 388.

<sup>307</sup> Ribstein 2003 s. 42; Nicholson 1992 s. 53.

*Rodd Electrotpe Co.* -ratkaisun pohjalta syntynyt kiistanalainen doktriini close corporation -yhtiön osakkeenomistajien keskinäisestä *korostuneesta* lojaliteettivelvollisuudesta ”*duty of ’utmost good faith and loyalty’*”, joka perustuu henkilöyhtiön yhtiömiesten korostuneiden fidusiaarivelvollisuuksien analogiseen soveltamiseen close corporation -yhtiöön. Opin mukaan kaikilla yksityisen osakeyhtiön osakkeenomistajilla vähemmistöosakkaat mukaan luettuna on kaikessa toiminnassaan toisiaan kohtaan vastaavansisältöinen korostunut lojaliteettivelvollisuus kuin henkilöyhtiöiden yhtiömiehillä.<sup>308</sup>

”Stockholders in close corporations must discharge their management in stockholder responsibilities in conformity with *strict good faith standard* and may not act out of avarice, expediency or self-interest in derogation to their loyalty to other stockholders and to the corporation.”<sup>309</sup>

Massachusettsin osavaltion myöhemmässä oikeuskäytännössä fidusiaarivelvollisuuden ankaruutta on jossakin määrin lievennetty huomioimalla enemmistöosakkeenomistajille enemmistöperiaatteen nojalla kuuluva laillinen harkintavapaus yhtiön liiketoiminnan toteuttamisessa ja hyväksymällä fidusiaarisen velvollisuuden punnitsemisen osakkeenomistajille kuuluvaa itsekkyyttä (*selfish ownership rights*<sup>310</sup>) vastaan.<sup>311</sup> Tapauksessa *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.* otettiin käyttöön niin sanottu ”*legitimate business purpose*” -testi, jonka mukaan määräävän osakkeenomistajan on osoitettava toimenpiteelle hyväksyttävä liiketaloudellinen peruste; toisaalta vähemmistöllä on oikeus osoittaa, että sama tavoite olisi ollut saavutettavissa vähemmistölle vähemmän haitallisella tavalla.<sup>312</sup> Huolimatta doktriinin lähestymisestä tässä mielessä perinteiseen yhtiöoikeuskäytännön näkemys fidusiaarien velvollisuuksista huomioida yhtiön etu, poikkeaa korostuneen lojaliteetin doktriini perinteisestä näkemyksestä kahdella keskeisellä tavalla: 1) fidusiaarivastuu ei rajoitu ainoastaan enemmistöosakkeenomistajiin vaan koskee kaikkia osakkeen-

---

<sup>308</sup> Siegel 2004 s. 443. Ks. analogisesta soveltamisesta myös mm. *Helms v. Duckworth*, 249 F.2d 482, s. 486–487. Ks. Nicholson 1992 s. 518–519 ja siellä käsitelty muu vastaava oikeuskäytäntö. Analogiasoveltamisen perustelujen osalta: ”--- “Because of the fundamental *resemblance* of the close corporation to the partnership, the trust and confidence which are essential to this scale and manner or enterprise, and the *inherent danger to minority interest* in the close corporation, we hold that stockholders in the close corporation *owe one another* substantially the same fiduciary duty in the operation of the enterprise that partners owe to one another.” *Donahue v. Rodd Electrotpe Co.*, s. 512, 592–593.

<sup>309</sup> *Donahue v. Rodd Electrotpe Co.*, s. 593. Oikeuskäytännössä ei ole juurikaan määritelty henkilöyhtiöiden yhtiömiesten fidusiaaristen velvollisuuksien tarkempaa sisältöä tai laajuutta muuten kuin määrittelemällä se normaalia yhtiöoikeudellista fidusiaarivelvollisuutta ankarammaksi. Ks. Siegel 2004 s. 445.

<sup>310</sup> *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, s. 851.

<sup>311</sup> Siegel 2004 s. 404; Nicholson 1992 s. 521–522.

<sup>312</sup> *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, s. 851; Siegel 2004 s. 404; Nicholson 1992 s. 521–522.

omistajia; 2) osakkeenomistajan fidusiaarivastuu koskee tämän kaikkea toimintaa ja siten myös toimia puhtaassa osakkeenomistajaominaisuudessa.<sup>313</sup>

Korostuneen fidusiaarivelvollisuuden oppi on levinnyt Massachusettsista muihinkin osavaltioihin, mutta sen aseman hallitsevuudesta ja *Donahue*-ratkaisun merkityksestä kiistellään oikeuskirjallisuudessa vielä tänä päivänä<sup>314</sup>. Keskustelun perusteella on mahdollista esittää näkemystä siitä, kuinka monessa osavaltiossa fidusiaarioppi on puhtaassa muodossaan hyväksytty osaksi close corporation -sääntelyä, mutta sen merkitystä ei voida siinä mielessä vähätellä, että korostetusta fidusiaarivastuusta on aiheuttanut huomattavia muutoksia close corporation -yhtiön osakkeenomistajien keskeisiin oikeuksiin ja velvollisuuksiin.<sup>315</sup> Doktriini on kohdannut huomattavasti kritiikkiä ja sitä vastustetaan tiukimmin Delawaren osavaltiossa, jonka tuomioistuimet ovat toistuvasti torjuneet ajatuksen siitä, että osakkeenomistajilla olisi yksityisissä pienyhtiöissä erityisiä velvollisuuksia ja ovat sen sijaan soveltaneet näihin yhtiöihin normaaleja osakeyhtiöoikeudellisia fidusiaarisääntöjä<sup>316</sup>.

Delawaressa ja sen esimerkkiä noudattavissa osavaltioissa osakkeenomistajan fidusiaarivastuu close corporation -yhtiössä ei siten poikkea julkisesta tai muista yksityisistä osakeyhtiöistä; ainoastaan kontrolloivien osakkeenomistajien katsotaan olevan fidusiaariasemassa ja heidänkin fidusiaariset velvollisuutensa koskevat ainoastaan osakkeenomistajien yhtiöoikeudellista asemaa eikä toimimista osakkeenomistajaominaisuudessa, kuten ää-

---

<sup>313</sup> Siegel 2004 s. 404; *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, s. 593, footnote 17; Ribstein 2003 s. 43–44.

<sup>314</sup> Osassa Yhdysvaltalaisista yhtiöoikeuden kommentaareista ja oppikirjoista Massachusettsin oikeuskäytännön esitetään edustavan close corporation -oikeuden hallitsevaa doktriinia ja todetaan suurimman osan osavaltioista noudattavan korostuneen fidusiaarivelvollisuuden oppia. Oikeuskirjallisuudessa Massachusettsin säännön hallitseva asema on kuitenkin jyrkästikin kiistetty muun muassa sillä perusteella, että sitä tukevan oikeuskäytännön merkitystä on liioiteltu. Ks. kritiikistä tarkemmin Siegel 2004 s. 383–386, 455–475. Ks. eriyvästä näkemyksestä *Douglas K. Moll: Of Donahue and Fiduciary Duty: Much Ado About...?* *Western New England Law Review*, Forthcoming; U of Houston Law Center No. 1720955. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1720955>.

<sup>315</sup> Jotkin doktriinia soveltaneet tuomioistuimet ovat estäneet osakkeenomistajia myymästä osakkeitaan tai määränneet kontrolliosakkeenomistajat jakamaan kontrollipreemion vähemmistön kanssa. Ks. tarkemmin Siegel 2004 s. 419.

<sup>316</sup> Ks. esim. *Nixon* s. 1380–1380; Siegel 2004 s. 425–426. Vastustajien kritiikki on pääasiassa kohdistunut henkilöyhtiön fidusiaariopin analogiseen soveltamiseen osakeyhtiöihin sekä close corporation -yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien erityissuojantarpeeseen. Henkilöyhtiön yhtiömiesten keskinäiset fidusiaarivelvollisuudet ovat perusteltuja, koska yhtiömiehet ovat toistensa agentteja ja voivat yhtiön nimissä toimiessaan sitoa toisia yhtiömiehiä päätöksisiinsä. Yhtiömiehet ovat myös yhteisvastuussa yhtiön velvoitteista. Sen sijaan analogiaa ei tulisi soveltaa close corporation -yhtiöihin, joiden osalta ylipäätään ei voida olettaa kaikkien osakkeenomistajien edes haluavan toimia aktiivisesti. Suojan tarpeen korostamista pienyhtiöissä on kritisoitu, koska osa pienyhtiöidenkin osakkeenomistajista voi olla tavoittelemassa ainoastaan maksimaalista tuottoa sijoitukselleen, jolloin suojan tarve ei eroa julkisesta yhtiöstä. Ks. Nicholson 1992 s. 530–531.

nestämistä yhtiökokouksessa. Fidusiaarivelvollisuus määrittyy business judgment -säännön ja *entire fairness* -testin kautta ja sen edellytetään kohdistuvan ensi sijassa yhtiöön, eikä yksittäisiin osakkeenomistajiin.<sup>317</sup>

Korostuneen fidusiaariopin ohella suurimmassa osassa Yhdysvaltojen osavaltioita, ei kuitenkaan Delawaressa, close corporation -yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien suojaksi on säädetty kontrolliosakkeenomistajan vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvasta osakeyhtiön purkamisesta.<sup>318</sup> Yhtiön purkaminen voi tulla kysymykseen, kun määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan on todettu sortaneen vähemmistöä (*”oppression”*).<sup>319</sup> *Op-pression*-käsitteen sisältö on useimmissa osavaltiotason säädöksissä jätetty täsmentämättä, minkä johdosta se on saanut oikeuskäytännössä vaihtelevia merkityksiä kuten yleisesti loukkaavaa käytös, toistuva fidusiaaristen velvoitteiden rikkominen ja myös osakkeenomistajien perusteltujen odotusten loukkaaminen.<sup>320</sup> Perusteltujen odotusten doktriinia on kritisoitu laajasti ennen muuta sen johdosta, että sen katsotaan mahdollistavan vähemmistölle liian laajan ja subjektiivisiin näkemyksiin perustuvan oikeussuojan hakemisen.<sup>321</sup> Useimmissa osavaltioissa vähemmistön perustelluille odotuksille ei annetakaan merkitystä, vaan arviointi keskittyy kontrolliosakkeenomistajan käytökseen.<sup>322</sup>

---

<sup>317</sup> Siegel 2004 s. 427 alav. 152, 433.

<sup>318</sup> Kraakman et al. 2004 s. 123–124. Ks. Siegel 2004 s. 393, jonka mukaan vuonna 2004 purkamissääntely tai muu vastaava oikeussuoja oli käytössä 37 osavaltiossa. DGCL tit. 8 § 355 mahdollistaa osakkeenomistajien keskinäisen sopimisen tällaisen erityisen osakkeenomistajan purkamisoikeutta koskevan ehdon ottamisesta osaksi yhtiösopimusta joko close corporation -yhtiön perustamisvaiheessa tai myöhemmin yhtiön toiminnan aikana.

<sup>319</sup> Tosi asiassa purkaminen on harvinaista ja sen sijasta tuomioistuimet saattavat tarjota tilanteeseen muita vaihtoehtoja kuten vähemmistöosakkaiden lunastamista. Tämän seurauksena vähemmistöllä on close corporation -yhtiössä usein myyntioptio: he voivat joko myydä osakkeensa kontrolliomistajalle tai päättää jatkaa osakkeenomistajina yhtiössä. Ks. Kraakman et al. 2004 s. 124.

<sup>320</sup> Esimerkiksi Michiganissa *”willfully unfair and oppressive conduct”* on määritelty jatkuvaksi käyttäytymistavaksi tai huomattavaksi toimeksi tai sarjaksi toimia, jotka olennaisesti estävät osakkeenomistajia saamasta heille osakkeenomistajaominaisuudessaan kuuluvia etuja. Siegel 2004 s. 393–395 ml. alaviitteet.

<sup>321</sup> Doktriinin soveltamisen on arvioitu lisäävän oikeusjärjestelmän epävarmuutta ja oikeudenkäyntien määrää. Perusteltujen odotusten suojaamisen katsotaan olevan ristiriidassa *business judgment rulen* ja *employment-at-will*-doktriinin, joka mahdollistaa vähemmistöosakkaan työsuhteen päättämisen, kanssa. Siegel 2004 s. 395–398. Ks. Suomen osalta Vahtera 2011 s. 340, jonka mukaan OYL 23 luvun vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvaa lunastusvelvollisuutta ja yhtiön purkamista voi kritisoida siitä, että se pitää toteutuessaan sisällään liiketoiminnallisilta riskeiltä suojaavan elementin. Kuitenkin Vahtera katsoo muun muassa vähemmistöosakkeenomistajan perusteltujen odotusten loukkaamisen perusteeksi antaa osakkeenomistajalle erityinen exit-oikeus myös liiketoimintariskien osalta.

<sup>322</sup> Siegel 2004 s. 397.

## 4.2 Lojaliteetin ilmentymiä Yhdistyneessä kuningaskunnassa

### 4.2.1 Määräysvaltaosakkeenomistaja varjojohtajana

Yhdistyneen kuningaskunnan oikeuden mukaan osakkeenomistajilla ei ole toisiaan tai yhtiötä kohtaan mitään (fidusiaarisia) velvollisuuksia<sup>323</sup>. Englannissa ei siten, toisin kuin Yhdysvalloissa, ole muodostunut minkäänlaista yleistä doktriinia tällaisten velvollisuuksien olemassaolosta edes tietyissä tilanteissa.<sup>324</sup> Englannissa kontrollivaltaa käyttävät osakkeenomistajat toimivat usein samalla myös yhtiön johtajina; tällöinkään osakkeenomistajan vallankäyttöä (äänioikeuden käyttämistä) ei rajoita hänellä yhtiön johtajana oleva fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus. On tosin esitetty, että käytännössä osakkeenomistajilla olisi toisiaan kohtaan velvollisuus huolehtia yhtiön johdon valvonnasta.<sup>325</sup>

Yhdistyneessä kuningaskunnassa yhtiön hallinto rakentuu yksiportaiselle järjestelmälle. Lähtökohtaisesti yhtiön liiketoimintaa hoitavat ja yhtiötä edustavat sen hallituksen muodostavat johtajat (*directors*), joita on CA 154 §:n mukaan oltava yksityisessä yhtiössä vähintään yksi ja julkisessa osakeyhtiössä vähintään kaksi. Koska osakkeenomistajien on kuitenkin mahdollista sopia hallituksen vallankäytöstä varsin vapaasti sekä delegoida päätösvaltaa hallituksen ulkopuolelle, yhtiön johdon velvollisuuksia koskevia säännöksiä (CA 171–177) sovelletaan hallitukseen varsinaisesti nimettyjen jäsenten ohella kaikkiin niihin henkilöihin, joiden katsotaan tosi asiassa käyttävän (pätös)valtaa osakeyhtiössä.<sup>326</sup>

Yhtiön johdolle kuuluvaa fidusiaarista lojaliteettivelvollisuutta ja muitakin yhtiön johdon velvollisuuksia on mahdollista soveltaa suoraan kontrolloivaan osakkeenomistajaan tämän toimiessa niin sanottuna varjojohtajana (*shadow director*). Säädännäisen varjojohtajan käsitteellä on tavoiteltu yhtiön johdolle laissa asetettujen velvollisuuksien ulottamista koskemaan tahoja, jotka kontrolloivat yhtiön johtoa. Varjojohtajalla tarkoitetaan

---

<sup>323</sup> *Kuwait Asia Bank E.C. v National Mutual Life Nominees Ltd.* [1991] 1 AC 187, Privy Council (New Zealand), s. 217.

<sup>324</sup> Määräysvaltaosakkeenomistajan ei katsota rikkovan mitään yleistä velvollisuutta esimerkiksi kilpaillessaan omistamansa yhtiön kanssa tai käyttäessään hyväksi yhtiön liiketoimintamahdollisuuksia. Mäntysaari 2005 s. 202.

<sup>325</sup> Ferran 1999 s. 247–248. Tällainen pohdinta koskee lähinnä kontrollivaltaa käyttäviä institutionaalisia sijoittajia, joita on kritisoitu passiivisesta äänestyskäyttäytymisestä ja corporate governanceen vaikuttamisesta.

<sup>326</sup> Ferran 1999 s. 115. Yhtiön johtohenkilön määritelmä (CA 250) kattaakin niin hallitukseen nimetyt varsinaiset johtajat (*executive directors*), itsenäiset *non-executive*-johtajat eli johtajat, joilla ei ole liityntää yhtiön päivittäishallintoon, kuin *de facto*-johtajatkin eli hallitukseen nimeämättömät, mutta tosiasiallisesti yhtiön johdossa olevat henkilöt. Sheikh 2008 s. 357. Ks. CA § 250, jonka mukaan ‘director’ ‘includes any person occupying the position of director, by whatever name called’.

henkilöä, joka ei itse aktiivisesti osallistu yhtiön johtoon, mutta joka vaikuttaa taustalla ohjaten yhtiön johtajia: ”means a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act.”<sup>327</sup> Satunnainen varjojohtajan neuvojen noudattaminen ei ole riittävää vaan edellytyksenä on, että koko hallitus tai ainakin suurin osa sen jäsenistä toimii säännöllisesti varjojohtajan ohjeistusten ja neuvonannon perusteella.<sup>328</sup>

Englannissa osakeyhtiön johdon fidusiarisen lojaliteettivelvollisuuden sisältönä on velvollisuus toimia hyvässä uskossa yhtiön edun ja samalla sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti.<sup>329</sup> Johtajan fidusiarinen lojaliteettivelvollisuus pitää sisällään erilaisia lojaliteetin ilmentymiä kuten velvollisuuden toimia hyvässä uskossa, velvollisuuden toimia ainoastaan niiden varsinaisten tarkoitusten, joiden edistämiseen johtajan valtuudet on annettu, mukaisesti, velvollisuuden olla asettamasta itseään asemaan, jossa johtajan henkilökohtaiset intressit ovat ristiriidassa hänellä yhtiötä kohtaan olevien velvollisuuksien kanssa, velvollisuuden olla hyötymättä asemastaan sekä velvollisuuden olla sitomatta omaa harkintavaltaansa sen suhteen, miten hän tulee vastaisuudessa toimimaan.<sup>330</sup>

Yhtiön johtajille asetetun fidusiarisen lojaliteettivelvollisuuden soveltuminen varjojohtajaan on oikeuskäytännön perusteella jokseenkin epäselvää, mutta yleisesti ottaen katsotaan, että soveltaminen on tapauskohtaisesti mahdollista.<sup>331</sup> Varjojohtaja voi *ensinnäkin* olla yhtiötä kohtaan fidusiarivastuussa silloin kun hänen katsotaan hallinnoivan toiselle kuuluvaa omaisuutta, jolloin tuomioistuin tuomitsee *equity*-oikeuteen<sup>332</sup> perustuvan kon-

---

<sup>327</sup> CA § 251. Huomattavaa on, ettei henkilöä CA 251 (2) §:n mukaan pidetä varjojohtajana yksinomaan sen perusteella, että johtajat ryhtyvät toimenpiteeseen henkilön ammatillisessa asemassa antaman neuvon perusteella.

<sup>328</sup> Ferran 1999 s. 155–156.

<sup>329</sup> Andenas & Wooldridge 2009 s. 271.

<sup>330</sup> Ks. esim. Sheikh 2008 s. 372–382.

<sup>331</sup> Davies 2003 s. 379; Ferran 1999 s. 156.

<sup>332</sup> *Equity*-oikeudessa on kyse Englannista lähtöisin olevasta kontinentaalille oikeusjärjestelmille vieraasta oikeuslähdekokonaisuudesta, joka pitää sisällään kohtuuteen ja oikeudenmukaisuuteen perustuvia oppeja. *Equity*stä muodostui 1400-luvulla common law -oikeuslähdettä korjaava, täydentävä ja sen rinnalla toimiva kohtuusjärjestelmä, jonka avulla voitiin puuttua Englannin kuninkaallisissa tuomioistuimissa sovellettavien kankeiden kannekaavojen aiheuttamiin prosessuaalisiin oikeudenmukaisuusongelmiin. *Equity*ä ja common law’ta on 1800-luvun lopulta lähtien sovellettu samoissa tuomioistuimissa ja samoissa prosesseissa, mikä on aiheuttanut keskustelua näiden oikeuslähdeopillisesta erosta. Osa katsoo *equity*n olevan edelleen oma oikeuslähteensä tunnusomaisine velvollisuuksineen ja oikeussuojakeinoineen. Joidenkin näkemysten mukaan tuomioistuinten toimivallan yhdistäminen olisi poistanut *equity*ä juridisena pitäviltä argumenteilta perustan ja tuomioistuimilla olisi jälleen oikeus tuomita puhtaasti ”kohtuuden ja omantunnon mukaan” (*a new equity*). Nimenomaan fidusiarioikeudessa oikeuslähteet sekoittuvat ja saman oikeusriidan ratkaisemiseksi on sovellettava kumpaankin lähteistöön kuuluvia normeja. Ks. Mikkola 2006 s. 16–20.

struktiivisen trustin. Konstruktiivinen trust on harkinnanvarainen vääryyttä korjaava oikeussuojakeino: tuomioistuin voi tietyissä olosuhteissa katsoa trustin syntyneeksi, mikäli joku henkilö on saamassa perusteettoman etuuden. Konstruktiivisen trustin tuomitseminen edellyttää, että fidusiaarin hallinnassa on tai on ollut tiettyä omaisuutta, joka on päättynyt hänelle velvollisuuksien rikkomisen seurauksena.<sup>333</sup> Toiseksi lojaliteetin soveltaminen on mahdollista osapuolten välisen suhteen erityisten luottamuksellisten piirteiden johdosta. Varjojohtajaan, joka ainoastaan harjoittaa epäsuoraa vaikutusvaltaa, eikä ole tekemisissä yhtiön varojen kanssa, ei yleensä voida soveltaa lojaliteettivelvollisuutta etenäkään silloin, kun johtaja on toiminut itsenäisesti omassa intressissään eli antanut yhtiön varsinaiselle johdolle mahdollisesti yhtiön edulle haitallisia mutta itselleen edullisia neuvoja.<sup>334</sup>

Equity-oikeuteen perustuvan fidusiaarisen lojaliteettivelvollisuuden lisäksi johtajia koskevat lukuisat lakisääteiset velvollisuudet (*statutory duties*, CA § 171–177<sup>335</sup>), jotka on johdettu perustavanlaatuisesta lojaliteetin vaatimuksesta.<sup>336</sup> CA 170 (5) §:n mukaan nämä lakisääteiset velvollisuudet soveltuvat myös varjojohtajaan, mikäli ja siinä määrin, kuin velvollisuuksien taustalla olevat common law - tai equity-periaatteet soveltuisivat varjojohtajaan. Tällä tarkoitetaan sitä, että tietyn common law - tai equity-oikeuden periaatteen soveltuessa varjojohtajaan, tällaisen periaatteen korvaavaa lakisääteistä velvollisuutta sovelletaan niin ikään varjojohtajaan ja milloin oikeuskäytännössä kehittynyt periaate ei ole sovellettavissa varjojohtajaan, laissa säädettyä velvollisuuttakaan ei sovelleta<sup>337</sup>.

