

## The Finnish Poison Pill: Buyout Obligation Triggered by Acquisition of Shares

**Paul Raade**

---

### *English Abstract*

*In Finland, the term poison pill (Finnish: myrkkypilleri) refers to a clause in a company's articles of association, obligating any shareholder whose share of the stock or the voting rights in the company reaches or exceeds a certain level, to buy out the other shareholders if they so demand. The motivation for the adoption of such a clause is that it, ex ante, hinders takeover attempts by way of raising the price of control, and, ex post, secures a viable exit for the remaining shareholders after a shift in control. Thus, the Finnish poison pill is effectively and terminologically vastly different from the poison pill defensive measures used in the US.*

*The validity of said clauses has been debated particularly in the last decade of the twentieth century. Arguments in favor of validity include the discretionary nature of the Limited Liability Companies Act, the amelioration of minority shareholder protection, certain opinions expressed in the travaux préparatoires of the LLC Act, and the importance of efficiency in the equities market. The most prominent argument against the validity of such clauses is that they would be in breach of the principle of transferability of shares. The Act provides, exhaustively, only two possible transfer restrictions to be adopted in the articles of association: the redemption clause and the consent clause. It has been argued that both systematic reasons and the wording of the Act show that the so-called poison pill clauses inflict restrictions to the transferability of shares that cannot be adopted in the articles of association. In Sweden, where statutory law also enumerates the lawful transfer restrictions in a very similar way, it has been accepted that a clause of this type is clearly in breach of the law.*

*In the case KKO:2005:122, the Finnish Supreme Court found that such clauses are not in breach of the Act by nature. According to the Court's decision, while the clauses do not, in the Court's view, impose legal restrictions on the purchase*

*of shares, their validity should be assessed case by case. In the case at hand the so-called poison pill clauses were exceptionally strict. The Court concluded that the provisions the company had adopted imposed an effective limitation on the acquisition of shares in the company. On these grounds, the court found that the clauses were in casu invalid.*

*In conclusion, the validity of so-called poison pill clauses remains unclear. The aforementioned Supreme Court case does not outline the rules that should be taken into consideration when assessing the validity of the clauses. On this basis, the article tries to establish grounds for the assessment of the validity of so-called poison pill clauses as well as suggest legislative changes to mitigate the difficulties arising from the uncertain validity of a key anti-takeover provision.*

### ***Full Article in Finnish***

## **Suomalainen myrkkypilleri eli omistusosuuteen kytketty lunastusvelvollisuus osakeyhtiössä**

Asiasanat: osakeyhtiö, yhtiöjärjestys, myrkkypilleri, lunastusvelvollisuus

### **1 Artikkelin aihe ja rajaus**

Myrkkypilleri eli lunastusvelvollisuusrajaa alentava yhtiöjärjestysmääräys on ollut varsin kiivaan keskustelun kohteena Suomessa. Myrkkypillerillä tarkoitetaan Suomessa osakeyhtiön, niin yksityisen kuin julkisenkin, yhtiöjärjestykseen otettuja määräyksiä, joiden perusteella osakkeenomistaja velvoitetaan tarjoutumaan ostamaan yhtiön kaikki osakkeet hänen omistusosuutensa tai äänimääränsä saavuttaessa yhtiöjärjestyksessä säädetyn, lakisääteistä alemman rajan.<sup>1</sup> Myrkkypillerin tarkoitus on hankaloittaa määräysvalta-aseman hankkimista yhtiössä korottamalla määräysvallan saavuttamiseksi tarvittavien osakkeiden suhteellista osuutta ja toisaalta tarjota osakkeenomistajille ulospääsymahdollisuus yhtiöstä, jossa määräysvalta on vaihtunut tai johon on muodostunut merkittävä vähemmistö. Koska myrk-

---

<sup>1</sup> Mähönen *et al.* 2006, s. 284.

kypillerin ottaa käyttöön yhtiöjärjestysmuutoksella omistajakunta, palvelee myrkkypilleri lähtökohtaisesti heidän oletettua etuaan.<sup>2</sup>