#### 4.2.2 Äänivallan käytön rajoittaminen

Osakkeeseen liittyvää äänioikeutta pidetään omistusoikeutena (*property right*), jota osakkeenomistajalla on lähtökohtaisesti oikeus käyttää haluamallaan tavalla edistääkseen henkilökohtaisia intressejään, vaikka ne olisivat yhtiön tai muiden osakkeenomistajien edun

---

<sup>333</sup> Mikkola 2006 s. 16, 54–57. Ks. esimerkiksi *Yukong Line Ltd. v. Rendsburg Investments Corporation of Liberia* [1998] 1 W.L.R. 294, jossa yhtiön varoja hallussaan pitäneellä varjojohtajalla selvästi katsottiin olleen fidusiaarinen velvollisuus yhtiötä kohtaan.

<sup>334</sup> Hannigan et al. 2007 s. 29.

<sup>335</sup> Ks. CA 171 Duty to act within powers, CA 172 Duty to promote success of the company, CA 173 Duty to exercise independent judgment, CA 174 Duty to exercise reasonable care, skill and diligence, CA 175 Duty to avoid conflicts of interest, CA 176 Duty no to accept benefits from third parties sekä CA 177 Duty to declare interest in proposed transaction or arrangement.

<sup>336</sup> Ferran 1999 s. 156.

<sup>337</sup> Explanatory notes s. 47–48. CA 170 (5) §:n soveltaminen edellyttää siten monimutkaisen kaksivaiheisen selvityksen tekemistä. Ks. Hannigan et al. 2007 s. 29.



vastaisia<sup>338</sup>. Osakkeenomistajalla ei voida oikeuskäytännössä toisinaan esitetystä hyvän uskon vaatimuksista<sup>339</sup> huolimatta katsoa olevan äänioikeuden käytön osalta yhtiön johtajiin verrattavaa fidusiaarista lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä tai toisia osakkeenomistajia kohtaan. Koska osakkeenomistajan ei Yhdistyneessä kuningaskunnassa ylipäätään katsota olevan *trusteen* tai *fidusiaarin* asemassa, hänen ei johtajien tavoin tarvitse äänestäessään huomioida yhtiön tai osakkeenomistajien yhteistä etua.<sup>340</sup>

“When a shareholder is voting for or against a particular resolution he is voting as a person owing no fiduciary duty to the company and who is exercising his own right of property, to vote as he thinks fit.”<sup>341</sup>

Tämä ei tarkoita kuitenkaan sitä, että osakkeenomistajan äänioikeuden käyttäminen olisi täysin rajoittamatonta, vaan äänioikeuden käytölle ja siten yhtiön kontrollivallalle on enemmistöperiaatteen vastapainoksi Yhdistyneen kuningaskunnan common law -oikeudessa asetettu joitakin rajoituksia<sup>342</sup>. Enemmistöpäätöksentekoon on nimittäin mahdollista puuttua (1) mikäli kontrolliosakkeenomistaja ei ole toiminut hyvässä uskossa yhtiön edun edistämiseksi sekä (2) mikäli enemmistö on enemmistöpäätöksen nojalla saanut etuuksia, joihin vähemmistöllä ei ole ollut oikeutta.<sup>343</sup> Määräysvaltaosakkeenomistajan äänioikeuden käyttäminen on oikeuskäytännössä ollut arvioinnin kohteena ensinnäkin tilanteissa, joissa tyypillisesti yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevaa yhtiökokouspäätöstä vaaditaan muutettavaksi tai korjattavaksi<sup>344</sup> ja toiseksi tilanteissa, joissa on kyse johtajan velvollisuuksien rikkomisen vahvistamisesta yhtiökokouksessa.

#### 4.2.2.1 *Bona fide for the benefit of the company*

CA 18 §:n mukaan osakeyhtiöllä on oltava yhtiöjärjestys, jolle ei ole kuitenkaan määritetty pakollista sisältöä laissa edes olettamasaännöksillä, vaan osakeyhtiöt voivat laatia

---

<sup>338</sup> Ks. *Pender v. Lushington*, s. 81.

<sup>339</sup> Oikeuskäytännössä on esitetty näkemyksiä siitä, että osakkeenomistajalla olisi yleinen velvollisuus käyttää äänioikeuttaan hyvässä uskossa yhtiön edun edistämiseksi. Ensimmäisen kerran periaate ilmaistiin tapauksessa *Allen v. Gold Reefs of West Africa, Ltd.*, s. 671: ”the power conferred by it must, like all other powers, be exercised subject to those general principles of law and equity which are applicable to all powers conferred on majorities and enabling them to bind minorities. It must be exercised, not only in the manner required by law, but also bona fide for the benefit of the company as a whole, and it must not be exceeded.” Lainsäädäntö ja oikeuskäytäntö eivät kuitenkaan tue tällaista universaalia, johtajien fidusiaarivelvollisuuksiin rinnastettavaa periaatetta. Davies 2003 s. 486.

<sup>340</sup> Davies 2003 s. 486–487; Sheikh 2008 s. 226. Ks. *Peter’s American Delicacy Company Ltd.*, s. 482.

<sup>341</sup> *Northern Counties Securities Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd.*, [1974] 1 W.L.R. 1133 s. 1144. Sama periaate koskee johtaja-omistajaa tämän äänestäessä osakkeenomistajaominaisuudessaan. Mäntysaari 2005 s. 229.

<sup>342</sup> Davies 2003 s. 487.

<sup>343</sup> *Hollington* 1990 s. 8.

<sup>344</sup> Ks. *Dine* 1991 s. 242.

yhtiöjärjestyksensä itsenäisesti tai käyttää halutessaan lain tarjoamia malliyhtiöjärjestyksiä. Brittiläisen yhtiöoikeuden erityispiirteenä verrattuna esimerkiksi USA:n yhtiölainsäädäntöön onkin yhtiön sisäisistä asioista sopimisen jättäminen merkittävässä määrin osakkeenomistajien tahdonvaltaisuuden varaan.<sup>345</sup> Yhtiöjärjestys muodostaa osakeyhtiön sääntöperustan (*the constitution*) ja sillä on Englannissa korostunut merkitys yhtiön sisäisten suhteiden sääntelyinstrumenttina.<sup>346</sup> Yhtiöjärjestyksen katsotaankin muodostavan osakkeenomistajien välille sopimukseen rinnastettavan suhteen; kuitenkin yhtiöjärjestys eroaa tavallisesta sopimuksesta monessa suhteessa ja erityisesti siltä osin, että sen muuttaminen on mahdollista ilman kaikkien osakkeenomistajien suostumusta.<sup>347</sup>

Yhtiöjärjestystä on CA 21 §:n mukaan mahdollista muuttaa yhtiökokouksessa niin kutsutulla erityispäätöksellä (*special resolution*), joka edellyttää 75 prosentin äänienemmistöä.<sup>348</sup> Koska osakkeenomistajien oikeuksiin keskeisellä tavalla vaikuttavan *yhtiösopimuksen* sisällön sitova muuttaminen voi näin keskittyä muutamille määrääville osakkeenomistajille, on tätä kontrollivaltaa pyritty rajoittamaan<sup>349</sup> common law -oikeuskäytännössä 1900-luvun alusta alkaen kehittyneellä doktriinilla, jonka mukaan yhtiöjärjestyksen muutos on pätevä ainoastaan, kun päätöksen syntymisen perustana olevaa äänivaltaa yhtiökokouksessa on käytetty ”not only in the manner required by law, but also *bona fide for the benefit of the company as a whole*”.<sup>350</sup> Määräysvaltaosakkeenomistajan tulisi opin mukaan käyttää äänioikeuttaan hyvässä uskossa yhtiön kaikkien osakkeenomistajien kannalta paras ratkaisu huomioiden silloin kun äänestys koskee yhtiöjärjestyksen muuttamista. Kontrolliosakkeenomistajan asema rinnastuisi tällaisessa tilanteessa täysin yhtiön johtoon, sillä johtajille asetetun fidusiaarisen lojaliteetin ytimenä pidetään edelläkin kuvatulla tavalla johtajien velvollisuutta käyttää asemansa tuomaa valtaa ”*bona fide in the interests of the company*” sekä ”*not for any collateral purpose*”<sup>351</sup>.

---

<sup>345</sup> Helminen 2006 s. 35–37; Davies 2003 s. 54–55.

<sup>346</sup> Dine 1991 s. 47–48.

<sup>347</sup> Davies 2003 s. 58–62; Hollington 1990 s. 97. Ks. CA § 33 (1), jonka mukaan osakeyhtiön säännöt (*constitution*) sitovat yhtiötä ja kaikkia osakkeenomistajia ”to the same extent as if there were covenants on the part of the company and each member to observe those provisions”. Osakkeenomistajan yhtiön sääntöjen nojalla yhtiölle suorittama rahasumma on lisäksi CA 33 (2) §:n mukaan osakkeenomistajan velkaa yhtiölle.

<sup>348</sup> Helminen 2006 s. 45.

<sup>349</sup> Ks. Judge Dixon CJ tapauksessa *Peter’s American Delicacy Company Ltd.*, s. 511: ”Mikäli valtaa yhtiöjärjestyksen muuttamiseen ei lainkaan rajoitettaisi, riittävää äänimäärää hallitsevan osakkeenomistajan olisi mahdollista muovata yhtiön sääntöjä siten, että yhtiön toimintoja tai omaisuutta käytettäisiin tuota osakkeenomistajaa hyödyttävässä tarkoituksessa.”

<sup>350</sup> *Allen v. Gold Reefs of West Africa Ltd.*, s. 671; Dine 1999 s. 53–54, 242.

<sup>351</sup> Mäntysaari 2005 s. 185.

Yhtiön kokonaisedulla viitataan kaikkien osakkeenomistajien yhteiseen etuun.<sup>352</sup> Kuitenkin osassa oikeustapauksia kontrolliosakkeenomistajan *bona fide* -velvollisuus on tämentynyt koskemaan kaikkien osakkeenomistajien kollektiivin sijasta *saman osakelajin* osakkeenomistajien etua, mikä korostaa osakkeenomistajien yhtiön johtajista poikkeavaa asemaa, sillä yhtiön johdon on toiminnassaan edistettävä koko yhtiön etua, vaikka heidät olisi valittu tehtävänsä tietyn osakelajin osakkeenomistajien toimesta.<sup>353</sup> Testin soveltaminen käytännössä on osoittautunut hankalaksi, koska yhtiöjärjestyksen muutostilanteissa osakkeenomistajien edut ovat tyypillisesti ristiriidassa keskenään ja mahdollisesti vasta tulevaisuudessa realisoituvan yhtiölle tulevan edun arvioiminen *ex ante* on vaikeaa. Tuomioistuimet ovatkin pääsääntöisesti jättäneet yhtiön sisäisistä asioista päättämisen, kuten yhtiön edun arvioinnin, osakkeenomistajille<sup>354</sup> ja soveltaneet testiä harkiten ainoastaan kaikkein äärimmäisiin tilanteisiin eli lähinnä silloin, kun yhtiöjärjestyksen muutospäätösten on katsottu selkeän epäoikeudenmukaisuutensa johdosta osoittavan määräysvaltaosakkeenomistajien käytöksen vilpillisyyttä siinä määrin, että ”no reasonable men could really consider it for the benefit of the company...”<sup>355</sup>

Bona fide for the benefit of the company -doktriinia on kritisoitu laajasti vanhanaikaisuutensa ja epämääräisyytensä johdosta<sup>356</sup>. Opin katsotaan olevan lähtökohdiltaan yhtiöoikeudelle vieras eikä se perustukaan säädettyyn yhtiöoikeuteen, vaan on oikeuskäytännössä johdettu osaksi osakeyhtiöoikeutta henkilöyhtiöoikeudesta.<sup>357</sup> Käytännössä osakkeenomistajan velvollisuus äänestää vilpittömässä mielessä yhtiön edun mukaisesti on menettänyt merkitystään yhtiölainsäädännön sittemmin kehityttyä ja vähemmistöosakkeenomistajien suojan parannettua erityisesti CA 994 §:n mukaisen unfair prejudice -

---

<sup>352</sup> *Greenhalgh v. Arderne Cinemas*, s. 291. Ks. *Peter's American Delicacy Company Ltd.*, s. 471.

<sup>353</sup> Davies 2003 s. 492–493 alaviitteet mukaan lukien. Oikeuskäytännössä muodostuneen periaatteen mukaan eri osakelajien osakkeita omistava osakkeenomistaja ei voi osakelajiaanestyksessä äänestää tietyn osakelajin osakeomistuksellaan ensisijaisesti toisen osakelajin edun mukaisesti. Ks. Dine 1991 s. 242–243.

<sup>354</sup> Tapauksessa *Shuttleworth v. Cox Bros Ltd.* linjattiin, että yhtiön asioista päättäminen kuuluu osakkeenomistajille ja yhtiön johdolle, eikä tuomioistuimille ja näin ollen osakkeenomistajien asiana on määrittää, onko yhtiöjärjestyksestä muuttava erityispäätös yhtiön edun mukainen vai ei. Ks. *Shuttleworth v. Cox Bros Ltd.*, s. 19, 23. Yleisesti ottaen tuomioistuimet eivät Yhdistyneessä kuningaskunnassa puutu eikä niillä ole valtaa puuttua yhtiön sisäisiin asioihin ja yhtiön johtamiseen. Mäntysaari 2005 s. 234.

<sup>355</sup> “--In such cases the Court is, I think, entitled to treat the conduct of shareholders as it does the verdict of a jury, and to say that the alteration of a company's articles shall not stand--.” Ks. *Shuttleworth v. Cox Bros Ltd.*, s. 18; Dine 1991 s. 56–57.

<sup>356</sup> Doktriinin kehittyminen oikeuskäytännössä on ollut horjuvaa, kun tuomioistuimet ovat vältelleet yhtiön sisäisiin asioihin puuttumista, mutta kuitenkin kokeneet enemmistöperiaatteen riittämättömäksi suojaamaan vähemmistöosakkeenomistajia enemmistövallan opportunistilta. *Bona fide* -käsitteen sisältö on lisäksi saanut tuomioistuinikäytännössä poikkeavia merkityksiä. Ks. kritiikistä muun muassa Davies 2003 s. 487–494, Sheikh 2008 s. 225–227; *Peter's American Delicacy Co. Ltd.*

<sup>357</sup> Sheikh 2008 s. 225, 227; Helminen 2006 s. 47.

muutoksenhakukeinon säätämisen myötä<sup>358</sup>. Doktriinin mukaista hyvässä uskossa äänestämisen velvollisuutta ei Companies Act -uudistuksen yhteydessä ehdotetusta huolimatta ole kirjattu uuteen osakeyhtiölakiin, joten opin merkitys jatkossa jää oikeuskäytännön varaan.<sup>359</sup>

#### 4.2.2.2 *Fraud on the minority*

Tuomioistuimilla on vähemmistön suojaamiseksi oikeus poikkeuksellisesti puuttua osakeyhtiöiden sisäiseen päätöksentekoon silloin, kun määräysvaltaosakkeenomistajien toiminta on vähemmistöön nähden kohtuutonta. Puhutaan *fraud on the minority* -tilanteista eli vähemmistöä kohtaan vilpillisistä enemmistöpäätöksistä.<sup>360</sup> Opin mukaan tiettyjä yhtiökokouksessa tehtyjä enemmistöpäätöksiä ei hyväksytä niiden vilpillisyyden vuoksi; doktriinia on sovellettu erityisesti päätöksiin, joissa on kyse yhtiön johdon fidusiarivelvollisuuksien rikkomiseen liittyvästä vastuusta vapauttamisesta.

Fidusiaarioikeudessa yleisesti tunnetun periaatteen mukaan päämies voi vapauttaa fidusiarin tämän laillisista velvollisuuksista paitsi etukäteen myös takautuvasti antamalla fidusiarivelvollisuuden rikkomisen anteeksi. Yhtiöoikeuteen sovellettuna periaate tarkoittaa sitä, että osakkeenomistajat voivat yhtiökokouksessa tavallisella eli yksinkertaista enemmistöä edellyttävällä päätöksellä (*ordinary resolution*) vapauttaa yhtiön johdon näiden fidusiarivelvollisuuksien rikkomiseen liittyvästä vastuusta edellyttäen, että on kyse yhtiön toiminnasta *going concern* ja osakkeenomistajille on annettu tiedoksi yhtiökokouksessa kaikki ratkaisun tekemisen kannalta olennaiset seikat. Yhtiökokouspäätös paitisi vapauttaa johtohenkilön fidusiarivelvollisuuden rikkomisesta aiheutuvasta vastuusta, myös tekee muutoin haastekelpoisen liiketoimen yhtiötä sitovaksi.<sup>361</sup>

Periaatetta ei ole oikeuskäytännössä kuitenkaan tällaisenaan hyväksytty, vaan tuomioistuimet ovat asettaneet osakkeenomistajien päätösvallalle rajoituksen sen suhteen, mitä rikkomuksia on mahdollista antaa anteeksi ja aiheutuuko anteeksiantamisesta ”*fraud on the minority*”. Merkittävimpänä syynä rajoituksille on osakkeenomistajien fidusiarivelvollisuuksien puuttuminen: määräysvaltaosakkeenomistajien on mahdollista enemmistö-

---

<sup>358</sup> Ks. jäljempänä jakso 4.2.3.

<sup>359</sup> Davies 2003 s. 494.

<sup>360</sup> Hollington 1990 s. 27.

<sup>361</sup> Davies 2003 s. 437–438. Ks. CA § 239 koskien yhtiön johdon vastuunalaisten toimien vahvistamista, jonka (1) -kohdan mukaan vahvistaminen voi koskea johtajan tuottamuksellisia toimia, laiminlyöntejä sekä velvollisuuksien ja trust-aseman rikkomista suhteessa yhtiöön. Ks. *Bamford v. Bamford*, s. 238.

periaatteen nojalla hyväksyä yhtiökokouksessa vähemmistöosakkeenomistajia sitovasti näitä kohtaan kohtuuttomia ja vilpillisiä oikeustoimia.<sup>362</sup> Vilpillisten toimien hyväksymisen rajoittaminen tarkoittaa yhtäältä sitä, ettei johdon vilpillistä toimintaa ole mahdollista antaa anteeksi yhtiökokouksen päätöksellä, mutta toisaalta myös sitä, ettei määräysvaltaosakkeenomistaja voi käyttää valtaansa *yhtiön edun* vastaisten toimien hyväksymiseen. Tällaisen määräysvallan käytön itsessään tulkitaan olevan vilpillistä vähemmistöä kohtaan, mistä syytä se ei sido yhtiötä<sup>363</sup>.

Tyypillisin oikeuskäytännössä syntynyt formulointi kontrolliosakkeenomistajan kiellelystä vilpistä vähemmistöä kohtaan on pyrkimys enemmistöpäätöksen nojalla suoraan tai epäsuorasti hyväksikäyttää yhtiön omaisuutta tai hankkia itselleen epäoikeudettomia etuja. *Fraud on minority* -doktriinin klassinen esimerkki on tapaus *Cook v. Deeks*<sup>364</sup>, jossa yhtiön osakkeiden enemmistön omistaneet johtajat olivat siirtäneet itselleen sopimuksia, jotka heidän olisi tullut tehdä yhtiön nimissä, ja joista saatujen etujen tuomioistuimien katsoi olevan yhtiön omaisuutta. Osake-enemmistöä hallussaan pitäneet johtajat olivat siten antaneet itselleen ”lahjan” vähemmistön kustannuksella. Toimet vahvistaneen enemmistön yhtiökokouspäätöksen katsottiin olleen vähemmistöä kohtaan vilpillinen, kun määräysvaltaosakkeenomistajat olivat laiminlyöneet yhtiön edun valvomisen toimet hyväksyessään.<sup>365</sup> Samoin tapauksessa *Menier v. Hooper’s Telegraph Works*<sup>366</sup> määräysvaltaosakkeenomistajien katsottiin kontrolliasemaansa hyödyntäen järjestelleen yhtiön asioita harmitusti saavuttaakseen tiettyjä etuja: ”--the majority have put something into their pockets at the expense of the minority”<sup>367</sup>.

---

<sup>362</sup> Dine 1991 s. 189; Davies 2003 s. 438; Mäntysaari 2005 s. 134.

<sup>363</sup> *Fraud on minority* -tilanteessa vahingonkärsijän ei itse asiassa tarvitse välttämättä olla vähemmistö, vaan vilpillisestä toiminnasta voi usein aiheutua vahinkoa nimenomaan yhtiölle.

<sup>364</sup> [1916] 1 A. C. 554, Privy Council (Canada).

<sup>365</sup> Davies 2003 s. 439.

<sup>366</sup> [1873-74] L.R. 9 Ch App. 350.

<sup>367</sup> Sir W.M. James L.J. tapauksessa *Menier v. Hooper’s Telegraph Works* [1873-74] L.R. 9 Ch App. 350 s. 353; Dine 1991 s. 225. Vrt. *Regal (Hastings) Ltd. v. Gulliver* [1942] 1 All E.R. 378, jossa johtajina toimineiden määräysvaltaosakkeenomistajien katsottiin vapautuvan fidusiaarivelvollisuuden rikkomisen vastuusta sen vuoksi, etteivät he olleet saaneet toimistaan hyötymiään henkilökohtaisia etuja *yhtiön kustannuksella*. Daviesin mukaan ero on siinä, väärinkäyttääkö kontrolliomistaja yhtiön omaisuutta (tapauksessa *Cook v. Deeks* sopimuksia) vai hyötyykö omistaja ”satunnaisesti, vahingossa” liiketoimintamahdollisuudesta, joka olisi ollut yhtiön käytettävissä. Davies 2003 s. 439–440. Tapauksessa *Prudential Assurance Co. v. Newman Industries Ltd. (No. 2)* [1981] Ch. 257 vastuusta vapautuminen johtui siitä, etteivät vilpillisesti käyttäytyneet johtajat olleet saaneet lainkaan henkilökohtaista hyötyä. Tapauksia ja Daviesin argumentointia on kuitenkin syytä kritisoida sen johdosta, ettei väärinkäytökseltä tulisi edellyttää henkilökohtaisten etuuksien saamista, vaan riittävää on tarkastella yhtiölle (osakkeenomistajien kollektiiville) aiheutunutta (mitä tahansa) vahinkoa. Ks. Hollington 1990 s. 15.

Huolimatta siitä, että tuomioistuimet ovat olleet haluttomia muotoilemaan yleistä periaatetta kontrolliosakkeenomistajan äänioikeuden käytölle, tietyissä oikeustapauksissa on viitteitä siitä, ettei vilpilliseltä toiminnalta edellytetä henkilökohtaista hyötymistä. Tuomioistuimen väliintulo-oikeus onkin toisinaan perustettu *equity*-oikeuden mukaiseen doktriiniin ”fraud on power”<sup>368</sup>, jolloin käsitteellä ’fraud’ tarkoitetaan yleisesti kontrolliosakkeenomistajan *vallan väärinkäyttöä*, jolla on vähemmistön asemaan samanlainen vaikutus kuin yhtiön omaisuuden hyväksikäyttämällä.<sup>369</sup> Esimerkiksi tapauksessa *Estmanco v. G.L.C.* määräysvaltaosakkeenomistaja oli rikkonut hänen ja yhtiön välistä sopimusta, minkä johdosta yhtiön johto oli nostanut siviilikanteen osakkeenomistajaa vastaan. Määräysvaltaosakkeenomistaja sai aikaiseksi yhtiökokouspäätöksen, jolla johtoa ohjattiin luopumaan kanteesta ja jota johto myös noudatti. Vähemmistöosakkeenomistajan tämän johdosta jatkamassa oikeudenkäynnissä tuomioistuin katsoi määräysvaltaosakkeenomistajan aikaansaaman päätöksen olleen vähemmistöä kohtaan vilpillinen.<sup>370</sup>

CA 239 §:n mukaan johtajat voivat common law -doktriinista poiketen saada anteeksi tuottamukselliset toimensa, laiminlyöntiensä sekä velvollisuuksiensa ja trust-aseman rikkomisensa yhtiökokouksessa annettava erityispäätöksellä, vaikka he olisivat laiminlyöneet selvittää valtuuksilleen määrättyjen rajojen sisällön. Common law -oikeudessa kehittyneitä oppia kontrolliosakkeenomistajien vilpillisestä menettelystä vähemmistöä kohtaan ei ole yhtiön johdon toimien vahvistamista yhtiökokouspäätöksellä koskevalla CA 239 §:llä kuitenkaan syrjäytetty. CA 239 (7) §:n mukaan säännös ei vaikuta olemassa oleviin oikeusperiaatteisiin, joilla vahvistamiselle asetetaan lisäedellytyksiä eikä kehittyneihin sääntöihin niistä oikeustoimista, jotka eivät ole vahvistettavissa yhtiökokouksessa<sup>371</sup>. Common law -oikeudessa kehittyneellä fraud on minority -doktriinilla on siten edelleen merkitystä arvioitaessa osakkeenomistajien äänioikeuden käytön rajoja. Vähemmistösuojan merkittävänä parannuksena voidaan pitää sitä, että lainkohta ensimmäistä kertaa

---

<sup>368</sup> Hollington 1990 s. 27.

<sup>369</sup> Ks. *Estmanco (Kilner House) Ltd. v. G.L.C.*, s. 12. Ks. Hollington 1990 s. 16.

<sup>370</sup> *Estmanco (Kilner House) Ltd. v. G.L.C.* Tapaus on esimerkki fraud on minority -opin soveltamisesta muihinkin tilanteisiin kuin johtohenkilöiden virheiden vahvistamiseen.

<sup>371</sup> Ks. myös Hannigan et al. 2007 s. 63.

estää osakkaina olevia johtohenkilöitä sekä näihin yhdistyviä tahoja<sup>372</sup> äänestämästä heidän omien virheidensä anteeksiantoa koskevassa asiassa.<sup>373</sup>

#### 4.2.2.3 *Institutionaaliset sijoittajat*

Osakkeenomistajan lähtökohtaisesti vapaaseen äänioikeuden käyttämiseen liittyy oikeus olla omistuksensa suhteen täysin passiivinen: ”the shareholder may lock away his paid-up shares and go to sleep”<sup>374</sup>. Oikeus passiiviseen äänestyskäyttäytymiseen on kuitenkin ongelmallinen institutionaalisten sijoittajien kuten eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden kohdalla, joilla on sekä fidusiaarisia että lainsäädäntöön ja sopimuksiin perustuvia velvollisuuksia hallinnoida asiakkaidensa varallisuutta näiden intressien mukaisesti.<sup>375</sup> Institutionaalisten osakkeenomistajien osallistuminen portfolio-yhtiöidensä hallintoon on ollut Englannissa näiden asiakkaiden näkökulmasta liian vähäistä ja etenkin sijoittajien äänestyspassiivisuuteen on 1990-luvulta lähtien corporate governance -kenttää hallinneessa osakkeenomistaja-aktivismia koskevassa keskustelussa kohdistettu Britanniassa, jossa osakeyhtiön katsotaan tarvitsevan aktiivisia osakkeenomistajia, runsaasti kritiikkiä.<sup>376</sup>

Vaatimuksiin institutionaalisten sijoittajien aktivoitumisesta on Englannissa vastattu itesääntelyllä; sen sijaan institutionaalisille sijoittajille asetettaviin lakisääteisiin, pakollisiin äänestysvelvollisuuksiin on suhtauduttu kriittisesti.<sup>377</sup> Yleisen corporate governance -suosituksen ohella Englannissa on vuonna 2010 annettu erityinen hallinnointikoodi, jolla pyritään lisäämään institutionaalisten sijoittajien ja kohdeyhtiöiden välistä yhteistyötä ja tehostamaan hallinnointikeinojen käyttöä. *The UK Stewardship Code* velvoittaa institutionaalisia sijoittajia ”noudata tai selitä” -periaatteen puitteissa muun muassa valvomaan kohdeyhtiötään ja käymään niiden kanssa dialogia, puuttumaan tarvittaessa kohdeyhtiön

---

<sup>372</sup> Ks. määritelmä henkilöistä ja yhtiöistä, joiden katsotaan kuuluvan johtohenkilön lähipiiriin (*persons connected with a director*) CA 252 §:stä.

<sup>373</sup> Lakia valmisteltaessa ehdotuksena oli, että äänioikeus evättäisiin kaikilta sellaisilta osakkeenomistajilta, joilla on äänestettävässä asiassa suora tai epäsuora intressi. Tällaisen rajoituksen soveltamista käytännössä pidettiin kuitenkin hankalana, joten sitä ei otettu lopulliseen lakiin. Ks. Hannigan et al. 2007 s. 62–63.

<sup>374</sup> *Kuwait Asia Bank EC v National Mutual Life Nominees Ltd* [1991] 1 AC 187, Privy Council (New Zealand), s. 221.

<sup>375</sup> Ferran 1999 s. 247; Explanatory notes s. 252. Fidusiaarisuhde vallitsee etenkin eläkerahastojen trustien ja edunsaajien välillä, kun taas vakuutusyhtiöiden velvollisuudet sijoittajia kohtaan perustuvat etupäässä sopimuksiin. Ks. Davies 2003 s. 341. Juuri institutionaalisen osakeomistuksen kasvu on viime vuosikymmenten ajan ollut leimallista Englannin hajaantuneille arvopaperimarkkinoille – tänä päivänä nämä sijoittajat hallitsevat Lontoon pörssissä listattujen yhtiöiden osakkeiden valtaosaa. Rapakko 1990 s. 62–63.

<sup>376</sup> Huolimatta siitä, että institutionaaliset osakkeenomistajat tyypillisesti vaikuttavat yhtiön hallintoon muilla keinoin kuin yhtiökokouskäyttäytymisellä, on äänioikeus myös näille sijoittajille keskeinen kontrollointikeino. Ks. Explanatory notes s. 252; Davies 2003 s. 338–339.

<sup>377</sup> Tällaisia velvollisuuksia on poliittisten paineiden seurauksena asetettu Yhdysvalloissa eläkesäätiöille. Ferran 1999 s. 248–249.

toimintaan sijoituksen arvon suojelemiseksi ja parantamiseksi sekä ennen kaikkea julkistamaan äänestyskäyttäytymisensä.<sup>378</sup> Askel valtiosääntelyn suuntaan on otettu säätämällä uudessa osakeyhtiölaissa valtion *mahdollisuudesta* antaa sääntelyä, jolla institutionaaliset sijoittajat veloitetaan julkistamaan äänestyskäyttäytymisensä listayhtiöiden osalta (CA § 1277), mikäli itsesääntelyllä ei päästä riittäviin tuloksiin äänioikeuden käyttöasteen nostamiseksi ja tietojen julkistamiseksi.<sup>379</sup>

#### 4.2.3 Unfair prejudice -muutoksenhaku

Määräysvaltaosakkeenomistajan opportunistista vallankäyttöä erityisesti yksityisessä osakeyhtiössä rajoittaa merkittävästi CA 994 §:n mukainen lakisääteinen vähemmistön oikeussuojakeino kontrolliomistajan epäoikeudenmukaista vähemmistön vahingoittamista (*unfair prejudice*) vastaan<sup>380</sup>. Lainkohta antaa osakkeenomistajille hakemuksesta mahdollisuuden saada tuomioistuin puuttumaan yhtiön sisäiseen toimintaan, kuten yhtiökokouspäätöksiin, mikäli yhtiön asioita hoidetaan tavalla, josta aiheutuu osakkeenomistajille tai osalle heistä epäoikeutettua vahinkoa.<sup>381</sup> Ensisijaisesti yksityisiä yhtiöitä silmällä pitäen säädetyn unfair prejudice -muutoksenhakukeinon nojalla tuomioistuimella on laaja harkintavapaus tuomita tilanteen oikaisuksi mitä erilaisimpia oikeudenmukaiseksi katsomiaan ratkaisuja.<sup>382</sup>

*Unfair prejudice* -testin täytyminen edellyttää hakijalta näyttötaakkaa siitä, että osakkeenomistajien tai osan heistä *intressejä* on *epäoikeudenmukaisesti vahingoitettu*. Säännöksellä ensinnäkin suojataan osakkeenomistajien lakisääteisten oikeuksien lisäksi heidän intressejään yhtiössä osakkeenomistajina.<sup>383</sup> Suurimmassa osassa tapauksia ja yhtiöitä osakkeenomistajien yhtiöoikeudelliset intressit käyvät yksiselitteisesti ilmi yhtiöjärjestyk-

---

<sup>378</sup> Äänestämisen osalta sijoittajia suositellaan äänestämään kaikilla osakkeillaan harkitsevasti tukematta automaattisesti hallituksen kantaa äänestyksissä. Stewardship code s. 1, 4, 6–9.

<sup>379</sup> Hannigan et al. 2007 s. 152.

<sup>380</sup> Vastaava säännös oli Companies Act 1985 459 §:ssä.

<sup>381</sup> Aikaisemmin osakkeenomistajien suojakeinona toimi konkurssilainsäädäntöön pohjautuva mahdollisuus yhtiön asettamisesta selvitystilaan ”on the just and equitable ground”, jota kuitenkin sovellettiin toissijaisesti ja harvoin, eikä sen katsota antavan vähemmistölle riittävää suojaa, koska osakkeenomistajille yhtiön purussa jaettava varallisuus on usein vähäistä ja erityisesti pienissä osakeyhtiöissä osakkeiden ainoa ostaja saattaa olla valtaa väärinkäyttänyt enemmistöosakkeenomistaja. Sheikh 2008 s. 352–353; Mäntysaari 2005 s. 230.

<sup>382</sup> Sheikh 2008 s. 355. CA 996 (1) §:n mukaan tuomioistuin ”--may make such order as it thinks fit for giving relief in respect of the matters complained of”. Ks. tuomioistuimella olevista vaihtoehdoista CA 996 (2) § sekä Davies 2003 s. 525.

<sup>383</sup> Kyse on nimenomaan osakkeenomistaja-asemaan liittyvistä intresseistä, eikä säännös anna suojaa henkilön muille intresseille. Hollington 1990 s. 56–57.



sestä ja osakeyhtiölaista.<sup>384</sup> Koska säännöksen käsittämien väärinkäytösten katsotaan tyyppillisimmin ilmenevän pienissä ”*quasi-partnership*”-osakeyhtiöissä<sup>385</sup>, joissa osakkeenomistajien keskinäisen luottamuksellisen suhteen sisällön ei voida katsoa täydellisesti määräytyvän yhtiöjärjestyksen nojalla, on oikeuskäytännössä osakkeenomistajilla olevia yhtiöoikeudellisia intressejä tulkittu laajasti käsittämään osakkeenomistajan yhtiösuhteesseen perustuvia *perusteltuja* odotuksia<sup>386</sup>. Näillä on suurimmassa osassa tapauksia tarkoitettu hyvin pienten yksityisten yhtiöiden osakkeenomistajilla olevia odotuksia saada toimia yhtiön johdossa, jolloin henkilöiden erottamisen on tietyissä tilanteissa katsottu epäoikeutetusti vahingoittaneen erotettujen osakkaiden perusteltuja intressejä.<sup>387</sup> Oikeussuojan hakeminen CA 994 §:n nojalla muiden kuin osakkeenomistajan lakiin ja yhtiöjärjestykseen perustuvien laillisten odotusten osalta on periaatteessa mahdollista julkisissakin yhtiöissä, mutta tällaisten kanteiden menestyminen on epätodennäköistä.<sup>388</sup>

Säännöksen alaisten osakkeenomistajien vahingoittamistapojen ala on hyvin laaja käsittäen kattavasti yhtiötä kontrolloivien tahojen toimet heidän toimiessaan sekä yhtiön johdossa että käyttäessään osakkeenomistajille kuuluvaa valtaa. Väitetyn vahingonaiheuttamisen on koskettava yhtiön asioiden (*company's affairs*) hoitamista, joten määräysvaltaosakkeenomistajien toimet puhtaassa osakkeenomistajaominaisuudessa, kuten äänestäminen yhtiökokouksessa, eivät anna vahingon aiheutumisesta huolimatta perustetta hakemukselle.<sup>389</sup> Companies Act 1985 alaisen oikeuskäytännön perusteella syytökset ovat koskeneet määräysvaltaosakkeenomistajien osalta muun muassa yhtiön varojen väärinkäyttöä, osinkojen jakamatta jättämistä sekä yleisesti osakkeenomistajien syrjintää.<sup>390</sup> Yhtiön vahingoittaminen voi epäsuorasti vahingoittaa vähemmistön intressejä esimerkiksi

---

<sup>384</sup> Hollington 1990 s. 58.

<sup>385</sup> Pieniä yksityisiä osakeyhtiöitä, joissa on vain muutamia osakkeenomistajia, ja joiden liikkeenjohdon rakenne muistuttaa henkilöyhtiöitä siinä mielessä, että suurin osa osakkeenomistajista osallistuu aktiivisesti yhtiön johtoon, nimitetään usein ”*quasi-partnership*-yhtiöiksi. Tällaisiin yhtiöihin tehtyjen sijoitusten likvidointi on osakkeenomistajien osallistumisaktiivisuuden johdosta rajoittunutta. Ferran 1999 s. 5.

<sup>386</sup> Mäntysaari 2005 s. 230; Davies 2003 s. 518–521.

<sup>387</sup> Davies 2003 s. 518–521. Ks. Hollington 1990 s. 57–58. Ks. *O'Neill v. Phillips* [1999] 1 W.L.R. 1092, jonka osalta Lord Hoffmanin tuomiota on kritisoitu, koska se ei antanut aikaisemman oikeuskäytännön tapaan suojaa perustelluille odotuksille. Tapauksessa otettiin lähtökohdaksi ajatus siitä, ettei osakkeenomistajalla ole oikeutta vedota epäoikeudenmukaisuuteen, ellei yhtiön sääntöjä, eli käytännössä yhtiöjärjestystä, ole rikottu. Ks. Andenas & Wooldridge 2009 s. 280.

<sup>388</sup> Ks. myös Andenas & Wooldridge 2009 s. 280.

<sup>389</sup> Davies 2003 s. 511–512; Hollington 1990 s. 55–56, 61.

<sup>390</sup> Sheikh 2008 s. 352; Hollington 1990 s. 66–69.

tilanteessa, jossa määräysvaltaosakkeenomistaja asemaansa hyväksikäyttäen estää oikeudellisten oikeustoimien kohdistamisen yhtiötä vahingoittaneeseen tahoon.<sup>391</sup>

Epäoikeudetonta vahinkoa mitataan objektiivisesti: hakijan ei ole tarpeen osoittaa kontrolliosakkeenomistajan käyttäytyneen vilpillisesti vaan riittävänä pidetään, mikäli järkevä ulkopuolinen havainnoitsija pitäisi toimien *seurauksia* sellaisina, että niiden perusteella väitettyjen tahojen intressejä on epäoikeudettomasti loukattu. Kysymys on siitä, onko aiheutunut vahinko sellainen, josta vahingonkärsijällä olisi ollut oikeus saada suojaa<sup>392</sup>. Kontrolliosakkeenomistajan onkin mahdollista läpäistä unfair prejudice -testi, jos vahingon aiheutumisen taustalla on hyvässä uskossa yhtiön edun nimissä tehty liiketoimintapäätös.<sup>393</sup> Oikeuskäytännön perusteella säännöksen fairness-elementin on katsottu kulminoituvan vähemmistöosakkeenomistajan sijoituksen arvoon. Hakijoille on nimittäin myönnetty oikeussuojaa tyypillisesti tilanteissa, joissa heidän sijoituksensa arvo on määräysvaltaosakkeenomistajan käyttäytymisen seurauksena heikentynyt. Tätä ei kuitenkaan voida pitää itsessään riittävänä edellytyksenä unfairly-kriteerin arvioinnissa, sillä osakkeenomistajan sijoituksen arvohan saattaa laskea liikkeenjohdollisten virhearviointien perusteella, jotka vilpittömästi tehtynä eivät ole epäoikeudenmukaisia.<sup>394</sup>

Vaikka oikeussuojasäännöstä ei ole muotoiltu velvoitenormiksi, joka asettaisi määräysvaltaosakkeenomistajille velvollisuuden pidättäytyä kuvatulaisesta epäoikeutetusta vähemmistön vahingoittamisesta, säännöksen voidaan tosi asiassa katsoa ilmaisevan lainsäätäjän tarkoitusta tällaisen velvollisuuden olemassaolosta. Sen sisältönä on määräysvaltaosakkeenomistajan velvollisuus olla väärinkäyttämättä yhtiön varoja vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella sekä velvollisuus toimia oikeudenmukaisesti muita osakkeenomistajia kohtaan. Säännöksen voidaan katsoa luoneen uusia merkityksiä oikeudenmukaisuuden standardille yksityisissä, harvainomistetuissa osakeyhtiöissä. Sen sijaan julkisten osakeyhtiöiden osalta säännöksen tarkoittama *fairness* ilmentää aikaisemmin common law:ssa asetettuja sääntöjä.

---

<sup>391</sup> Davies 2003 s. 513.

<sup>392</sup> Davies 2003 s. 523.

<sup>393</sup> Näin ollen joitakin osakkeenomistajia seurauksiltaan syrjivä päätös ei välttämättä ole säännöksen tarkoittamassa mielessä vahingollinen, mikäli se edistää yhtiön etua. Hollington 1990 s. 66–69. Tältä osin tilanne vastaa jossakin määrin osakkeenomistajien mahdollisuuksia Yhdysvalloissa suojautua business judgment rulen taakse.

<sup>394</sup> Lisäksi arvovähentymisedellytys sopii huonosti yhteen edellä kuvattujen laillisten odotusten kanssa, joiden rikkominen katsotaan vahingoittamiseksi siitä huolimatta, ettei osakkeenomistajan osakesijoituksen arvo ole muuttunut. Ks. Hollington 1990 s. 61; Davies 2003 s. 523.

## 5 LOJALITEETTIVELVOLLISUUS POHJOISMAISESSA YHTIÖOIKEUDESSA

### 5.1 Lähtökohtana osakkeenomistajan oikeus itsekkyyteen

Suomessa yleisesti vallitsevan käsityksen mukaan osakeyhtiön osakkeenomistajalla ei ole mitään yleistä osakeyhtiöoikeudellista lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä tai vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.<sup>395</sup> Tällaisen velvollisuuden formulointiin on Pohjoismaissa perinteisesti suhtauduttu epäilevästi.<sup>396</sup> Osakeyhtiölaissa ilmaistu doktriini yhtiön *johdon* lojaliteettivelvollisuudesta (OYL 1:8), joka voidaan tiivistää velvollisuudeksi toimia lojalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan edistämällä yhtiön (ja samalla sen kaikkien osakkeenomistajien etuja), ei koske määräävään osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välistä suhdetta.<sup>397</sup> Johtohenkilöille kuuluvaa lojaliteetti- ja myös huolellisuusvelvollisuutta sovelletaan kuitenkin suoraan osakkeenomistajaan, mikäli tämän katsotaan tosiasiallisesti toimineen yhtiön johdossa joko käyttäen suoraan yhtiössä hallitukselle kuuluvaa yleistoimivaltaa tai määräten hallituksen jäsenten toiminnasta brittiläisen oikeuden varjojohtajaan rinnastettavalla tavalla.<sup>398</sup> Joka tapauksessa osakkeenomistajan ei *osakkeenomistajaominaisuudessaan* tarvitse toimia vastaavalla tavalla yhtiön edun mukaisesti kuin yhtiön hallituksen ja hallituneuvoston jäsenten ja/tai toimitusjohtajan.<sup>399</sup>

Sen sijaan varallisuutensa maksimoimiseen pyrkivällä osakkeenomistajalla on lähtökohtaisesti oikeus toimia pelkästään oman etunsa mukaisesti, kunhan hänen menettelynsä ei ole OYL:ssa tai muussa laissa suoraan kiellettyä tai yhtiöjärjestyksen vastaista.<sup>400</sup> Osakkeenomistaja ei ole lainkaan velvollinen toimimaan yhtiön, toisten osakkeenomistajien tai muiden hyväksi, vaan hänellä on oikeus käyttää oikeuksiaan tavalla, joka on yhtiön, toisten osakkeenomistajien tai jopa hänen oman etunsa vastainen.<sup>401</sup> Osakkeeseen liittyvistä

---

<sup>395</sup> Mäntysaari 2002 s. 82; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 39. Osakkeenomistajille ei ole myöskään asetettu johdon huolellisuusvelvollisuutta vastaavia velvollisuuksia. Ks. Mäntysaari 2010 s. 219.

<sup>396</sup> Truyen 2010 s. 177.

<sup>397</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 115, 144.

<sup>398</sup> Johtohenkilön arviointi tehdään siten tosiasiallisen, eikä muodollisen aseman perusteella, mikä vastaa Yhdistyneen kuningaskunnan käytäntöä varjojohtajien rinnastamisesta yhtiöön muodollisesti valittuihin johtajiin. Kysymys johtoon kuuluvasta henkilöstä ratkaistaan viime kädessä sen perusteella, kuka tosi asiassa on valittu hoitamaan kyseistä tehtävää. Kaupparekisterimerkinnällä on asiassa ainoastaan todisteluvaikutusta. Ks. HE 109/2005 vp. s. 194; Mähönen & Villa 2006a s. 107; Mähönen & Villa 2006b s. 312.

<sup>399</sup> Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2002 s. 214.

<sup>400</sup> Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2002 s. 214; HE 27/1977 s. 111; Cederberg & Ylöstalo 1963 s. 15–16.

<sup>401</sup> HE 27/1977 s. 111; Mäntysaari 2002 s. 82; Villa 2008 s. 571; Mähönen & Villa 2006a s. 145.

hallinnoimisoikeuksista tärkeimmän eli äänioikeuden käyttämiselle ei ole lähtökohtaisesti asetettu rajoituksia, vaan määräysvaltaosakkeenomistajillakin on oikeus äänestää koko osakeomistuksellaan omien (taloudellisten) intressiensä mukaisesti<sup>402</sup>.

Osakkeenomistajan ”itsekkyysoikeuteen” kuuluu myös vapaus *passiivisuuteen*: koska yhtiön asioiden hoito ei kuulu osakkeenomistajille vaan omistuksen ja johdon eriytymisestä johtuen yhtiön hallintoelimille, ei osakkeenomistajilla ole aktiivista toimimisvelvollisuutta yhtiötä kohtaan<sup>403</sup>. Tämä tarkoittaa sitä, ettei osakkeenomistaja ole velvollinen käyttämään hallinnoimisoikeuksiaan eikä hänellä siten ole velvollisuutta esimerkiksi osallistua yhtiökokoukseen tai ottaa siellä kantaa käsiteltäviin asioihin. Tällaisia velvollisuuksia osakkeenomistajalle ei voida asettaa edes yhtiöjärjestyksessä.<sup>404</sup> Osakkeenomistajan oikeus passiivisuuteen on merkityksellinen arvioitaessa osakkeenomistajan yhtiöoikeudellista vahingonkorvausvastuuta: osakkeenomistaja voi joutua korvausvelvolliseksi ainoastaan yhtiökokousmenettelyn yhteydessä lain tai yhtiöjärjestyksen vastaisen kokouspäätöksen syntyyn *myötävaikuttamalla*, eli aktiivisen toiminnan perusteella (OYL 22:2).<sup>405</sup> Sen sijaan osakkeenomistajan pidättäytyminen äänestyksestä ei aiheuta hänelle korvausvastuuta päätöksen eikä sen täytäntöönpanon aiheuttamasta vahingosta. Sama pätee tilanteessa, jossa passiivisen osakkeenomistajan ääni oikean ehdotuksen puolesta annettuna olisi estänyt OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisen päätöksen syntymisen.<sup>406</sup>

Osakkeenomistajan asema eroaa edellä kuvatuissa seikoissa merkittävästi henkilöyhtiöiden yhtiömiesten välisestä suhteesta: henkilöyhtiössä yhtiömiesten välillä on vanhastaan katsottu olevan niin sanottu *uskollisuusvelvollisuus*, jonka sisältönä on yhtiömiehen velvollisuus parhaan kykynsä mukaan edistää yhtiön etua. Uskollisuusvelvollisuus velvoittaa yhtiömiehiä aktiiviseen toimintaan yhtiön parasta ajatellen ja estää yhtiömiehen omien intressien asettamisen yhtiön edun edelle. Avointen yhtiöiden ja kommandiittiyhtiöiden

---

<sup>402</sup> *Williams v. Geier* s. 1380–1381.

<sup>403</sup> HE 27/1977 s. 111.

<sup>404</sup> KKO 1996:46; Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 214, 707.

<sup>405</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 147; HE 109/2005 vp s. 196; HE 27/1977 s. 111.

<sup>406</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 214. Ks. THO 7.7.1989 1988 S 9 Ika 3: ”...Hovioikeus katsoi kuitenkin, että osakkeenomistajan korvausvastuu edellyttää kuitenkin aina nimenomaista toimintaa. Osakkeenomistajan laiminlyönti ei näin ollen voi johtaa vastuun syntymiseen, sillä hän ei tässä ominaisuudessaan ole velvollinen toimimaan sen paremmin yhtiön, toisten osakkeenomistajien kuin muiden tahojen hyväksi. Näin ollen ja kun C:n ei ollut väitettäkään törkeän tuottamuksellisella toiminnalla [Tapaus on VOYL:n aikainen. Nykyinen osakeyhtiölaki ei edellytä törkeää tuottamuksellisuutta, vaan tavallinen tuottamus on riittävä vastuun syntymiselle] aiheuttaneen A Oy:lle vahinkoa, ei C osakkeenomistajana ole vastuussa lainan aiheuttamasta vahingosta.”

yhtiömiehillä ei myöskään ole oikeutta ilman nimenomaista sopimusta jättäytyä passiiviseksi yhtiön asioiden hoidossa.<sup>407</sup> Osakkeenomistajan oikeus omien etujensa itsekkääseen edistämiseen ja mahdollisuuteen olla osakeomistuksen suhteen passiivinen selittyy osakeyhtiömuodon pääomaluonteella. Osakkeenomistajille on asetettu yhtiöön nähden hyvin vähän velvoitteita kehittyneiden pääomamarkkinoiden olemassaolon ja riskipääoman hankkimisen mahdollistamiseksi. Velvoitteita lisättäessä kasvatetaan samalla osakeomistuksen riskejä, mistä seuraa riskipääoman hankkimisen vaikeutuminen, kun oman pääoman sijoitusten tuottovaatimukset nousevat vastaavasti kulujen ja riskien kasvaessa.<sup>408</sup>

## 5.2 Määräysvallan käyttöä rajoittava yleissäännös

### 5.2.1 Sääntely

Edellä on todettu, ettei Suomen osakeyhtiöoikeudessa ole osakkeenomistajille lähtökohdaisesti asetettu minkäänlaista velvollisuutta toimia osakkeenomistajaominaisuudessaan lojaalisti yhtiötä, muita osakkeenomistajia tai yhtiön muita sidosryhmiä kohtaan. Tosi asiassa kontrolliosakkeenomistajan itsekästä vallankäyttöä yhtiössä rajoittaa kuitenkin merkittävällä tavalla osakeyhtiölakiin otettu yleislauseke, jonka voidaan katsoa *de lege lata* ilmentävän määräysvaltaosakkeenomistajan fidusiaarista lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.

OYL:n 1 luvun 7 §:n säännökseen osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuudesta on kirjattu *osakkeenomistajien määräysvallan käyttöä (äänioikeuden käyttämistä yhtiökokouksessa) rajoittava yleissäännös* – niin kutsuttu *yleislauseke*, jota voidaan pitää keskeisimpänä määräysvaltaosakkeenomistajan asemaa yhtiöoikeudessa määrittävänä säännöksenä. Pakottavalla yleislausekkeella asetetaan rajat enemmistövallan eli yhtiöoikeudellisen enemmistöperiaatteen käytölle kieltämällä määräysvallan väärinkäyttönä sellaiset yhtiökokouspäätökset, joilla enemmistöosakkeenomistajat ovat väärinkäyttäneet valtaansa vähemmistön vahingoksi ja hankkineet itselleen oikeudettomia etuja.<sup>409</sup> Tyypillisimmin määräysvallan väärinkäyttämässä on kyse juuri yhtiön ja osakkeenomistajakunnan etujen syrjäyttämisestä enemmistöosakkeenomistajan omien tai tämän läheistahon hyväksi.<sup>410</sup> Kyseessä on erityislaatuinen pohjoismaalainen sääntelynormi, sillä Suomen li-

---

<sup>407</sup> Ks. Wilhelmsson & Jääskinen 1992 s. 154–157, 216.

<sup>408</sup> Mäntysaari 2002 s. 82; Mäntysaari 2010 s. 190.

<sup>409</sup> Cederberg 1934 s. 8; HE 109/2005 vp s. 39.

<sup>410</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 28.

säksi lähes samansisältöiset yleiset lausekkeet on kirjattu Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Islannin yhtiölakeihin.<sup>411</sup>

Pohjoismaista ensimmäisenä tällaisen epäoikeutetun edun antamisen kieltävä yleissäännös kodifioitiin osakeyhtiölakiin Suomessa vuonna 1935 vuoden 1895 osakeyhtiöstä annetun lain vähemmistönsuojaa koskevan uudistuksen yhteydessä (L 15.11.1935/350)<sup>412</sup>. Lakiin kirjattu yleislauseke (VOYL 30:4 §) velvoitti kohtelemaan osakkeenomistajia tasapuolisesti yhtiökokouksessa.<sup>413</sup> Säännöksellä tehtiin mahdolliseksi moittia laittomien ja yhtiöjärjestyksen vastaisten päätösten ohella sellaista yhtiökokouspäätöstä, jonka nojalla *päätökseen osallistuneet osakkeenomistajat* ovat toisen tai toisten osakkeenomistajien kustannuksella hankkineet itselleen tai kolmannelle ilmeisesti epäoikeutettuja etuja.<sup>414</sup> Tämä yhtiökokousta koskeva säännös otettiin vuoden 1978 osakeyhtiölakiin asiallisesti muuttamattomana (EOYL 9:16)<sup>415</sup>, mutta muodollisesti moitesäännös vaihtui kielto­säännökseen, jossa muodossa se on nykyisessäkin osakeyhtiölaissa.<sup>416</sup> EOYL:ssa vallankäytön rajoitussäännöksen soveltamisalaa lisäksi laajennettiin koskemaan yhtiön hallituksen ja muiden edustajien toimia sisällyttämällä lain johtoa koskevaan 8 lukuun toinen yleislauseke (EOYL 8:14:1).<sup>417</sup> Myös muissa Pohjoismaissa säännellään vastaavasti hallituksen ja muiden yhtiön edustajien kielletystä vallankäytöstä.<sup>418</sup> Tässä työssä tarkastellaan ainoastaan yhtiökokousten päätöksiä koskevaa yleissääntöä.

---

<sup>411</sup> Truyen 2010 s. 173–174. Ks. Ruotsin osalta ABL 7:47 §; Norjan osalta Lov om aksjeselskaber (13.5.1997, nr 44) 5:21 § sekä Lov om allmennaksjeselskaper (13.6.1997, nr 45) 5:21 §; Tanskan osalta Lov om aktie- og anpartsselskaber (12.6.2009 nr 470) 6:108 §; Islannin osalta Lög um einkahlutafélag (1994 nr. 138, 28. desember) 70 § sekä Lög um hlutafélag (1995 nr. 2, 30.janúar) 95 §.

<sup>412</sup> Truyen 2010 s. 176.

<sup>413</sup> Rapakko 1990 s. 113; Villa 2008 s. 565; Mähönen & Villa 2006a s. 104.

<sup>414</sup> Ks. Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 19.

<sup>415</sup> EOYL 9:16 §:n mukaan yhtiökokouksessa ei saanut tehdä päätöstä, joka oli omansa tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

<sup>416</sup> Säännöksen muodolla ei kuitenkaan ole varsinaista merkitystä, sillä yhtiökokouksen päätöstä, jonka aikaansaamiseksi on rikottu kielto­säännöstä, on edelleen mahdollista moittia. HE 27/1977 s. 68.

<sup>417</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 104. EOYL 8:14:1 §:n mukaan hallitus tai muu yhtiön edustaja ei saanut ryhtyä sellaiseen oikeustoimeen tai muuhun toimenpiteeseen, joka on omansa tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Laajennus ei merkinnyt muutosta oikeustilaan, sillä VOYL 30:4 §:ää oli jo analogisesti sovellettu osakeyhtiön hallituksen päätöksiin. Ks. Mähönen & Villa 2006a s. 104. Alun perin VOYL:n yleissäännöstä ilmeisesti tarkoitettiin tulkita siten, että se velvoittaisi myös osakeyhtiön hallitusta, mutta yleissäännöksen sanamuoto ja lain perustelut eivät suoraan antaneet vastausta sille, missä määrin hallituksen toimia oli tarkoitus saattaa yleissäännöksen piiriin. EOYL:n säännöksen tarkoituksena oli selkeyttää tätä tulkintaongelmaa. Rapakko 1990 s. 113–115. VOYL:n aikaisessa oikeuskirjallisuudessa säännöksen analoginen soveltaminen hallituksen päätöksiin oli muun muassa oikeussuojan tehokkuussyistä hyväksytty laajasti, ks. esim. Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 23–24; Olsson 1964 s. 358.

<sup>418</sup> Truyen 2010 s. 173.

Vuoden 2006 osakeyhtiölaissa nämä yleislausekkeet on vähäisin sanonnallisoin muutoksin yhdistetty yhdeksi lauseeksi siten, että nykyinen säännös vastaa sisällöltään pääosin EOYL:n mukaista sääntelyä. Tämä yleislauseke on muiden Pohjoismaiden sääntelyratkaisuista poiketen yhdistetty yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7:n 1 lause) kanssa samaan säännökseen.<sup>419</sup>

#### OYL 1:7 Yhdenvertaisuus

Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, 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.

Vertailukohtana voidaan tarkastella Ruotsin vastaavaa, sisällöltään Suomen yleislausekkeen kanssa yhdenmukaista yhtiökokouspäätöksiä koskevaa yleislauseketta:

#### Generell inskränkning i bolagsstämmans beslutanderätt

ABL 7 kap 47 § Bolagsstämman får inte fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

Suomessa yleislausekkeiden yhdistämisellä ja esittämisellä lain alussa on esitöiden mukaan ollut tarkoituksena entisestään vahvistaa yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä.<sup>420</sup> Määräysvallan väärinkäytön kieltä on tarkoituksella yleisluontoinen, koska kaikkia mahdollisia väärinkäytöstilanteita olisi mahdotonta estää yksityiskohtaisilla säännöksillä.<sup>421</sup> Yleislausekkeen ottamista lakiin on perusteltu voimassa olleiden erityisten, yksittäisten vähemmistösuojasäännösten, määräenemmistövaatimukset mukaan lukien, antaman suojan riittämättömyys enemmistövallan väärinkäytöksiä vastaan. Vähemmistöosakkeenomistajia on mahdollista kohdella oikeudettomasti, vaikka päätöksenteossa muodollisesti noudatettaisiin lain ja yhtiöjärjestyksen määräyksiä muun muassa päätöksen edellytyk-

<sup>419</sup> Säännökseen siirrettiin EOYL 3:1:n säännös siitä, että osakeyhtiön kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, ellei yhtiöjärjestyksessä ole määrätty osakkeiden erilaisista oikeuksista (yhdenvertaisuusperiaate).

<sup>420</sup> HE 109/2005 vp s. 18, 39–40; Truyen 2010 s. 183.

<sup>421</sup> Cederberg 1934 s. 12; Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 20; Olsson 1964 s. 353; Mähönen & Villa 2006a s. 69. Joustavaa yleissääntöä pidettiin välttämättömänä jo VOYL:a uudistettaessa, eikä yksityiskohtainen sääntely toimisi osakeyhtiöiden monimuotoisuuden ja yhteiskunnan monimutkaisuuden johdosta edelleenkään, minkä vuoksi OYL 1:7:n yhdenvertaisuussäännökselle on vuoden 2006 osakeyhtiölain esitöissä annettu keskeinen painoarvo osakeyhtiöoikeuden vähemmistösuojajärjestelmässä. HE 109/2005 vp s. 39. Myös vuoden 1978 lain esitöissä mainittiin yleislausekkeen eduksi se, ettei lakitekstiä tarvitse rasittaa suurella määrällä yksityiskohtaisia vähemmistösuojasäännöksiä. HE 27/1977 s. 68.

senä olevasta enemmistöstä.<sup>422</sup> Joustavaa säännös mahdollistaa enemmistövallan väärinkäyttämisen arvioinnin yksittäistapauksessa vallitsevien olosuhteiden perusteella.<sup>423</sup>

Mikäli määräysvallan väärinkäyttöä koskevaa kieltoa rikotaan, yhtiökokouspäätöstä on mahdollista moittia aineellisella perusteella siten kuin OYL 21 luvussa säädetään. Selvä OYL 1:7:ssä *tarkoitettun* yhdenvertaisuuden loukkaus aiheuttaa päätöksen mitättömyyden OYL 21:2 §:n nojalla, mikäli yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseen päätökseen ei ole saatu sen osakkeenomistajan suostumusta, jonka kustannuksella epäoikeutettua etua annetaan (OYL 5:29:3).<sup>424</sup> Kiellon vastaiseen päätökseen osallistuneet osakkeenomistajat voivat lisäksi joutua vahingonkorvaukseen yhtiötä tai toista osakkeenomistajaa kohtaan osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevan OYL 22:2:n tai yhtiökokouksen puheenjohtajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevan OYL 22:3:n mukaisesti, mikäli heidän menettelynsä on ollut tuottamuksellista.<sup>425</sup> Lisäksi yleislausekkeen tehosteena toimivat OYL 23 luvun säännökset osakkeenomistajan lunastusvelvollisuudesta ja yhtiön purkamisesta osakkeenomistajan tahallisen *vaikutusvallan väärinkäytön*, esimerkiksi OYL 1:7:n vastaiseen päätöksen myötävaikuttamisen, seurauksena.

### 5.2.2 Yleislausekkeen soveltaminen

Yleislausekkeen soveltamisala on tehokkaan vähemmistönsuojan kannalta hyvin laaja kattaen kaikenlaiset yhtiökokouspäätöksentekotilanteet<sup>426</sup>. Soveltaminen edellyttää niemenomaista yhtiökokouksessa tehtyä päätöstä, eli esimerkiksi pelkkä yhdenvertaisuutta loukkaava olotila ei ole kiellon piirissä.<sup>427</sup> Oikeustila on jossain määrin epäselvä sen suhteen, voiko yleislauseke soveltua tilanteeseen, jossa *tietynsisältöistä* yhtiökokouspäätöstä

---

<sup>422</sup> Af Schultén 2004 s. 122. Ks. myös Prop. 1973:93 s. 83.

<sup>423</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 27.

<sup>424</sup> Kyse on yleensä tahallisesta yhdenvertaisuudesta poikkeamisesta eli tilanteista, joissa osakkeenomistajille yhteisesti kuuluvia varoja *selvästi* illojaalilla tavalla siirretään jollekin osakkeenomistajalle. Ilmaisulla ”selvästi” viitataan siihen, että oikeudenloukkauksen on tullut olla havaittavissa päätöstä tehtäessä. Mitättömäksi ei voida katsoa yhtiökokouspäätöksiä, joiden osalta kysymys yhdenvertaisuuden loukkauksesta on oikeudellisesti tulkinnanvarainen tai se ei muuten ole ollut täysin selvästi arvioitaessa päätöksentekohetkellä. HE 109/2005 vp s. 192. Ks. Savela 2010 s. 22–23, joka pitää ongelmallisena sitä, että tilanne näyttäytyy eri tavalla selvältä tekijälle kuin muille, minkä lisäksi yhdenvertaisuutta loukkaavaa järjestelyä on usein pyritty peittelemään.

<sup>425</sup> Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 34–35.

<sup>426</sup> Prop. 1973:93 s. 84; Savela 2010 s. 13–14; Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 762. Säännöksessä kielletään tietynsisältöisten päätösten tekeminen yhtiökokouksessa. VOYL:ssa moiteoikeus koski päätöksiä, *joiden kautta päätökseen osallistuneet* osakkeenomistajat olivat menelleet tietyllä tavalla. EOYL:ään muutetulla muodolla pyrittiin tekemään selväksi, että yleissääntö voi tulla sovellettavaksi yhtiökokouksen kaikenlaisiin päätöksiin. Ks. Huttunen 1984 s. 416.

<sup>427</sup> Huttunen 1984 s. 417–418; Savela 2010 s. 13–14.



ei ole saatu aikaiseksi määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien epäasianmukaisen vaikuttamisen johdosta.

EOYL:n aikaisessa tapauksessa KKO 1990:171 korkein oikeus linjasi, että yhtiökokouksen *päätös hylätä* osakkeenomistajan esitys yhtiöjärjestyksen muuttamisesta saattaa olla yhtiökokousta koskevan yleislausekkeen vastainen, jos yhtiökokouksen velvollisuutena olisi ollut muuttaa yhtiöjärjestystä vaaditulla tavalla.<sup>428</sup>

Osakkeenomistajan esityksen hylkäämispäätöksen on sinänsä katsottava kuuluvan yhtiökokouspäätöksenä yleislausekkeen soveltamisalaan.<sup>429</sup> Osakeyhtiön yhtiökokous voi olla OYL:n ja/tai yhtiöjärjestyksen taikka yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden nojalla velvollinen tekemään jonkin tietynsisältöisen päätöksen käsiteltävänä olevassa asiassa.<sup>430</sup> Kuten jäljempänä tarkemmin perustellaan, osakkeenomistajien äänioikeuden käyttö yhtiökokouksessa yhtiön edun vastaisesti tai muiden osakkeenomistajien vahingoittamiseksi<sup>431</sup> ei ole nimittäin rajoituksetta sallittua<sup>432</sup> ja osakkeenomistajilta voidaan tietyissä tilanteissa jopa odottaa määrätynlaista äänestyskäyttäytymistä yhtiökokouksessa. Yleislausekkeen on katsottava soveltuvan tilanteisiin, joissa määrätynsisältöisen päätöksen puute aiheuttaa tai jatkaa osakkeenomistajien *yhdenvertaisuutta selvästi* loukkaavaa asiantilaa ja määräysvaltaosakkeenomistajat ovat äänioikeutensa turvin aktiivisesti *estä-*

---

<sup>428</sup> Savela 2011 s. 11, on pitänyt tapauksen tulkintalinjaa ongelmallisena erityisesti suhteessa osakkeenomistajan vapauteen olla äänestämättä yhtiökokouksessa. Savela kuitenkin toteaa täysin oikein, ettei tällainen *passiivisuus* voisi ainakaan johtaa osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuuseen (ks. edellä jakso 5.1.). Ks. myös Kisanlahti 2002 s. 14. Korkeimman oikeuden käsiteltävänä olevassa tapauksessa osakkeenomistajat olivat kuitenkin olleet aktiivisia ja yhtiöjärjestyksen muuttamista koskenut esitys kaatui yhtiökokouksessa äänestyspäätöksellä suurimman osakkeenomistajan Suomen valtion äänillä, joten tässä tapauksessa voidaan perustellusti puhua aktiivisesta valtaoikeuksien (äänioikeuden) käyttämisestä.

<sup>429</sup> Huttunen 1984 s. 417. Vrt. Olsson 1964 s. 357–358 katsoen EOYL:n osalta, ettei yleislauseke soveltuisi vastaavissa tilanteissa, jos hylkäämispäätös on syntynyt vähemmistöosakkeenomistajien epäasianmukaisen vaikutuksen vuoksi.

<sup>430</sup> Tulkinalla ei tulisi loukata yhtiökokouksen valtaa yhtiön ylimpänä päätöksentekelijänä päättää myös siitä, mistä se tekee päätöksensä. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 777. Korkein oikeus ei tapauksessa yksilöinyt, mihin tällainen velvollisuus voisi perustua.

<sup>431</sup> Ks. tällaisesta vahingoittamistarkoituksesta KKO 1991:46. Ks. myös KKO 1984 II 188, jossa asunto-osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä oli asuntojen lattiapinta-aloja koskeva virheellisyys, jonka muuttaminen edellytti lain ja yhtiöjärjestyksen nimenomaisen määräyksen mukaan kaikkien osakkeenomistajien suostumusta. Yhtiöjärjestystä ei voitu yksittäisen osakkeenomistajan vastustuksen vuoksi muuttaa hänen asuntonsa osalta todellisuutta vastaavaksi. Korkein oikeus katsoi, ettei osakkeenomistajalla ollut *yhtiöoikeudellisesti hyväksyttävää* perustetta vastaan äänestämiseksi ja velvoitti osakkeenomistajan suorittamaan saamansa yhdenvertaisuuden vastaisen edun perusteetonta etua koskevien periaatteiden nojalla yhtiölle. Ks. toisin Savela 2010 s. 11, jonka mukaan yleislauseketta ei voitaisi soveltaa silloin, kun yhtiöjärjestyksen muuttaminen edellyttää tietyn osakkaan suostumusta, eikä hän anna sitä.

<sup>432</sup> Helminen 2006 s. 186.

neet tällaisen korjaavan päätöksen aikaansaamisen.<sup>433</sup> Tältä osin pohjoismainen määräysvallan käytön sääntely edellyttää määräysvaltaosakkeenomistajalta samankaltaista muiden osakkeenomistajien edun huomioon ottamista kuin Yhdistyneen kuningaskunnan oikeuskäytännön oppi kontrolliosakkeenomistajien vilpittömän äänestyskäyttäytymisen vaatimuksesta yhtiöjärjestyksen muutostilanteessa.<sup>434</sup>

Yleissäännöksen soveltamisen edellytyksenä ei ole päätöksentekijän *loukkaava tarkoitus* osakkeenomistajan tai jonkun muun hyödyttämisestä yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella, vaan yleislausekkeeseen vetoavan osakkeenomistajan näyttövelvollisuuden kannalta riittävää on, että yhtiökokouksen päätös objektiivisesti arvioiden ”on omiaan” tuottamaan epäoikeutettua etua.<sup>435</sup> Samoin Ruotsissa katsotaan yhtiökokousta moittivan näyttötaakan kannalta riittäväksi näyttö siitä, että päätös ”är ägnat att ge en otillbörlig fördel”, eli oikeudettoman edun syntymistä ei ole näytettävä toteen.<sup>436</sup> Yleislauseke ei sovellu silloin, kun mahdollisuus saada epäoikeutettua etua on kovin etäinen<sup>437</sup>, vaan edellytetään, että päätös päätöksentekohetken kohdistuvan arvion mukaan *todennäköisesti* tulee tuottamaan tällaisia etuja<sup>438</sup>. Säännökseen on lisäksi mahdollista vedota, vaikka konkreettista vahinkoa ei päätöksestä sellaisenaan olisi vielä aiheutunut.<sup>439</sup>

---

<sup>433</sup> Mikäli yhtiössä vallitsee epäoikeudenmukainen asiantila joidenkin osakkeenomistajien hyväksi ja tämä perustuu osakkeenomistajien keskinäiseen sopimukseen eli yleensä yhtiöjärjestykseen, ei asiantilan ”korjaamiselle” sinänsä ole perustetta, koska yhdenvertaisuudesta poikkeaminen on tällöin osakkeenomistajien yhteinen päätös.

<sup>434</sup> Ks. edellä jakso 4.2.2.1. OYL 1:7:n voidaan katsoa asettavan kontrolliosakkeenomistajalle velvollisuuden ottaa osakkeen hallinnoimisoikeuksien käytössään tietyssä määrin huomioon äänestyskäyttäytymisen vaikutukset muihin osakkeenomistajiin. Vilpillinen äänestäminen, jonka tarkoituksena tai seurauksena päätös muodostuu osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden kannalta selvästi epäoikeudenmukaiseksi, ei siten ole sallittua.

<sup>435</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 32–33. Vrt. VOYL 30:4 §, jossa oli kyse päätöksestä, ”jonka kautta päätökseen osallistuneet osakkeenomistajat olivat--hankkineet epäoikeutettuja etuja”. VOYL:n aikainen yleissääntö soveltui vain, kun päätöksen tekijät olivat tarkoittaneet hankkia näitä etuja eli päätös oli tehty tietoisena siitä, että sillä loukataan vähemmistön oikeuksia ja että se toteutettunakin tosi asiassa loukasi näitä oikeuksia. Ks. Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 22. Objektiivisuusvaatimus ilmaisulla ”on omansa” lisättiin yleissäännökseen EOYL:ssa säännökseen vetoavan osakkeenomistajan näyttövelvollisuuden vaatimusten alentamiseksi. Ks. HE/1977 vp s. 68. Vähemmistöosakkeenomistajien näyttötaakan kannalta ongelmallinen on edellä käsitelty ajankohtainen Finnlines Oyj:n vähemmistöosingonjakopäätöksen moitetta koskeva ratkaisu HHO 29.11.2011 3520 (S 10/1082), jossa väitetty osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7) vastainen vähemmistön näännyttäminen katsottiin toteennäyttämättömäksi. Hovioikeus totesi ratkaisussaan asiassa jääneen näyttämättä Finnlines Oyj:n ”*tahallaan pyrkiin loukkaamaan osakkeenomistajien oikeutta vähemmistöosinkoon*”.

<sup>436</sup> Andersson – Johansson – Skog 2009 7:93.

<sup>437</sup> Huttunen 1984 s. 419.

<sup>438</sup> Tässä mielessä voisi säännöksessä edelleen ajatella tarkoitettavan päätöksiä, jotka on tehty etujen hankkimistarkoituksessa. Olsson 1964 s. 355–356. Ks. Vahtera 2011 s. 170. Päätöksen yhtiön edun mukaisuutta on arvioitava päätöksentekohetkellä tiedossa olleiden seikkojen perusteella, koska liiketoiminnalliset päätökset voivat myöhemmin osoittautua yhtiön kannalta epäedullisiksi. Ks. Vahtera 2011 s. 170 ja Savela 2010 s. 15.

<sup>439</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 165; HE 27/1977 s. 68.

Huomattavaa on, että yleislauseketta sovelletaan myös määräenemmistöllä tehtyihin yhtiökokouspäätöksiin eli vähemmistöosakkeenomistajien suoja on tällaisten päätösten osalta kaksinkertainen.<sup>440</sup> Määräenemmistöpäätöksentekoon sisältyy kuitenkin olettaen siitä, että näin syntynyt päätös on yleisesti osakkeenomistajien etujen mukainen eikä siten tuota joillekin osakkeenomistajille epäoikeutettua etua yleissäännöksen tarkoittamalla tavalla.<sup>441</sup> Käytännössä päätöksen yhtiön kokonaisedunmukaisuus on sitä uskottavampaa, mitä korkeampi enemmistö päätöksen takana on ja mitä riippumattomista osakkeenomistajista tämä enemmistö koostuu.<sup>442</sup>

Säännöksellä kielletyn epäoikeutetun edun antaminen kattaa kaikenlaiset etuudet kuten tiettyä osakkeenomistajaa suosivan hinnoittelun suunnatussa osakeannissa, osakkeenomistajaa hyödyttävän ja yhtiön kannalta epäedullisen liiketoimen sekä henkilöosakkaan hyväksi tehdyn kohtuuttomaksi katsottavan eläkesopimuksen.<sup>443</sup> Epäoikeutetun edun kieltö koskee myös muita kuin taloudellista laatua olevia etuja eli esimerkiksi hallitusjäsenyyden tai muun vaikutusvallan antamista osakkeenomistajalle tai ulkopuoliselle. Edun oikeudettomuus harkitaan tapauskohtaisesti huomioimalla kaikki asiaan vaikuttavat seikat.<sup>444</sup> Tällöin otetaan huomioon myös se, että etujen tulee olla ”ilmeisen” epäoikeutettuja, eli poikkeuksen tavallisuudesta on oltava oleellinen.<sup>445</sup>

Sekä Suomen että Ruotsin yleissäännösten asettama kieltö epäoikeutetun edun antamisesta soveltuu pienestä sanamuotoerostaan huolimatta ainoastaan yhtiökokouksessa tehtäviin päätöksiin, eivätkä ne koske osakkeenomistajien muita toimia yhtiössä.<sup>446</sup> Kuitenkin osakkeenomistaja voi tosi asiassa joutua OYL 22:2 §:n mukaiseen vahingonkorvausvas-

---

<sup>440</sup> Huttunen 1984 s. 26–27.

<sup>441</sup> HE 109/2005 vp s. 40. Huttunen 1984 s. 417. Olettaen ei ole poikkeukseton, sillä minkälaiset tahansa muutokset eivät ole mahdollisia edes määräenemmistöllä tai kvalifioidulla määräenemmistöllä. Tiettyihin yhtiöjärjestysmuutoksiin on saatava osakkeenomistajan suostumus (OYL 5:29). Ks. Mähönen & Villa 2006a s. 100.

<sup>442</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 33.

<sup>443</sup> HE 109/2005 vp. s. 40. Muita säännöksen kattamia soveltamistilanteita ovat esimerkiksi kohtuuttomat palkkiot, velkakirjan antaminen osakkeenomistajalle yhtiön puolesta, yhtiön kiinteän omaisuuden kauppa jne. Huttunen 1984 s. 423.

<sup>444</sup> Huttunen 1984 s. 422.

<sup>445</sup> Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 23.

<sup>446</sup> Mähönen & Villa 2006b s. 296; Huttunen 1984 s. 417. Säännöksen perusteluissa todetaan nimenomaisesti yleislausekkeen koskevan ”yhtiökokouksen ja yhtiön johdon päätöksiä sekä *yhtiön johdon tekemiä muitakin toimenpiteitä*, kuten tiettyä osakkeenomistajaa suosivia liiketoimia”. HE 109/2005 vp s. 40. Vrt. Savela 2010 s. 12 ml. alav. 34. Yhtiön johdon osalta yleislauseke koskee toimia liittyen sekä yhtiön sisäiseen hallintoon että yhtiön edustamiseen. Af Schultén 2004 s. 123.

tuuseen yhtiökokouksen ulkopuolellakin suorittamiensa tahallisten tai huolimattomien OYL 1:7 yhdenvertaisuuden vastaisten toimien perusteella<sup>447</sup>. Esimerkiksi enemmistö-osakkeenomistajan määräysvaltaansa perustuva epäformaali yhtiön hallituksen painostaminen toimimaan vastoin OYL:a tai yhtiöjärjestyä rinnastetaan *yhdenvertaisuutta* loukkaavan yhtiökokouspäätöksen syntyyn myötävaikuttamiseen.<sup>448</sup> Lisäksi tällainen yhtiökokouksen ulkopuolinen toiminta tulee yhdenvertaisuutta loukkaavana arvioitavaksi kun voidaan puhua siinä määrin systemaattisesta<sup>449</sup> tahallisesta vaikutusvallan väärinkäytöstä, että määräysvaltaosakkeenomistaja voidaan vähemmistöosakkeenomistajan kanteesta velvoittaa lunastamaan tämän osakkeet (OYL 23:1) tai yhtiö voidaan purkaa (OYL 23:2).

### 5.2.3 Yhteys yhdenvertaisuuteen

#### 5.2.3.1 Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus

Yleislauseke on Suomessa säädösteknisesti yhdistetty OYL 1:7:n 1. virkkeen yhdenvertaisuusperiaatteeseen, joka on yksi vuoden 2006 *periaatekeskeisen* osakeyhtiölain 1 luvussa luetelluista yleisistä yhtiöoikeudellisista periaatteista.<sup>450</sup> Osakeyhtiölain kokonaisuudessa keskeisten periaatteiden kirjaamisella lain alkuun haluttiin korostaa näiden periaatteiden merkitystä itsenäisesti soveltuvina oikeusperiaatteina sekä parantaa väärinkäytöksen kohteeksi joutuneiden mahdollisuuksia vedota periaatteilla suojattuihin oikeuksiinsa.<sup>451</sup> Yhdenvertaisuusperiaate kirjattiin lakiin siten ensimmäisen kerran vasta vuoden 2006 uudistuksessa, mutta periaate on ollut osa suomalaista osakeyhtiöoikeutta ilman lain tukeakin yli sadan vuoden ajan.<sup>452</sup> Periaate toimii kulmakivenä osakkeenomistajien keskinäisten suhteiden määrittämiselle päällimmäisenä tarkoituksenaan toimia enemmis-

---

<sup>447</sup> Tällöin luonnollisesti edellytetään, että yhdenvertaisuusperiaatteen / yleislausekkeen rikkomisesta on aiheutunut konkreettista vahinkoa.

<sup>448</sup> HE 109/2005 vp s. 196, 204; HE 27/1977 s. 111.

<sup>449</sup> Vahtera 2007 s. 127.

<sup>450</sup> Vuoden 2006 osakeyhtiölain erottaa edeltävästä vuoden 1978 osakeyhtiölaista nimenomaan lain periaatekeskeisyys. Mähönen & Villa 2006a s. 2.

<sup>451</sup> HE 109/2005 vp s. 17,18,36–37; Mähönen & Villa 2006a s. 3.

<sup>452</sup> Oikeuskirjallisuudessa on vanhastaan tunnustettu periaatteen voimassaolo myös yleisenä säännöksistä riippumattomana oikeusperiaatteena, joka on saanut tarkemman sisältönsä oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa. Yhdenvertaisuusperiaatteen katsottiin aikanaan ilmenevän vuoden 1895 lain useista eri säännöksistä, ennen muuta VOYL 27.2 §:sta, jonka mukaan osakkeenomistajaa ei saanut yhtiökokouksen päätöksellä asettaa *epäedullisempaan* asemaan kuin muita osakkeenomistajia. Cederberg 1934 s. 12. Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö on vuosien kuluessa luonnollisesti muuttunut ja kehittynyt, mutta Mähönen ja Villa katsovat, että vanhoista oikeustapauksista on tästä huolimatta saatavissa edelleen tulkinta-apua, ja OYL 1:7 sisällön määrittely tukeutumalla aiempaan käytäntöön ja kirjallisuuteen on tarkoituksenmukaistakin. Mähönen & Villa 2006a s. 13, 69; Villa 2008 s. 564–565. Vrt. Savela 2010 s. 3, joka katsoo, ettei osakeyhtiöoikeudellisella yhdenvertaisuusperiaatteella ole OYL 1:7:stä erillistä sisältöä.

töperiaatteen vastinparina ja näin suojata vähemmistöosakkeenomistajia.<sup>453</sup> Päätöksiltä ja toimenpiteiltä vaadittava yhdenvertaisuus rajoittaa yhtiöorganien päätöksentekoa.<sup>454</sup>

Sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimus on keskeinen osa EU:n jäsenvaltioiden yhteistä yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellista perustaa.<sup>455</sup> Vaikka yleislauseke on otettu suomalaisen osakeyhtiölakiin jo 1930-luvulla, yhdenvertaisuusperiaatteen välttämättömyys on johdettavissa EU:n direktiivisääntelystä<sup>456</sup>. Niin sanottu pääomadirektiivi sekä läpinäkymättömyysdirektiivi velvoittavat jäsenvaltiot yleisesti huolehtimaan kaikkien *samassa asemassa* olevien osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta.<sup>457</sup> Osakkeenomistajien oikeudet -direktiivi turvaa osakkeenomistajien yhdenvertaista osallistumista ja äänioikeuden käyttämistä yhtiökokouksessa.<sup>458</sup> Lisäksi yhdenvertaisuutta arvopaperimarkkinoilla turvataan yritysostotarjousdirektiivillä, jonka mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava kaikkien kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoiden tasapuolinen kohtelu.<sup>459</sup> Suomessa yhdenvertaisuus on itse asiassa EU-direktiiveissä edellytettyä laajempi, koska eri asemassakaan olevia osakkeenomistajia ei lähtökohtaisesti saa asettaa eriarvoiseen asemaan enemmälti kuin yhtiöjärjestysmääräyksistä seuraa.<sup>460</sup>

OYL 1:7 §:n 1. virkkeen mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.<sup>461</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteella pyritään takaamaan osakkeiden yhdenvertainen kohtelu: kunkin osakkeenomistajan oikeuksien ja velvollisuuksien on samoissa olosuhteissa oltava samansisältöiset. Periaatteen tavoitteena ei kuitenkaan ole taata kaikille osakkeenomistajille kaikissa tilanteissa samanlaista asemaa vaan säännöksellä pyritään varmistamaan, että osakkeenomistajien oikeusasema suhteessa toisiinsa säilyy osakkeenomistajien välisen "sopimuksen" ehtojen mukaisena, toisin sa-

---

<sup>453</sup> Villa 2008 s. 566; HE 109/2005 vp s. 39. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 26.

<sup>454</sup> Vahtera 2011 s. 160.

<sup>455</sup> Mäntysaari 2010 s. 308.

<sup>456</sup> Olsson 1964 s. 353; Vahtera 2011 s. 160.

<sup>457</sup> Osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua yleisenä yhteisöoikeudellisena oikeusperiaatteena on edellytetty pääomadirektiivissä (77/91/ETY, toinen yhtiöoikeudellinen direktiivi), jonka 42 artiklan mukaan jäsenvaltioiden tulee taata yhdenvertainen kohtelu kaikille samassa asemassa oleville osakkeenomistajille. Läpinäkymättömyysdirektiivin (2004/109/EY) 17(1) artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan on arvopaperikaupassa huolehdittava siitä, että kaikkia samassa asemassa olevia osakkeiden haltijoita kohdellaan yhdenvertaisesti.

<sup>458</sup> Direktiivi 2007/36/EY, 4 artikla.

<sup>459</sup> Direktiivi 2004/25/EY, 3(1)a artikla.

<sup>460</sup> Vahtera 2011 s. 160. Vuoden 1977 pääomadirektiivin vaatimukset pantiin Suomessa silloiseen osakeyhtiölakiin täytäntöön yhdenmukaisuusperiaatteen perustuvilla yksityiskohtaisilla säännöksillä sekä huomioiden yhdenvertaisuusperiaate osakeyhtiölakia tulkittaessa. Mäntysaari 2002 s. 76

<sup>461</sup> Osakkeiden yhtäläisyys toistetaan OYL 3:1:ssä, jonka 1. lauseen olettamassäänöksen mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. HE 109/2005 vp. s. 51.

noen sellaisena, kuin se ilmenee lain ja yhtiöjärjestyksen perusteella.<sup>462</sup> Osakkeiden lähtökohtaisesti tuottamista yhtäläisistä oikeuksista voidaankin poiketa yhtiöjärjestysmääräyksin. Osakkeenomistajilla on laajasti mahdollisuuksia sopia muun muassa erilaisista osakkeista sekä osakkeiden erilaisista oikeuksista; sopimusvapautta rajoittavat ainoastaan OYL:n ja muiden lakien pakottavat säännökset sekä edellytys siitä, etteivät yhtiöjärjestysmääräykset saa olla hyvän tavan vastaisia (OYL 1:9).<sup>463</sup> Yhdenvertaisen kohtelun vaatimus vaikuttaa myös yhtiöjärjestysmääräysten tulkintaan.<sup>464</sup>

Yhdenvertaisuus perustuu luottamukseen sopimusten pitävyydestä.<sup>465</sup> Osakkeenomistajalla ja siten myös potentiaalisella sijoittajalla on yhtäältä oikeus luottaa siihen, että osakkeet tuottavat samat oikeudet kuin muutkin osakkeet, mikäli yhtiössä on vain yhdenlaisia osakkeita. Toisaalta hänellä on myös oikeus luottaa yhtiöjärjestysmääräyksestä johtuvien erilaisten osakeoikeuksien *pysyvyyteen*. Luonnollisesti osakeoikeuksia voidaan enemmistöperiaatteen mahdollistamassa laajuudessa muuttaa yhtiön olemassa olon aikana. Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen ei sinällään estä enemmistöperiaatteen mukaisen enemmistövallan käyttämistä; tarkoituksena on estää enemmistöosakkeenomistajien perusteeton suosiminen vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.<sup>466</sup>

Osakkeiden yhtäläisyys on taloudellisesti välttämätöntä pääomasijoitusten houkuttelemiseksi osakeyhtiöön. Sääntelyjärjestelmän on varmistettava, ettei osakkeenomistajan kannettavaksi tule sellaisia riskejä, joita tämän ei ole ollut mahdollista ennakoida osakesijoitusta tehdessään. Osakesijoituksen riskiluonteen johdosta osakkeenomistajan voidaan katsoa osakkeet hankkiessaan hyväksyneen tietyt ennakoitavissa olevat osakeomistukseen liittyvät riskit, ennen muuta liiketoiminnallisen riskin osakkeiden arvon alenemisesta yhtiön tappiollisen liiketoiminnan seurauksena. Sen sijaan osakkeenomistajan kannettavaksi ei voida siirtää ennakoimattomia riskejä, joiden seurauksena hänen varallisuuttaan siirre-

---

<sup>462</sup> Airaksinen & Jauhiainen 1997 s. 47–49; Bergström & Samuelsson 2001 s. 69–70; Villa 2008 s. 566–567.

<sup>463</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 156, 225. Hyvän tavan käsitettä ei ole OYL:n esitöissä selvitetty, eikä käsitteen sisällyttämistä OYL 1:9:ään ole perusteltu. Hyvän tavan vastaisuuden määrittäminen yleispätevästi ei ylipäätään ole mahdollista, koska käsitteen sisältö on aika- ja yhteiskuntasidonnaista. Hyvän tavan vastaisena voitaisiin esimerkiksi pitää yleisen järjestyksen vastaiseen tai rikolliseen toimintaan viittaavaa yhtiöjärjestysmääräystä. Hyvän tavan vastaisuuden arviointi on objektiivista ja se tapahtuu rekisteriviranomaisen toimesta. Ks. Helminen 2006 s. 52 alav. 315, s. 184.

<sup>464</sup> Ks. Savela 2010 s. 9.

<sup>465</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 99.

<sup>466</sup> HE 109/2005 vp s. 39; Villa 2008 s. 567.

tään yhtiösopimuksen säännösten vastaisesti toisille osakkeenomistajille.<sup>467</sup> Taloudellisessa mielessä yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen asettaa osakkeenomistajat siten asemaan, jossa heidän osakekohtaiset riskinsä ovat samat riippumatta osakkeenomistajan henkilöstä tai hänen omistamiensa osakkeiden määrästä.<sup>468</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on mahdollistaa vähemmistöosajien tekeminen yhtiöön eli periaatteen keinoin on pyritty luomaan uskottava suojajärjestelmä sellaisia sijoittajia varten, jotka eivät halua tai joiden ei ole mahdollista hankkia kohdeyhtiössä määräysvaltaa.<sup>469</sup>

### 5.2.3.2 Yleislausekkeen erillisuus yhdenvertaisuudesta

OYL:n yleislausekkeen tiivis yhteys yhdenvertaisuusperiaatteeseen on ollut hyvinkin kiistetty aihe yhtiöoikeudessa<sup>470</sup>. Pohjoismaisessa oikeuskirjallisuudessa säännösten keskinäisestä suhteesta onkin esitetty runsaasti näkemyksiä.<sup>471</sup> Suomessa ongelmana on ollut, ettei uudessa osakeyhtiölaissa eikä lain perusteluissa tehdä eroa yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleislausekkeen välillä, joten on epävarmaa, onko yleislausekkeen tarkoituksena ainoastaan täsmentää yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä vai onko sillä *itsenäistä merkitystä*.<sup>472</sup> Hallituksen esityksen sanamuodon perusteella yleislausekkeen sisällön voisi katsoa tyhjentävästi samaistuvan yhdenvertaisuuteen: ”Yhdenvertaisuusperiaatteen merkityksen toivotaan entisestään vahvistuvan sillä, että *voimassa olevan lain yhdenvertaisuutta koskevat* säännökset yhdistetään ja esitetään lain alussa.”<sup>473</sup>

Aikaisemmassa suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on yleislausekkeen lähinnä nähty ilmentävän yhdenvertaisuusperiaatetta, eikä käsitteillä siten olisi aineellista eroa.<sup>474</sup> Ruotsin vuoden 1975 osakeyhtiön yleislausekkeiden tulkinnassa lausekkeiden on katsottu yhtäältä täydentävän yhdenvertaisuusperiaatetta, mutta toisaalta yleislausekke kattoi päätök-

---

<sup>467</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 70; Osakkeenomistajan osakesijoitukseen liittyvän riskin enimmäismäärä ja samalla yhtiöoikeudellisen vastuun (tappio) enimmäismäärä vastaa osakkeenomistajan rajoitetun vastuun johdosta osakkeista yhtiölle suoritettua rahamäärää. Vahtera 2011 s. 51, 177–178.

<sup>468</sup> Villa 2008 s. 567-569. Osakekohtainen riski voi luonnollisesti olla erilainen, jos yhtiöjärjestyksessä on sovittu osakkeiden erilaisista oikeuksista ja velvollisuuksista. Vahtera 2011 s. 162.

<sup>469</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 26. Savelan mukaan osakesijoittamisen houkuttelevuus laskisi huomattavasti, jos vähemmistöosakkaille ei tarjottaisi osakkeiden yhdenvertaisuuden tuomaa suojaa enemmistöosakkeenomistajien väärinkäytöksiä vastaan. Riski määräysvaltaosakkeenomistuksen vähemmistön osakkaille aiheuttamasta arvonalenemisesta aiheuttaisi sen, että osakkeille jouduttaisiin aina hinnoittelemaan olennainen riski siitä, että ne voivat menettää arvonsa. Ks. Savela 2010 s. 4.

<sup>470</sup> Sandström 2005 s. 197.

<sup>471</sup> Vahtera 2011 s. 167.

<sup>472</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 106.

<sup>473</sup> Ks. HE 109/2005 vp. s. 18.

<sup>474</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 105; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 31; Af Schultén 2004 s. 120; Villa 2008 s. 570. Ennen yhdenvertaisuusperiaatteen kirjaamista lakiin sen katsottiin käyvän ilmi EOYL:n eri säännöksistä, lähinnä yleislausekkeista. Ks. Airaksinen & Jauhiainen 1997 s. 48.

set, joiden voitiin jo sinänsä katsoa olevan yhdenvertaisuuden vastaisia.<sup>475</sup> Myöhemmin erityisesti Ruotsissa yhdenvertaisuusperiaate ja yleislauseke on pyritty selittämään kahdena erillisenä konseptina, joilla on omat soveltamisalueensa<sup>476</sup>. Yleislausekkeen keskeiset erot yhdenvertaisuuteen on Ruotsissa nähty siinä, että yleislauseke koskee muitakin kuin osakkeenomistajia, yleislausekkeessa on erityinen edellytys epäasianmukaisesta (*otillbörlig*) edusta ja yleislauseke edellyttää sekä hyödyn aiheuttamista osakkeenomistajalle tai muulle että hyödyn saamista yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.<sup>477</sup> Muun muassa *Nerep* ja *Samuelsson* katsovat yhdenvertaisuudessa olevan viime kädessä kyse *pysyvien* muutosten tekemisen estämisestä osakeoikeuksiin, kun taas yleislausekkeen ytimenä on kielto yksittäistapauksissa antaa epäoikeudenmukaisia etuja.<sup>478</sup>

Selvänä on pidettävä sitä, että osakeoikeuksien pysyvyyttä turvaavaa yhdenvertaisuutta, joka on ollut voimassa yleisenä periaatteena jo kauan ennen yleislausekkeen lakiin kirjaamista, voidaan soveltaa itsenäisesti yleislausekkeen käsittämien tilanteiden ulkopuolellakin.<sup>479</sup> Toisaalta *yleislauseke kattaa tilanteita, joihin yhdenvertaisuusperiaate ei ole sovellettavissa*, eli yleislauseke ei lakiteknisestä asemastaan ja osakeyhtiölain säännöksen otsikosta huolimatta sisälly yhdenvertaisuusperiaatteeseen, vaan sillä on myös oma soveltamisalansa<sup>480</sup>.

Yleislausekkeen *itsenäinen merkitys* korostuu tarkasteltaessa yhtiökokouspäätöksiä, jotka toteuttavat osakkeenomistajien muodollisen yhdenvertaisuuden, mutta joiden tosiasialliset seuraukset johtavat vähemmistöosakkeenomistajien epäoikeudenmukaiseen kohtelemiseen. *Nerep* ja *Samuelsson* mainitsevat esimerkkinä yhtiökokouksen päätöksen toimitussopimuksen tekemisestä enemmistöosakkeenomistajan omistaman toisen yhtiön kanssa tavaroiden toimittamisesta tälle omakustannushintaan. Päätöksen seurauksena yhtiö kärsii vahinkoa, mutta päätös kohtelee yhtiön osakkeenomistajia muodollisesti yhdenvertaisesti

---

<sup>475</sup> Prop. 1973:93 s. 84, 137; Mähönen & Villa 2006a s. 105–106.

<sup>476</sup> Ks. esim. Andersson – Johansson – Skog 2009 7:91–7:92.

<sup>477</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 31. Vrt. kuitenkin Bergström – Högfeldt – Samuelsson 1994 s. 132–133.

<sup>478</sup> Tässä merkityksessään kirjoittajat ovat nähneet yleislausekkeen nimenomaan velvoittavan yhtiöorgaaneja olemaan *lojaaleja* vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan. *Nerep & Samuelsson* 2009 s. 220–221. Ks. yleislausekkeen ilmentämästä lojaliteetista tarkemmin jäljempänä jakso 5.3.

<sup>479</sup> Sandström 2005 s. 197; Villa 2008 s. 570. Vrt. Savela 2010 s. 3.

<sup>480</sup> Ks. myös Mähönen & Villa 2006a s. 105; Dotevall 1989 s. 284. Vrt. Bergström & Samuelsson 2001 s. 163, jotka ovat sitä mieltä, ettei yhdenvertaisuuden ja yleislausekkeen välistä eroa tulisi ylikorostaa. *Bergströmin* ja *Samuelssonin* mukaan eroavuuden olemassaolo voidaan kyseenalaistaa kokonaan.



eli osakeoikeudet eivät päätöksen seurauksena muutu.<sup>481</sup> Tällaista päätöstä ei olisi siten yhdenvertaisuuden vastaisena mahdollista moittia lainkaan ja juuri tällaisia tilanteita ajatellen yleislauseke on aikanaan laadittu parantamaan vähemmistönsuojaa.

Yhdenvertaisuutta ja yleislauseketta ei tule kuitenkaan pitää toisistaan täysin erillään, sillä yleislauseke ilmentää siihen sisäänrakennettua osakkeenomistajien välistä yhdenvertaisuutta<sup>482</sup> ja periaatteiden soveltamisalat ovat osin päällekkäiset. Yleislausekkeen sisällön ei voi kuitenkaan katsoa tyhjentyvän yhdenvertaisuuden periaatteeseen, sillä yleislauseke ilmentää yhdenvertaisuuden lisäksi muita tavoitteita. *Dotevall* on korostanut yleislausekkeella olevan yhteensä kolme eri soveltamisulottuvuutta: i) yhdenvertaisuusperiaate, ii) toiminnan tarkoituksen vastaisten päätösten kieltä sekä iii) epäoikeutetun edun antamisen kieltä.<sup>483</sup> Näistä ulottuvuuksista viimeisin eli kieltä antaa epäoikeutettuja etuja sisältäviä lähemmin tarkasteltuna toiminnan tarkoituksen vaatimukseen, sillä osakeyhtiön voitontuottamistarkoitus ohjaa epäoikeutetun edun kriteerin arviointia<sup>484</sup>. Yleislauseke ilmentää siten kieltä olla tekemästä yhtäältä yhdenvertaisuutta loukkaavia päätöksiä sekä toisaalta yhtiön toiminnan tarkoituksen vastaisia päätöksiä.

#### 5.2.4 Yhteys toiminnan tarkoitukseen

Yleislausekkeessa ei siten ole kyse ainoastaan vähemmistönsuojasäännöksestä tai yhdenvertaisuusperiaatteesta vaan myös voitontuottamisesta<sup>485</sup> ja siten niin sanotun *yhtiön edun* huomioonottamisesta.<sup>486</sup> Yleislausekkeessa kielletään epäoikeutetun edun antaminen osakkeenomistajan tai *yhtiön kustannuksella*, jolloin jälkimmäisellä kustannusedellytyksellä viitataan yhtiön edun vastaiseen toimeen.<sup>487</sup> Yleislauseke ja OYL 1:8:n säännös yhtiön johdon velvollisuudesta huolellisesti toimien edistää yhtiön etua viittaisivat siihen, että on olemassa oma, itsenäinen yhtiön intressi<sup>488</sup>.

---

<sup>481</sup> Nerep & Samuelsson 2009 s. 219–220. Ks. myös Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 762 sekä KKO 1991:46.

<sup>482</sup> Dotevall 1989 s. 284.

<sup>483</sup> Dotevall 1989 s. 282. Esitys koskee yhtiön johdon toimintaa koskevaa yleislauseketta, mutta yleislausekkeiden sisällön yhteneväisyyden vuoksi esitettyä voidaan hyödyntää OYL 1:7:n analysoimisessa. Oikeuskirjallisuudessa yleislauseketta, jota itse nimitän määräysvaltaa rajoittavaksi säännöksi, on usein kutsuttu juuri epäoikeutetun edun kielloksi. Ks. mm. Mäntysaari 2002 s. 69.

<sup>484</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 168. Ks. perusteluista tarkemmin jakso 5.2.4.

<sup>485</sup> Bergström – Högfeldt – Samuelsson 1994 s. 162; Rapakko 1990 s. 115, 130-131.

<sup>486</sup> Ks. Lindholm & Storå 2010 s. 410, joiden mukaan *corporate benefit* -käsite on lähellä voitontuottamistarkoitusta.

<sup>487</sup> Lindholm & Storå 2010 s. 411.

<sup>488</sup> Salonen 2000 s. 156.

Tällainen yhtiön etu on määriteltävissä osakeyhtiön toiminnan tavoitteiden ja tarkoituksen kautta.<sup>489</sup> OYL 1:5:n mukaan osakeyhtiön *toiminnan tarkoituksena* on voiton tuottaminen osakkeenomistajille, ellei yhtiöjärjestyksessä ole määrätty toisin.<sup>490</sup> Periaatteella tarkoitetaan velvollisuutta tuottaa voittoa osakkeenomistajille pitkän ajan kuluessa ja *going concern* yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytavoin, eikä voitonjakokelpoisten varojen maksimointia lyhyellä aikavälillä.<sup>491</sup> Tällainen voiton maksimointi ei välttämättä edistä yhtiön etua niin hyvin kuin esimerkiksi resurssien käyttö tuotekehitykseen, jos tuolla panostuksella tulevaisuudessa saatavat kokonaistulot ylittäisivät lyhyen aikavälin voiton maksimoimisesta saatavat tuotot.<sup>492</sup> Voiton tuottamisen tavoitteena on ennemminkin osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimointi.<sup>493</sup> Kyse on yhtiön koko toimintajan kaikkien tulevaisuudessa odotettavissa olevien voittojen (tuottoarvo) diskonttaamisesta nykyhetkeen, jonka perusteella muodostuu yrityksen kokonaisarvo. Yhtiön arvonnousu puolestaan näkyy toimivilla markkinoilla osakkeen arvon kohoamisena.<sup>494</sup>

Tosi asiassa yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa ollaan suhteellisen yksimielisiä siitä, että osakeyhtiöiden perimmäisenä tarkoituksena on edistää osakkeenomistajien intressien ohella yhtiön muodostaman sopimusverkon muidenkin jäsenten kuten velkojien ja työntekijöiden sekä yleisemmin koko yhteiskunnan hyvinvointia.<sup>495</sup> Sen sijaan osakeyhtiön historian ajan käyty debatti siitä, kenen etua yhtiön ja sen johdon tulisi edistää (ns. *shareholder – stakeholder* -keskustelu) koskee osakeyhtiön tuottaman yhteiskunnallisen hyvinvoinnin lisäyksen jakamista näiden yhtiön eri eturyhmien kesken. Yhtiön toiminnan tarkoituksen osalta tämä tarkoittaa pohdintaa siitä, onko osakeyhtiön (ainoana) tarkoituk-

---

<sup>489</sup> Dotevall 1989 s. 360; Mähönen & Villa 2006a s. 121. Ks myös HE 109/2005 vp s. 41, jossa todetaan, että osakeyhtiön johdolle asetettu velvollisuus yhtiön edun mukaisesti toimimisesta pitää sisällään toimimisen yhtiön *tarkoituksen* mukaisesti.

<sup>490</sup> Mahdollisuus poiketa voitontuottamistarkoituksen olettamasta on pörssiyhtiöiden osalta kuitenkin lähinnä teoreettinen, sillä pörssiyhtiöissä voiton tuottamisen merkitys on korostunut verrattuna esimerkiksi henkilöyhtiöihin. Vahtera 2011 s. 141.

<sup>491</sup> HE 109/2005 vp s. 38–39. Yrityksen oletetaan jatkavan toimintaansa toistaiseksi (*going concern*) KPL 3:3:1:n mukaisesti. Jos osakeyhtiö ei ole tarkoitettu toimimaan *going concern* vaan sen toiminta-aika on rajoitettu yhtiöjärjestyksessä, silloin se on tarkoitettu toimimaan yhtiöjärjestyksessä määrättyyn ajankohtaan saakka. Ks. Vahtera 2011 alav. 145.

<sup>492</sup> Mähönen 1998b s. 239.

<sup>493</sup> Airaksinen & Jauhiainen 1997 s. 54.

<sup>494</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 121, 122; HE 109/2005 vp s. 39; Vahtera 2011 s. 141. Oikeustaloustieteellistä yritysnäkemyksiä ja sen osakkeen arvon merkitystä toiminnan tarkoituksen toteutumisen mittapuuna on kritisoitu, koska osakkeen arvolla ei ole nähty olevan yhteyttä yrityksen reaali prosessiin. Kritiikin voi Vahteran mukaan nähdä kohdistuvan samalla koko osakeyhtiöoikeuteen, joka ei edes pyri määrittelemään yhtiön menettelytavan toteuttamaan toiminnan tarkoitusta. Yhtiöoikeus ei kerro mitään voiton tuottamisen tavasta eikä pyri selittämään yritysten liiketoiminnallisia päätöksiä. Ks. Vahtera 2011 s. 144.

<sup>495</sup> Kraakman et al. 2004 s. 18.

sena osakkeenomistajien sijoitusten arvon maksimointi vai onko osakeyhtiöllä laajempaa yhteiskuntavastuuta. OYL 1:5:een kirjattu toiminnan tarkoitus ilmentää sen taustalla vaikuttavaa valtavirtayhtiöoikeutta hallitsevaa *modernia* osakkeenomistajakeskeistä *shareholder value* -ajattelua, jolle koko osakeyhtiölaki rakentuu.<sup>496</sup>

Mallin pohjana on perinteinen mikrotaloustieteelliseen päämies-agenttisuhteita painotta-vaan yrityksen teoriaan pohjautuva osakkeenomistajakeskeinen yhtiönäkemyksen.<sup>497</sup> Perinteisen shareholder value -ajattelun mukaan osakeyhtiön yhteiskunnallinen hyöty saavutetaan parhaiten silloin kun yhtiön johdon velvollisuutena on edistää suoraan ainoastaan osakkeenomistajien taloudellisia intressejä<sup>498</sup>. Shareholder-malli on syrjäyttänyt historialliset vaihtoehtoiset sidosryhmämallit pääasiassa tehokkuutensa johdosta ja nykyisin katsotaan, että muiden kuin osakkeenomistajien intressit turvataan paremmin yhtiölainsäädännön ulkopuolisin keinoin. Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun on viime vuosina haastanut *stakeholder*-näkemys, joka korostaa johdon velvollisuutta huomioida osakkeenomistajien ohella myös muiden yhtiön etuhajojen hyvinvointi.<sup>499</sup> Lisäksi debattiin liittyy kysymys yritysten yhteiskuntavastuusta, joka tarkoittaisi johdolle asetettuja velvoitteita osakkeenomistajiin kohdistuvien fidusiaaristen velvollisuuksien ja lakeihin perustuvien velvollisuuksien yli.<sup>500</sup>

Kuvatuista yhteiskunnallisista odotuksista johtuen perinteinen shareholder value -ajattelu on kehittynyt. Osakeyhtiöiden toiminnan tarkoituksen ei voida kuitenkaan katsoa keskustelun seurauksena muuttuneen, vaan osakeyhtiöt pyrkivät edelleen tuottamaan voittoa osakkeenomistajilleen. Toiminnan tarkoituksen toteuttamisen tapa on sen sijaan muuttunut sidosryhmäkeskeisemmäksi.<sup>501</sup> Eräänlaista *modernia* osakkeenomistajakeskeistä ajattelua edustaa *Michael C. Jensenin* teoria ”valistuneesta arvonmaksimoinnista” (*enlightened value maximization*), jota myös Suomen osakeyhtiölain on katsottu heijastavan.<sup>502</sup> Valistunut arvonmaksimointi korostaa kaikkien yhtiön liikkeellelaskemien arvopaperien, sekä

---

<sup>496</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 3, 38.

<sup>497</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 75.

<sup>498</sup> Oikeustaloustieteellinen näkemys yhtiöstä ei sinänsä korosta osakkeenomistajien etuoikeutettua asemaa suhteessa muihin yhtiön intressiryhmiin. Ks. Hansmann & Kraakman 2001 s. 441.

<sup>499</sup> Osa tällaisista sidosryhmämalleista painottaa johdon fidusiaarisia velvollisuuksia, osa eturyhmien suoraa edustusta osakeyhtiöissä (ns. edustukselliset osakeyhtiöt). Hansmann & Kraakman 2001 s. 441–449.

<sup>500</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 80. Ks. osakkeenomistajakeskeisen ajattelun kritiikistä ja yritysten yhteiskuntavastuuta suomalaisen yhtiöoikeuskirjallisuuden osalta muun muassa Toivainen 2004.

<sup>501</sup> Vahtera 2011 s. 152.

<sup>502</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 93.

oman että vieraan pääoman ehtoisten, arvon maksimointia. Tämä edellyttää yhtiön kaikkien sidosryhmien huomioimista ja näiden tarpeiden tyydyttämistä. Kyse ei kuitenkaan ole sidosryhmäkeskeisestä ajattelusta, sillä toiminnan tavoitteena nähdään yhä yhtiön arvon maksimointi, nyt vain pidemmän aikavälin tähtäyksellä.<sup>503</sup>

Keskustelun osakeyhtiön tarkoituksesta voi olettaa jatkuvan edelleen. Osakkeenomistajakeskiseen näkemykseen kohdistetusta kritiikistä huolimatta sitä voidaan edelleen pitää tehokkaimpana tapana osakeyhtiön yhteiskunnallisen tehtävän toteuttamiseen. Shareholder value -ajattelu ei kannattajiensa mukaan ole ristiriidassa esimerkiksi yhtiöiden yhteiskuntavastuuta korostavien näkemysten kanssa, sillä osakkeenomistajien intressin toteutuksessa toteutuu myös osakeyhtiöiden yhteiskunnallinen tehtävä ja muiden sidosryhmien intressit<sup>504</sup>. Osakeyhtiöiden voitontuottamistarkoitus on taloudellisesti erittäin perusteltu, mutta olennaista on voiton tuottaminen yritystoiminnalla, joka pitkällä aikavälillä on toiminnan jatkuvuuden turvaavaa (going concern) sekä kaikkien osakkeenomistajien sijoitusten arvoa kasvattavaa eli voittoa tuottavaa<sup>505</sup>.

Koska osakeyhtiön ensisijaisena tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille edellä kuvatulla tavalla, seuraa tästä se, että *yhtiön edun* voidaan katsoa tarkoittavan osakkeenomistajien etua. Osakkeenomistajien edulla puolestaan tarkoitetaan kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua vähemmistöosakkeenomistajat mukaan lukien, joten toimiminen pelkästään tietyn osakkeenomistajan tai omistajaryhmän välittömien etujen mukaisesti on samalla yhtiön edun vastaista<sup>506</sup>. Asia voidaan ilmaista myös käänteisesti siten, että yhtiön edun vastainen toimenpide on samalla haitallinen koko osakkeenomistajakunnalle.<sup>507</sup>

---

<sup>503</sup> Ks. Jensen, Michael C: Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. Journal of Applied Corporate Finance, Vol 22, Issue 1, pg. 32–42, s. 33, 38–39. Suomessa Vahtera on kritisoinut valistuneen arvonmaksimoinnin teoriaa ja esittänyt, että puhtaasti osakkeenomistajakeskeisellä ajattelulla yhdistettynä toiminnan jatkuvuuden turvaamisvelvoitteeseen (*going concern*) päästäisiin asiallisesti samaan lopputulokseen. Ks. kritiikistä tarkemmin Vahtera 2011 s. 154–156

<sup>504</sup> Vahtera 2011 s. 148. Osakkeenomistajakeskeinen ajattelutapa kannustaa johtoa huomioimaan yhteiskuntavastuun osana osakkeenomistajien intressejä: yhtiöiden vastuu esimerkiksi työntekijöitä tai kuluttajia kohtaan realisoituu viime kädessä johdon korvausvelvollisuutena osakkeenomistajille fidusiaristen velvollisuuksien (esim. huolellisuusvelvollisuus) rikkomisena. Mähönen & Villa 2006a s. 81.

<sup>505</sup> Ks. Vahtera 2011 s.141–142, 147.

<sup>506</sup> Airaksinen & Jauhiainen 1997 s. 44,193; Bergström – Högfeltdt – Samuelsson 1994 s. 135–136; Hansmann & Kraakman 2001 s. 442.

<sup>507</sup> Bergström – Högfeltdt – Samuelsson 1994 s. 135–136. Tämä korostaa yleislausekkeen vähemmistösuojausnormia laajempaa käyttöalaa, koska yhtiön kustannuksella annettu epäoikeutettu etu voi perustua päätökseen, joka on vähemmistön ohella myös määräysvaltaosakkeenomistajien intressien vastainen. Ks. Mäntysaari 2002 s. 69.

Yleislausekkeen soveltuminen edellyttää, että päätöksestä tulee aiheutua etua osakkeenomistajan tai yhtiön *kustannuksella*.<sup>508</sup> Epäoikeutetun edun voi säännöksen sanamuodon mukaan saada:

- a) jokin ulkopuolinen yhtiön kustannuksella;
- b) osakkeenomistaja yhtiön kustannuksella<sup>509</sup>;
- c) osakkeenomistaja toisen osakkeenomistajan kustannuksella; tai
- d) jokin ulkopuolinen jonkin osakkeenomistajan kustannuksella.<sup>510</sup>

Yhtiön kustannuksella annettavat edut (a- ja b-kohta) ovat ristiriidassa osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen kanssa, koska tällaiset päätökset eivät edistä voiton tuottamista kaikille osakkeenomistajille siitä riippumatta kuka päätöksestä hyötyy vaan niiden seurauksena koko osakkeenomistajakollektiivi kärsii vahinkoa *a priori* osakeomistustensa suhteessa.<sup>511</sup> Yhtiön kustannuksella annettavaa epäoikeudetonta etua voi esimerkiksi olla perusteettomien palkkojen tai eläkkeiden maksaminen osakkeenomistajille tai johtohenkilöille.<sup>512</sup> Kolme viimeistä kohtaa rikkovat puolestaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, joten yhdenvertaisuusperiaatteen ja toiminnan tarkoituksen vastaiset toimet ovat osittain päällekkäisiä (c-kohta).<sup>513</sup> Yleislauseke ilmentää näin ollen yhdenvertaisuusperiaatteen ohella toiminnan tarkoituksen periaatetta<sup>514</sup> ja myös tästä syystä se tulee erottaa OYL 1:7:n otsikoinnista huolimatta yhdenvertaisuusperiaatteesta. Pohjoismaisessa oikeussuoradoktriinissa yhtiölle haitalliset toimet on katsottu yhdenvertaisuutta loukkaaviksi tyypillisesti silloinkin kun kyse on ennemmin toiminnan tarkoituksen vastaisista toimista. Osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden painottaminen on tässä mielessä hieman virheellistä.<sup>515</sup>

---

<sup>508</sup> Yleislauseke ei sovellu, jos kustannuksen kärsijänä olisi joku muu taho. Huttunen 1984 s. 421.

<sup>509</sup> B-kohdan mukainen yhtiökokouspäätös saattaa rikkoa OYL:n varojenjakosäännöksiä, jolloin kyse olisi Mäntysaaren mukaan viime kädessä velkojille aiheutuneesta vahingosta. Ks. Mäntysaari 2002 s. 75.

<sup>510</sup> Ks. myös Mäntysaari 2002 s. 69–75. Vrt. Bergström & Samuelsson 2001 s. 166 ja Bergström – Högfeldt – Samuelsson 1994 s. 136.

<sup>511</sup> Vahtera 2011 s. 168–169; Nerep & Samuelsson 2009 s. 492.

<sup>512</sup> Tällaiset toimet saattavat olla kiellettyjä myös laittoman varojenjaon (OYL 13:1) näkökulmasta. Af Schultén 2004 s. 124.

<sup>513</sup> Vahtera 2011 s. 168–169. Ks. OYL 5:29 §:n 3 momentti, josta käy hyvin ilmi yhdenvertaisuuden kytkös yhtiön sisäisiin asioihin. Säännöksessä kielletään yhtiökokousta tekemästä OYL 1:7:ssä tarkoitetun yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä ilman sen osakkeenomistajan suostumusta, jonka kustannuksella epäoikeutettua etua annetaan.

<sup>514</sup> Ks. esim. Truyen 2010 s. 181; Dotevall 1989 s. 282; Sandström 2005 s. 197.

<sup>515</sup> Tässä mielessä yleislausekkeen yhdenvertaisuutta korostavaa otsikointia voidaan pitää harhaanjohtavana. Ks. Vahtera 2011 s. 168–169.

Ruotsin oikeuskirjallisuudessa yleislausekkeen d-kohdan mukaista soveltamistilannetta ei ole lausekkeiden samasta kirjoitusasusta huolimatta nostettu esiin, eikä myöskään c-kohdan mukaista yhdenvertaisuuden loukkaamistilannetta ole pidetty Ruotsissa todennäköisenä<sup>516</sup>, minkä johdosta kaikkien yleislausekkeen kieltämien epäoikeutetun edun (todellisten) antamistilanteiden (kohdat a-b) katsotaan ruotsalaisessa oikeuskirjallisuudessa olevan osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen (*syfte*) vastaisia.<sup>517</sup> Näin osakeyhtiön voitontuottamistarkoitus ohjaa epäoikeutetun edun arviointia: yhtiökokouksessa on ruotsalaisen doktriinin sekä OYL:n esitöidenkin valossa sallittua tehdä osakkeenomistajan kanssa tämän kanssa *edullisia liiketoimia*, mikäli ne ovat yhtiön edun mukaisia.<sup>518</sup> Näin ollen päätöksen, joka on *liiketaloudellisesti oikea tai puolustettavissa*, ei katsota olevan yleislausekkeen edellyttämällä tavalla *epäoikeutettu* vaikka se merkitsisi poikkeamista osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta. Osakeyhtiön voitontuottamistarkoituksen voi katsoa asettuvan yhdenvertaisuuden edelle: Ruotsissa on esitetty, että toiminnan tarkoituksen periaate olisi nostettava nykyisestä yhdenvertaisuusperiaatteeseen nähden heikommasta asemastaan *tärkeimmäksi* osakeyhtiölain vähemmistösuojasäännökseksi.<sup>519</sup>

Suomessa yhtiön edunmukaisuutta ei ole aina haluttu hyväksyä ainoaksi yhtiökokouspäätöksen arviointikriteeriksi.<sup>520</sup> Yhtiön *liiketoiminnallisten päätösten* osalta eli silloin kun on kyse yhtiön toiminnasta suhteessa kolmansiin osapuoliin (myös osakkeenomista-

---

<sup>516</sup> Ks. mm. Bergström & Samuelsson 2001 s. 166–167. Ruotsalaisessa kirjallisuudessa esimerkkinä epäoikeutetun edun antamisesta osakkeenomistajalle toisen osakkeenomistajan kustannuksella on mainittu suunnattu osakeanti. Tämän osalta kuitenkin todetaan, että useimmiten yhtiön oman pääoman korottaminen on yhtiön intressissä ja suunnattu anti täyttää siten yhtiön edunmukaisuuden. Nerep & Samuelsson 2009 s. 492.

<sup>517</sup> D-kohdan mukaisena osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukkaavana taloudellisen etuuden siirtymisenä yhtiön ulkopuolelle ilman, että yhtiö kärsii vahinkoa, voisi ajatella tulevan kyseeseen esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttamis päätös, jolla yhtiöjärjestyksen lunastuslausekkeen soveltaminen aiheuttaa epäoikeutettua etua yhtiön ulkopuoliselle. Ks. mm. Savela 2010 s. 9. Oikeuskirjallisuudessa on lisäksi nostettu yhdenvertaisuutta loukkaavina esiin erilaiset järjestelyt yhtiöjärjestyksen mukaisen lunastuslausekkeen kiertämiseksi, jotka eivät sinänsä ole yhtiölle haitallisia, mutta joiden seurauksena vähemmistöosakkeenomistajien intressit ja lunastusoikeus tulevat loukatuksi. Ks. tarkemmin *Bargum, Alexander: Synpunkter på kringgående av inlösenklausul i ett aktiebolags bolagsordning*. Julkaistu Edilexissä 27.1.2011. Julkaistu aiemmin teoksessa Juristklubben Codex 70 år Festskrift. Helsinki 2010, ss. 17–30, s. 18–19, 28.

<sup>518</sup> HE 109/2005 vp. s. 40; Prop. 1973:93 s. 137.

<sup>519</sup> Bergström – Högfeldt – Samuelsson 1994 s. 162–164; Bergström & Samuelsson 2001 s. 168–170. Ks myös Andersson – Johansson – Skog 2009 7:94.

<sup>520</sup> Suomessa mm. Savela 2010 s. 18, on kritisoinut Ruotsissa vahvistunutta kantaa. Hänen mukaansa oikeuskirjallisuudessa on esitetty yhtiökokouspäätöksen arvioimiseksi yhtiön edunmukaisuuden lisäedellytyksiksi muun muassa: i) liiketaloudellisesti hyväksyttävä toimi ei saisi liiaksi suoria tiettyjä osakkeenomistajia toisten kustannuksella, ii) päätöstä ei tulisi hyväksyä, mikäli sen tavoite olisi ollut toteutettavissa vähemmistöä vähemmän rasittavin keinoin (vrt. edellä jakso 4.1.3 koskien USA:n harvainomistettuja yhtiöitä koskevassa oikeuskäytännössä kehittyntä business judgment rule -periaatetta vastapainottavaa sääntöä vähemmistön oikeudesta esittää näyttöä siitä, että tavoite olisi ollut saavutettavissa vähemmistölle vähemmän haitallisella tavalla ja iii) päätöksen seurauksena kenenkään osakkeenomistajan sijoituksen arvo ei saisi laskea. Näistä viimeksi mainittua voidaan pitää aivan liian tiukkana enemmistöperiaatteen rajoituksena.

jien kanssa tehtävät liiketoimet), yhtiön edunmukaisuus on kuitenkin riittävä kriteeri, koska toiminnan tarkoituksen vastaisuus tekee tällaisista toimista samalla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia<sup>521</sup>. Pohjoismainen sääntely on tässä mielessä lähellä angloamerikkalaista fidusiaarioppia, jossa korostetaan määräysvaltaosakkeenomistajan toimien sallittavuutta, kun niiden yhtiön edunmukaisuus on osoitettu<sup>522</sup>. Yhtiökokouspäätöksen yhtiön tarkoituksenmukaisuus toimii kontrolliosakkeenomistajalla eräänlaisen *business judgment rulen* tavoin ja oikeuttaa osakkeenomistajia jossain määrin eriarvoistavan yhtiökokouspäätöksen antamisen, kun kaikkien osakkeenomistajien voidaan katsoa lopulta hyötyvän päätöksestä voiton tuottamisen näkökulmasta<sup>523</sup>.

Sen sijaan yhtiön sisäiset toimet kuten päätökset varojenjaosta tai suunnatusta osakeantista täyttävät lähes poikkeuksetta kriteerin yhtiön edunmukaisuudesta, mutta saattavat rikkoa osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, jolloin pelkästään yhtiön edunmukaisuuden edellyttäminen ei luonnollisestikaan riitä ratkaisemaan konfliktia osakkeenomistajien välillä, vaan ratkaisuksi tarvitaan yhdenvertaisuusperiaatetta.<sup>524</sup> Edellä esitetyn nojalla perusteltua olisi pohjoismaisessa yhtiöoikeudessa nostaa toiminnan tarkoituksen periaatteen merkitys vähemmistönsuojanormina yhdenvertaisuusperiaatteen *rinnalle*<sup>525</sup>.

### 5.3 Pohjoismainen lojaliteetti

Yhtiöoikeudellinen yhtiökokouksen päätöksentekoa koskeva yleislauseke ilmentää määräysvaltaosakkeenomistajalle asetettua fidusiaarista lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja samalla sen kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Tällainen lojaliteetti on johdettavissa tarkasteltaessa yleislausekkeen syntyä ja sen taustalla olevia periaatteita. Vallitsevan doktriinin mukaan ainoastaan yhtiön johtoa sitova lojaliteettivelvoite oli jo vanhastaan ennen viimeisintä osakeyhtiölakiuudistusta johdettu *tulkinnalla* yhtiön johtoa koskevasta yleislausekkeesta (EOYL 8:14)<sup>526</sup>.

---

<sup>521</sup> Truyen 2010 s. 185.

<sup>522</sup> Ks. edellä mm. USA:n osalta jakso 4.1.2.1 ja Yhdistyneen kuningaskunnan osalta jakso 4.2.3.

<sup>523</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuus on liiketoiminnallisissa päätöksissä toiminnan tarkoituksen rikkomisen erityistapaus silloin, kun yhtiön voitontuottamistarkoitusta rikotaan joidenkin eikä kaikkien osakkeenomistajien vahingoksi suosimalla osakkeenomistajia, jotka ovat samalla yhtiön sopimuskumppaneita. Vahtera 2011 s. 166.

<sup>524</sup> Vahtera 2011 s. 166–167.

<sup>525</sup> Ks. myös Vahtera 2011 s. 169.

<sup>526</sup> Mm. Mähönen 1998b s. 241; Salonen 2000 s. 118–119. Ks. myös Ruotsin osalta Dotevall 1989 s. 277, joka on katsonut yleislausekkeen yhdessä johdon esteellisyyssäännösten kanssa muodostavan johdon lojaliteettivelvollisuuden perustan. Ks. vielä Prop. 1975:103 s. 376–377.

Erityisesti Ruotsissa johdon velvollisuutta edistää yhtiön parasta on tosin perinteisesti perusteltu ns. *organiteorian* kautta korostamalla johdon ja sen jäsenten asemaa yhtiöorganisaationa ja siten fidusiaariin rinnastettavina eräänlaisina asiamiehinä (*sysloman*).<sup>527</sup> Vastaavan tulkinnan tekemiselle ei yhtiökokouksen päätöksentekoa koskevasta yleislausekkeesta ole estettä huomioiden sen, että yhtiökokous on, huolimatta siitä, että sille kuuluu ylin päätösvalta yhtiön asioissa, kuitenkin yhtiön toimielin ja siten velvollinen ottamaan toiminnassaan huomioon yhtiön kokonaisedun<sup>528</sup>.

### 5.3.1 Oikeuden väärinkäytön kieltö

*Truyen* on esittänyt, että pohjoismaiset yleislausekkeet ilmentävät valtaa käyttävän osakkeenomistajan *lojaliteettivelvollisuutta* niiden taustalla vaikuttavan yleisemmän osakkeenomistajien vallan väärinkäytön kiellon kautta.<sup>529</sup> Tällainen enemmistöosakkeenomistajien määräysvallan väärinkäytön kiellon periaate oli tunnustettu Pohjoismaissa jo ennen yleislausekkeiden osakeyhtiölakiin kirjaamista.<sup>530</sup> Esimerkiksi Tanskassa yleislausekkeen katsotaan lähinnä kodifioineen oikeuskäytännössä kehitettyjä sääntöjä vähemmistösuojausta enemmistön väärinkäyttöä vastaan.<sup>531</sup> Sama periaate on tunnettu pitkään Norjassakin: ”*at majoriteten ikke maa misbruke sin myndighet til at fatte beslutninger der paa en likefrem anstøtelig maate prisgir minoritetens rettigheter eller intresser.*” Norjassa katsotaan, että osakkeenomistajalla on yhtiöön ”liittyessään” perusteltu oikeus odottaa enemmistöosakkeenomistajan käyttävän valtaansa *kunniallisuuden* rajoissa eikä yhtiömiehellä ole velvollisuutta alistua kunnian ja arvon vastaisiin enemmistövallan väärinkäyttöksiin. Suomen oikeuskäytännössä yhtiökokouksen päätöksen mitättömäksi julistamisen perusteeksi oli ennen yleislauseketta hyväksytty päätöksen oikeudettomuus (*orättmätighet*).<sup>532</sup>

Kuvattu osakkeenomistajien oikeuksien väärinkäytön kieltö on johdettu yhtiöoikeuteen siviilioikeudellisesta *oikeuden väärinkäytön kiellon* periaatteesta (abuse of rights).<sup>533</sup> Oi-

---

<sup>527</sup> ”Detta följer av den syslomanställning som styrelseledamöterna och verkställande direktören såsom organ för bolaget får anses inta i förhållande till bolaget.” Prop. 1975:103 s. 376:377. Ks. Lindholm – Holmström 2005 s. 281–282.

<sup>528</sup> Ks. Cederberg 1934 s. 15.

<sup>529</sup> *Truyen* 2010 s. 177–178.

<sup>530</sup> Werlauff 1991 s. 590–591. Periaate on Pohjoismaiden ohella tunnustettu vanhastaan esimerkiksi Saksassa, ks. tästä tarkemmin Cederberg 1934 s. 4–8.

<sup>531</sup> Werlauff 1991 s. 590–591; *Truyen* 2010 s. 176.

<sup>532</sup> Cederberg 1934 s. 4–9; Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 13.

<sup>533</sup> *Truyen* 2010 s. 177.



keuden väärinkäytön kieltä on vanhastaan tunnustettu yleinen oikeusperiaate, josta ei sellaisenaan ole säädetty Suomessa esimerkiksi perustuslaissa, mutta josta on muualla lainsäädännössä useita ilmauksia, kuten OikTL 33 §:n säännös kunnianvastaisen ja arvottoman oikeustoimen pätemättömyydestä.<sup>534</sup> Oikeuden väärinkäytöllä tarkoitetaan yleisesti menettelyä, jossa muodollisesti laillisia oikeustoimia käytetään hylättävässä tarkoituksessa toisen oikeuksien vahingoittamiseksi.<sup>535</sup> Kyse on jonkin omaisuuden omistusoikeuteen kytkeytyvän normaalisti sallitun määräysvallan käyttämisestä, jota ei kyseessä olevassa käyttöympäristössä voida kuitenkaan hyväksyä, koska se loukkaa toisen suojattua oikeutta.<sup>536</sup> Väärinkäytöllä tarkoitetaan oikeuksien aktiivista käyttämistä eli yhtiöoikeudellisissa kontekstissa osakkeen äänioikeuden käyttöä siten, että sillä estetään toista tahoja hyödyntämästä omaisuutensa käyttövapautta.<sup>537</sup>

*Truyenin* mukaan määräysvaltaa käyttävällä osakkeenomistajalla on oikeus käyttää osakkeeseen liittyviä oikeuksiaan ainoastaan siihen tarkoitukseen, jota oikeuksien on tarkoitus suojella eikä äänioikeuden käytöllä ole lupa edistää intressejä, jotka eivät yhtiökontekstissa saa suojaa.<sup>538</sup> Oikeuden väärinkäytön kieltä siten kiteyttää yleislausekkeen ilmentämän epäoikeutetun edun antamisen kiellon kieltä hyötyä oikeudettomasti toisen kustannuksella.<sup>539</sup> Oikeuden väärinkäytön kiellon voi katsoa kuvastavan osaa osakkeenomistajien suhteen lojaalisuudesta, mutta se ei kuitenkaan kuvasta lojaaliteetin erityistä fidusiarista luonnetta<sup>540</sup>, eikä sen selitysarvo siten riitä kuvamaan yleislausekkeen ilmentävää määräysvaltaosakkeenomistajalle asetettua fidusiarista lojaaliteettivelvollisuutta.

### 5.3.2 Uskollisuusvelvollisuus

*Mähönen* ja *Villa* ovat tulkinneet yleislausekkeen kytköksen *uskollisuusvelvoitteeseen* nivovan yleislausekkeen, joka koskee osakkeenomistajien ohella myös yhtiön johtoa, yhtiöoikeudelliseen fidusiariseen lojaaliteettivelvollisuuteen. Tämän tulinnan perusteella he

---

<sup>534</sup> Linna 2004 s. 622–624. Ks. KKO 1992:145, jossa takuusitoumukseen perustuva maksuvaatimus hylättiin sillä perusteella, että sen esittäminen asiassa oli takuusitoumuksiin perustuvan oikeuden väärinkäyttämistä.

<sup>535</sup> KKO 2011:68.

<sup>536</sup> Omaisuudensuojaan sisältyy oikeus saada suojaa omaisuuden käyttämiselle ja hyödyntämiselle. Ainakin olennaisten elementtien omistajan määräysvallasta katsotaan saavan suojaa. Oikeuden väärinkäytön kiellossa on kyse omaisuudensuojan rajoittamisesta. Linna 2004 s. 629–631. Rajoitusmahdollisuus on tunnustettu jo pitkään: perinteikkäässä siviilioikeuden oppikirjassakin on torjuttu sanonta, jonka mukaan ”sen, joka käyttää oikeutta, ei voida katsoa ketään loukanneen”. Ks. Kivimäki & Ylöstalo 1973 s. 427.

<sup>537</sup> Linna 2004 s. 631.

<sup>538</sup> Truyen 2010 s. 177–178.

<sup>539</sup> Ks. Villa 2003 s. 170.

<sup>540</sup> Ks. myös Truyen 2010 s. 178.

katsovat määrävässä asemassa olevalla osakkeenomistajalla olevan *vastaavia* velvollisuuksia yhtiön muita osakkeenomistajia kohtaan kuin yhtiön johdolla on kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.<sup>541</sup> Uskollisuusvelvollisuus on erityisesti ensimmäisenä ajatuksen yleislausekkeesta esittäneen *Lauri Cederbergin* yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa esiintuoma oikeusperiaate. Cederberg, joka sai vastattavakseen VOYL:n uudistamisen valmistelun vähemmistönsuojan parantamiseksi ja joka tässä tehtävässään toi osakeyhtiölakiin lähinnä Saksasta omaksuneensa yleislausekkeen (*Generalklausel*) korosti osakkeenomistajien ”uskollisuusvelvollisuutta” (*Treupflicht*) yhtiötä kohtaan.<sup>542</sup>

Oikeuskirjallisuudessa uskollisuusvelvollisuutta on pidetty eräänä lojaliteettivelvollisuuden lajina ja lojaliteettivelvollisuudesta onkin usein käytetty nimitystä uskollisuusvelvollisuus. Uskollisuusvelvollisuuden on sopimusoikeudessa katsottu olevan tyypillinen varsinkin sopimussuhteissa, joissa toinen osapuoli on vastapuoleen nähden alisteisessa asemassa: esimerkiksi työntekijälle on asetettu uskollisuusvelvollisuus työnantajaa kohtaan. Lisäksi uskollisuusvelvollisuus yhdistetään sopimussuhteisiin, joissa osapuolet ovat keskenään tasavertaisia, mutta joille ominaista on osapuolten keskinäinen *luottamus*. Tällaisissa oikeussuhteissa uskollisuusvelvollisuuden voidaan nähdä ilmentävän nimenomaan *fidusiaarista* lojaliteettia<sup>543</sup>. Uskollisuusvelvollisuus onkin voimakkaasti läsnä henkilöyhtiöoikeudessa yhtiömiesten välisen luottamussuhteen kulmakivenä.<sup>544</sup>

Cederbergin näkemyksen mukaan osakkeenomistajan uskollisuusvelvollisuus yhtiötä kohtaan ilmenee juuri siinä, että *yleislauseke* tarjoaa oikeuden moittia yhtiön ”kokonaisuuden etuja” loukkaavia yhtiökokouspäätöksiä sekä siinä, että osakkeenomistajan aseman väärinkäyttäminen tässä suhteessa aiheuttaa vahingonkorvausvastuun yhtiötä tai toista osakkeenomistajaa kohtaan. Tällaisen uskollisuusvelvollisuuden sisältönä on, ettei osakkeenomistaja saa yhtiökokouksessa *eikä muutenkaan* yhtiön asioissa toimien mene-

---

<sup>541</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 144–145; Villa 2008 s. 570–571.

<sup>542</sup> Olsson 1964 s. 350; Cederberg 1934 s. 15.

<sup>543</sup> Suomessa fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus on vanhastaan ilmennyt muun muassa uskollisuusvelvollisuuden nimellä. Muun muassa *Matthias Calonius* korosti aikanaan asiamiehen, jota tyypillisesti on pidetty fidusiaarina, uskollisuusvelvollisuutta KK 18:1:n ja OK 5:10:n nojalla. Myöhemmässä toimeksiantosopimuksia koskevassa kirjallisuudessa muun muassa *Saarnilehto* on todennut toimeksisaajan olevan velvollinen toimimaan päämiehen etu huomioon ottaen lojaalisti päämiestä kohtaan. Ks. Mähönen & Villa 2006a s. 116.

<sup>544</sup> Ämmälä 1994 s. 15–16.

tellä kokonaisuuden, toisin sanoen yhtiön ja samalla myös vähemmistön etuja *loukkaavalla* tavalla.<sup>545</sup>

Cederbergin 1930-luvulla lausuman voidaan katsoa tiivistävän nykyisenkin yleislausekkeen ilmentämän määräysvaltaosakkeenomistajan fidusiaariaseman sisällön<sup>546</sup>. Yleislauseke velvoittaa määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan olemaan lojaali ennen kaikkea yhtiötä ja samalla vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan. Lojaalisuus velvoittaa osakkeenomistajaa asettamaan eturistiriitatilanteessa yhtiön edun (toiminnan tarkoituksen) omien tai yhtiön ulkopuolisten tahojen edun edelle sekä olemaan hyötymättä kontrolliasemastaan epäoikeudettomasti nostamalla tai johtamalla yhtiöstä *epäoikeudettomia* taloudellisia etuja yhtiön ja/tai muiden osakkeenomistajien kustannuksella<sup>547</sup>. Osakkeenomistaja rikkoo lojaliteettivelvollisuuttaan esimerkiksi käyttäessään ilman muiden osakkeenomistajien suostumusta yhtiön omaisuutta tai liiketoimintamahdollisuuksia omaksi hyväkseen tai tehdessään määräysvaltaansa nojaten yhtiön lukuun omaa etuaan yhtiön kustannuksella edistäviä sopimuksia<sup>548</sup>. Sen sijaan osakkeenomistajan lojaliteetti ei täysin samaistu yhtiön johdolle asetettuun vastaavaan velvollisuuteen, koska kieltonormiksi muotoillun yleislausekkeen ei voida tulkita merkitsevän *osakkeenomistajien aktiivista velvollisuutta edistää* toimissaan yhtiön etua.

Osakkeenomistajien välisessä suhteessa uskollisuusvelvollisuudella (lojaliteetilla) on siten perustellusti olennaisesti erilainen sisältö kuin esimerkiksi henkilöyhtiöiden yhtiömiesten välisellä uskollisuusvelvollisuudella. Henkilöyhtiöoikeudessa yhtiömiesten uskollisuusvelvollisuus velvoittaa yhtiömiehen toimimaan osakeyhtiön johdon tavoin *aktiivisesti yhtiön parasta ajatellen*; toki aktiivisuuden aste vaihtelee yhtiön toiminnan laadun ja laajuuden, yhtiömiesten tehtävänjaon, palkkioperusteiden ym. mukaan. Tällaisen aktiivisen toimintavelvollisuuden perusta on yhtiömiesten jatkuvassa ja aktiivisessa keskinäisessä yhteistyössä.<sup>549</sup> Koska yhtiömiehillä on oikeus yksin hoitaa yhtiön asioita ilman toisten yhtiömiehen myötävaikutusta, eli yhtiömiehet ovat puolin ja toisin toistensa agentteja ja

---

<sup>545</sup> Cederberg 1934 s. 6.

<sup>546</sup> Tarkennuksena on todettava, että periaatteessa kaikkiin osakkeenomistajiin ulotettavissa oleva lojaliteetti koskee pohjoismaisten yleislausekkeiden muotoilutavasta johtuen ainoastaan määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia. Ks. myös. Truyen 2010 s.178.

<sup>547</sup> Myös *Nerep* ja *Samuelsson* ovat katsoneet yleislausekkeen asettaman kiellon yksittäistapauksissa antaa epäoikeudettomia etuja velvoittavan yhtiöorgaaneja olemaan lojaaleja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan. Ks. *Nerep & Samuelsson* 2009 s. 220–221.

<sup>548</sup> *Wilhelmsson & Jääskinen* 1992 s. 156.

<sup>549</sup> *Wilhelmsson & Jääskinen* 1992 s. 154–157.

päämiehiä, on yhtiömiesten keskinäisellä uskollisuudella ja lojaalisuudella henkilöyhtiön toiminnan kannalta aivan perustavanlaatuista merkitystä<sup>550</sup>.

Määräysvaltaosakkeenomistajan fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus (uskollisuusvelvollisuus) pelkistyy Cederbergin esittämällä tavalla velvollisuudeksi olla toiminnassaan *loukkaamatta* yhtiön ja samalla vähemmistön etuja, mutta aktiivinen yhtiön edun edistämiseksi velvoite puuttuu. Osakkeenomistajilta ei voida edellyttää yhtiön johtoa vastaavaa aktiivista lojaliteettia, koska heidän asemansa pääomaa sijoittavina osakkeenomistajina ei samaistu yhtiön johdon vastuuasemaan. Huomionarvoista on, että myös henkilöyhtiöoikeudessa uskollisuusvelvollisuuden merkitys on kommandiittiyhtiön äänettömien yhtiömiesten, joiden asema yhtiössä muistuttaa osakkeenomistajien asemaa siinä mielessä, että yhtiömiehen vastuu yhtiön veloista on rajoitettu hänen yhtiöpanoksena sijoittamaansa määrään, osalta hyvin rajoitettu ja luonteeltaan lähinnä passiivinen.<sup>551</sup> Aktiivisen toimimisvelvoitteen puuttumisen vuoksi kontrolliosakkeenomistajalla on edelleen oikeus olla osakkeomistuksensa suhteen passiivinen. Osakkeenomistajalla ei esimerkiksi ole velvollisuutta äänestää yhtiön edun mukaisen päätöksen aikaansaamiseksi; toisaalta osakkeenomistajan käyttäessä hallinnoimisoikeuksiaan aktiivisesti, niitä ei ole lupa käyttää yhtiön kokonaisuutta tai osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukkaaviin tarkoituksiin. Lojaliteettivelvollisuuden elastisuuden johdosta on mahdotonta ja tarpeetontakin arvioida, millainen kontrolliosakkeenomistajan käyttäytymistä koskevien konkreettisten velvoitteiden sisältö on kussakin tilanteessa. Lojaliteettivelvollisuuden tarkempi sisältö määräytyykin tapauskohtaisesti olosuhteiden perusteella.

---

<sup>550</sup> Ämmälä 1994 s. 40. Yhtiömiesten hallintovaltuus eli oikeus tehdä muita yhtiömiehiä sitovia toimia on luonteeltaan henkilökohtainen, eli yhtiömiehen ei voi valtuuttaa toista henkilöä osallistumaan yhtiön hallintoon hänen puolestaan (AKL 2:2:1). Syynä tälle on yhtiömiesten välinen syvä luottamussuhde: yhtiömiehen on voitava luottaa muihin yhtiön hallintoon osallistuviin yhtiömiehiin. Ks. Wilhelmsson & Jääskinen 1992 s. 79–80.

<sup>551</sup> Wilhelmsson & Jääskinen 1992 s. 157.

## 6 LOPPUPÄÄTELMÄ

Osakkeenomistajat käyttävät osakeyhtiössä *valtaa* lähtökohtaisesti osakeomistustaan vastaavan taloudellisen riskin suhteessa. Valta voi kuitenkin olla keskittynyt yhdelle tai useammalle osakkeenomistajalle huomattavan osakeomistuksen tai kontrollioikeuksien suhteellisuudesta poikkeavan jakautumisen seurauksena. Erityisesti osake ja ääni -periaatteesta poikkeamiseen perustuva määräysvaltaosakkeenomistus on perinteisesti ollut tavallista Pohjoismaissa; viime vuosikymmeninä keskittyneen omistuksen on havaittu yleistyneen kuitenkin myös niin angloamerikkalaisissa yhtiöoikeuskulttuureissa kuin kansainvälisestikin.

Kontrollioikeuksia preferoivan sijoittajan on keskistetyllä sijoitusstrategialla mahdollista osakeyhtiöoikeudellisen enemmistöperiaatteen turvin tehdä sallitusti osakeyhtiön liiketoiminnallisia päätöksiä toiminnan tarkoituksen rajoissa. Määräysvaltaosakkeenomistajan on kuitenkin mahdollista käyttää valta-asemaansa myös väärin vähemmistöosakkeenomistajien osakeomistukseen kohdistuvia suojattuja oikeuksia loukkaavalla tavalla. Väärinkäyttösmahdollisuudet ovat tässä yhtiöoikeudellisessa agenttisuhteessa perinteiseen johto-osakkeenomistajat-relaatioon nähden korostuneita sen johdosta, ettei niihin kohdistu yhtä voimakkaita valvonta- ja reagointikeinoja. Osakkeenomistajien johtoon kohdistamaa valvontaa ei käytännössä ole tilanteessa, jossa määrävällä osakkeenomistajalla on enemmistöpäätöksenteon nojalla johdon nimittämis- ja erottamisoikeus. Määräysvaltaosakkeenomistajien opportunistia ei lisäksi rajoita lähes lainkaan johdon pelotteena toimivat markkinaperusteiset valvontamekanismit.

Osana tehokasta *corporate governancea* tarvitaankin pakottavaa, osakkeenomistajien sopimusvapautta rajoittavaa sijoittajansuojasääntelyä, jolla määräysvaltaosakkeenomistajan opportunistia eli yhtiövarallisuuden käyttämistä omaksi hyväkseen yhtiön ja muiden osakkeenomistajien edut syrjäyttämällä pyritään *estämään*. Yritysten hallinnointi- ja valvontajärjestelmän kannalta keskeisiä ovat päätöksentekotilanteet, joita ei ole voitu osakkeenomistajien välisessä yhtiösopimuksessa ja siten sijoituspäätöksissä ennakoida. Yhtiölainsäädännön on näin arvopaperimarkkinoiden luottamuksen ja rahoitusjärjestelmän toimivuuden varmistamiseksi annettava selvä signaali siitä, ettei kontrolloivan osakkeen-

omistajan opportunismia ja samalla vähemmistönsuojassa tulevaisuudessa tapahtuvia odottamattomia muutoksia sallita<sup>552</sup>.

Sijoittajansuojan tehokkuuden kannalta on olennaista merkitystä yhtiöoikeudellisella avoimella periaatesääntelyllä, ennen kaikkea *fidusiaarisilla velvollisuuksilla*, joilla osakeyhtiöoikeudellisen agentin kiellettyä, opportunistista käyttäytymistä pyritään ennaltaehkäisemään, mutta joihin perustuen toiminta joka tapauksessa tulee jälkikäteisesti arvioituksi tuomioistuinten toimesta. Osakkeenomistajien välinen yhtiösopimukseen liiketoiminnan harjoittamisesta ja voiton tavoittelemisesta yhteiseen lukuun perustuva suhde on keskitetyn omistuksen osakeyhtiöissä fidusiaarinen luottamussuhde, koska yhtiövarallisuutta kontrolloiva ja yhtiössä hallituksen valintaoikeuden turvin todellista itsenäistä päätösvaltaa yhtiöomaisuudesta käyttävä määräysvaltaosakkeenomistaja toimii tällöin vähemmistön agenttina, fidusiaarina. Yhtiön ammattijohdon ohella fidusiaarinen, korostunut lojaliteetti on tarkoituksenmukaisin keino kontrolliomistajan opportunismien ennaltaehkäisyssä, koska määräysvaltaosakkeenomistajan tosiasialliset vallan väärinkäytön tilanteet voivat agenttisuhteen avoimuudesta ja sopimusten epätäydellisyydestä johtuen olla niin moninaisia, ettei niiden yksityiskohtainen kieltäminen tai muu sääntely ole ylipäätään mahdollista.

Agentuuriongelman ratkaisemiseen tarkoitettun *fidusiaarisen lojaliteettivelvollisuuden* sisältönä yhtiöoikeudessa on agentin velvollisuus ajaa lojaalisti *yhtiön etua*. Lojaliteettivelvollisuus siis kannustaa agenttia toteuttamaan osakeyhtiön *toiminnan tarkoitusta* eli voiton tuottamista osakkeenomistajille. Suomessa yhtiön johdon lojaliteettia koskevan OYL 1:8:n säätäminen sekä voitontuottamistarkoituksen (OYL 1:5) korostaminen ovat lähentäneet suomalaista yhtiöoikeutta merkittävästi angloamerikkalaiseen yhtiöoikeusdoktriiniin. Kun lojaliteetin sisällölle yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen sääntelyssä on jo haettu johtoa angloamerikkalaisesta oikeudesta, ei ole estettä omaksua Yhdysvalloissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa kehittyneitä lojaliteetin ulottuvuuksia myös osakkeenomistajien välisen agenttisuhteen osalta suomalaisen doktriiniin.

Tarkasteltaessa tilannesidonnaisesti Yhdysvalloissa kehittynyttä oppia osakkeenomistajan fidusiaarisesta lojaliteetista sekä toisaalta Yhdistyneen kuningaskunnan oikeuskäytännön ilmentymiä lojaliteetista havaitaan, että angloamerikkalaisessa oikeudessa määräysvalta-

---

<sup>552</sup> Mähönen & Villa 2006a s. 313.

osakkeenomistajan lojaliteetin sisältönä on velvollisuus asettaa yhtiön ja samalla kaikkien osakkeenomistajien yhteinen etu omien suorien tai välillisten intressien edelle. Vaikka lojaliteetin tarkka sisältö ja aste vaihtelevat tapauskohtaisesti, selvää on, ettei kontrolliasemaa saa hyödyntää vilpillisesti *olennaisten* taloudellisten etuuksien hankkimiseksi yhtiön kustannuksella. Sekä Yhdysvaltojen että Yhdistyneen kuningaskunnan yhtiöoikeudessa osakeyhtiön koolle ja luonteelle on lojaliteettivelvollisuuden astetta mitattaessa annettu merkitystä: osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus on korostuneempi pienissä, yksityisissä henkilöyhtiöitä muistuttavissa osakeyhtiöissä, tosin tällaista korostuneen lojaliteetin oppia on molemmissa maissa kritisoitu.

Pohjoismaissa lojaliteettivelvollisuutta (*lojalitetsplikt*) on jo perinteisesti yhtiöoikeudellisten intressiristiriitojen sääntelyssä pidetty parhaimpana sääntelyratkaisuna yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen konflikteihin – sen sijaan osakkeenomistajien keskinäistä suhdetta on säännelty lojaliteetin sijaan pakottavilla vähemmistönsuojanormeilla, joilla määräysvaltaosakkeenomistajan toimintavapautta on pyritty rajoittamaan.<sup>553</sup> Keskeisin näistä normeista on osakkeenomistajien määräysvallan väärinkäytön kieltävä *yleissäännös*, joka tutkielmassa esitetyn mukaan ilmentää yhtäältä vaatimusta osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta ja toisaalta vaatimusta päätösten yhtiön toiminnan tarkoituksenmukaisuudesta. Tutkielmassa esitetyn kannanoton mukaan määräysvaltaosakkeenomistajilla on vallitsevasta doktriinista huolimatta pohjoismaisessa yhtiöoikeudessa tosi asiassa fidusiarinen lojaliteettivelvollisuus yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan ja tämä velvollisuus on selkeästi perustettavissa pohjoismaiseen yleislausekkeeseen.

Yleislauseke ja sen taustalla vaikuttava osakkeenomistajien fidusiarinen lojaliteettivelvollisuus (uskollisuusvelvollisuus) siis velvoittaa määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan olemaan lojaali yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.<sup>554</sup> Pohjoismaisen lojaliteetin sisältönä on kontrolliosakkeenomistajan velvollisuus asettaa yhtiön etu omien tai ulkopuolisten intressien edelle sekä velvollisuus olla hyötymättä kontrol-

---

<sup>553</sup> Bergström & Samuelsson 2001 s. 28. Jo vuoden 1895 osakeyhtiölaissa oli lukuisia säännöksiä, jotka muodollisesti turvasivat kaikkien osakkeenomistajien oikeuksia, mutta joiden merkitys korostui vähemmistöosakkeenomistajien suojaamisessa. Kyse on ollut kaikista niistä säännöistä, joilla enemmistön ja yhtiöorganien vallankäyttöä osakeyhtiössä on pyritty sääntelemään (till skydd för aktieägarminoritet tjäna medelbart alla de aktiebolagsrättsliga regler, som normera majoritetens och bolagsorganens maktutövning). Cederberg & Ylöstalo 1962 s. 13.

<sup>554</sup> Ks. myös Kaisanlahti 2002 s. 14.

liasemastaan epäoikeudettomasti yhtiön ja vähemmistön etuja loukkaavalla tavalla. Angloamerikkalaisen doktriinin tapaan kontrolloivallakin osakkeenomistajalla on fidusiari asemasta huolimatta oikeus olla osakeomistuksensa suhteen itsekäs ja passiivinen, eikä häneltä edellytetä yhtiön tarkoituksen aktiivista edistämistä eli lojaliteettivelvollisuus näyttäytyy yhtiön johdon velvollisuuksiin verrattuna rajoitetumpana.

Verrattaessa lojaliteettivelvollisuuden sisältöä angloamerikkalaisessa oikeuskäytännössä kehittyneisiin oppeihin on huomattavissa, ettei velvoitteiden aineellisoikeudellisessa sisällössä ole merkittäviä eroja vaan pohjoismainen lojaliteettidoktriini on hyvin lähellä angloamerikkalaista käytäntöä. Pohjoismaissa ei tosin ole esimerkiksi Yhdysvaltojen *close corporation* -yhtiömuotoa vastaavaa sääntelyä, eikä meillä lojaliteettivelvollisuuden asteessa ole siten eroja julkisten ja yksityisten osakeyhtiöiden välillä. Erityisen korostuneelle lojaliteetille ei ole pienten yksityisten osakeyhtiöiden osalta Suomessa tarve, koska osakkeenomistajien on mahdollista pienissä yhtiöissä sopia keskinäisestä suhteestaan osakassopimuksin ja yhtiöjärjestyksellä, minkä lisäksi osakkeenomistajilla on sekä julkisissa että yksityisissä yhtiöissä systemaattisen vaikutusvallan väärinkäytön tilanteessa joka tapauksessa mahdollisuus lähteä yhtiöstä ja saada osakkeensa lunastettua kohtuulliseen hintaan tai yhtiö purettua ja sen omaisuus jaettua osakkeenomistajille.

Pohjoismainen yleislausekkeeseen perustuva lojaliteetti on itse asiassa jossakin määrin jopa angloamerikkalaista edistyksellisempi, mitä saattaa selittää Pohjoismaissa yleisen keskitetyn omistusrakenteen pitkä historia ja siten vähemmistöosakkeenomistajien suojaamisen korostunut tarve. Esimerkiksi Yhdysvalloissa lojaliteettivelvollisuus koskee lähtökohtaisesti ainoastaan ääntenemmistöä hallitsevia osakkeenomistajia, kun taas Suomessa lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen seuraamusten perusteella on pääteltävissä, että lojaliteetti velvoittaa enemmistöosakkeenomistajien ohella tosiasiallista, epämuodollista vaikutusvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia kuten institutionaalisia sijoittajia. Lisäksi Suomessa puututaan esimerkiksi juuri yhdysvaltalaista doktriinia selkeämmin yhtiökokouskäyttäytymisen lisäksi osakkeenomistajan muuhun, epäviralliseen toimintaan yhtiössä, mikä entisestään ilmentää osakkeenomistajan lojaliteetin tunnustamista.

Pohjoismaisessa oikeuskirjallisuudessa yleislausekkeen soveltamisen on arveltu johtavan vähemmistösuojan kannalta käytännössä samanlaiseen lopputulokseen kuin angloame-



rikkalaisen lojaliteettidoktriinin.<sup>555</sup> Suomessa *Savela* on katsonut, ettei osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle ole meillä ylipäättäen tarvetta, koska pohjoismainen yhdenvertaisuusperiaate (jolla *Savela* tarkoittaa OYL 1:7:aa kokonaisuudessaan) rajoittaa osakkeenomistajan väärinkäytösmahdollisuuksia.<sup>556</sup> *Savela* on oikeassa sikäli, että yleislausekkeen suojavaikutus vastaa lojaliteettivelvoitetta. Esimerkiksi verrattuna kasuistisiin, tyyppillisesti mannereurooppalaisiin säännöksiin pohjoismainen yleissäännös on, vaikkakin se yleisluontoisen standardin sijasta on formuloitu kieltosäännökseksi, avoin tulkintanormi, joka lojaliteettiperiaatteen tavoin kattaa kaikenlaiset päätöstilanteet ja jonka suurin merkitys on sen ennaltaehkäisevässä vaikutuksessa<sup>557</sup>. Yleislauseke jättää kontrolliosakkeenomistajan käyttäytymisen lopullisen arvioinnin *ex post* tuomioistuimille, joiden tulee yksittäistapauksittain ratkaista osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden ja fidusiaariaseman välinen ristiriita ja arvioida toiminnan lojaliteetinmukaisuus<sup>558</sup>.

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden kieltämiselle ei kuitenkaan ole tarvetta, koska velvoite on tutkielmassa esitetyllä tavalla jo faktisesti olemassa osa suomalaista ja pohjoismaista yhtiöoikeutta – sääntelyteknisesti se vain ilmenee OYL 1:7 yleislausekkeen kautta. Osakkeenomistajan fidusiaariaseman ja lojaliteetin fidusiaarisen luonteen korostaminen ja esiin nostaminen myös pohjoismaisessa yhtiöoikeuskeskustelussa on tärkeää, koska tällöin myös yleislausekkeen tulkinnassa ja soveltamisessa tulee vallitsevasta doktriinista poiketen paremmin huomioiduksi yhtiöoikeudellisen lojaliteetin perimmäinen tarkoitus osakeyhtiön voitontuottamistarkoitusta palvelevana funktiona. Voimakkaasti osakkeenomistajien yhdenvertaisuudelle rakentuvassa pohjoismaisessa doktriinissa ei ole riittävästi korostettu osakeyhtiön toiminnan tarkoitusta siitäkin huolimatta, että tyyppisimmissä osakkeenomistajan määräysvallan väärinkäytöstilanteissa on kyse itsekontraoinnista, joka ensisijaisesti loukkaa yhtiön toiminnan tarkoitusta ja yhtiön etua eikä niinkään osakkeenomistajien keskinäisen yhdenvertaisuuden pysyvyyttä.

Ideaalin sääntelyjärjestelmän tulisi *de lege ferenda* sijoittajansuojan parantamiseksi entistään korostaa osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen periaatetta määräysvaltaosakkeen-

---

<sup>555</sup> Ks. mm. Truyen 2010 s. 177; Lindholm & Holmström 2005 s. 282 alav. 2; Kaisanlahti 2002 s. 63–64. Vähemmistönsuojan kannalta eroja saattaa olla suojajärjestelmän *prosessuaalisessa* tehokkuudessa. Ks. Kaisanlahti 2002 s. 63–64; Mähönen & Villa 2006a s. 309–310. Lojaliteetin tehosteita ja prosessuaalisia kysymyksiä ei ole käsitelty tässä tutkielmassa.

<sup>556</sup> *Savela* 2010 s. 3–4.

<sup>557</sup> Ks. HE 27/1977 s. 68.

<sup>558</sup> Ks. Mähönen & Villa 2006a s. 145.

omistajien toimintaa rajoittavana ja ensisijaisesti lojaliteettia ilmentävänä oikeusperiaatteenä. Pohjoismaisen osakkeenomistajan fidusiarista lojaliteettivelvollisuutta koskevan periaatteen kiinteyttämisessä voidaan käyttää tulkinnallisesti apuna angloamerikkalaisessa oikeuskäytännössä kehittyneitä oppeja, joihin yleislausekkeen ilmentämä voiton tuottamistarkoitus doktriinimme jo voimakkaasti sitoo. Osakeyhtiöoikeudellisesta osakkeenomistajien keskinäisten suhteiden sääntelyssä keskeisestä yhdenvertaisuusperiaatteesta ei tule luopua – se täydentää toiminnan tarkoituksen periaatteen antamaa suojaa erityisesti yhtiön sisäisen päätöksenteon kuten voitonjaon tilanteissa. Säädännöllisesti osakkeenomistajan fidusiarista lojaliteettivelvollisuutta ei ole lainkaan välttämätöntä kirjata osakeyhtiölakiin johdon velvollisuuden tavoin nimenomaisesti, mutta OYL 1:7:n otsikointia ja yleislausekkeen kytkemistä säädösteknisesti osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen periaatteeseen tulisi harkita.