Käsitteenä myrkkypilleri on pidettävä erillään Yhdysvalloissa käytetyistä *poison pill*-järjestelyistä. *Poison pill*-menetelmät ovat tyypillisesti jo valtauksen alettua käynnistyviä, yrityksen toimivan johdon käyttämiä valtauksen torjuntakeinoja.<sup>3</sup> *Poison pill*-järjestelyjen tarkoitus on tehdä määräysvalta-aseman hankkimisesta huomattavasti hankalampaa valtaajan omistuksen dilutoitumiseen johtavalla suunnatulla osakeannilla.<sup>4</sup> Toisin kuin myrkkypilleri, erilaiset *poison pill*-menetelmät tekevät määräysvallan hankkimisen käytännössä mahdottomaksi<sup>5</sup>, eivätkä ne välttämättä tarjoa osakkeenomistajille keinoja irrottautua yhtiöstä, mikä taas on myrkkypillerilausekkeen keskeinen funktio.

Artikkelin peruskysymys on, ovatko myrkkypillerit laillisia ja jos ovat, millaisin ehdoin. Käytetty metodi on siis lainopillinen eli oikeusdogmaattinen. Myrkkypillerin lainmukaisuuden arvioinnissa käytän vertailukohtana Ruotsin oikeustilaa.

## 2 Lakisääteinen lunastusvelvollisuus ja myrkkypillerin käytön syyt

### 2.1 Lakisääteinen lunastusvelvollisuus

Myrkkypillerissä on pohjimmiltaan kysymys lakisääteisen lunastusvelvollisuusrajan alentamisesta. Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624, OYL) sisältää kaikkia osakeyhtiöitä koskevan lunastusvelvollisuuden. OYL 18:1.1:ssä säädetään osakkeenomistajalle, jonka omistusosuus ylittää 9/10 yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, velvollisuus lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet käyvästä hinnasta. Vähemmistöosakkailla on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Säännös on luonteeltaan vähemmistön-

---

2 Tai ainakin yhtiöjärjestyksen muuttamista kannattaneen enemmistön etua heidän oman oletuksensa mukaan. On toki mahdollista keskustella *ad infinitum* siitä, onko omistajakunnalla olemassakaan yhteistä etua ja mikä tämä yhteinen etu olisi.

3 Dawson *et al.* 1987, s. 423.

4 Pönkä 2008, s. 752.

5 Bebchuk *et al.* 2002, s. 905.

suojaäännös<sup>6</sup>: sen on tarkoitus taata vähemmistöosakkaille ulospääsy yhtiöstä, jossa he eivät voi yhdessäkään käyttää 1/10 ääniosuuteen kytkettyjä vähemmistönsuojakeinoja, kuten OYL 13:7:ssä annettua oikeutta vaatia vähemmistöosinkoa. Hallituksen esityksen mukaan säännöksestä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa vähemmistönsuojaa loukaten. Edelleen tämä tarkoittaa hallituksen esityksen mukaan sitä, ettei esimerkiksi lunastusoikeuden synnyttävää osake- ja äänimäärää voida alentaa, eikä lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa osake- ja ääntenenemmistöä koroteta.<sup>7</sup>

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeenomistajia koskee arvopaperimarkkinalain (26.5.1989/495, AML) 6:10:ssä säädetty velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous. Ostotarjousvelvollisuus syntyy, kun osakkeenomistajan osuus yhtiön osakkeiden äänimäärästä ylittää 30 prosenttia tai 50 prosenttia sen jälkeen, kun yhtiö on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Äänimäärää laskettaessa otetaan huomioon eräät osakkeenomistajan läheiset. Rajaa, jonka ylittäminen aiheuttaa velvollisuuden tehdä julkinen ostotarjous alennettiin vuonna 2006<sup>8</sup>, jota ennen raja oli 2/3 yhtiön osakkeiden tuottamista äänistä<sup>9</sup>.

Rajan alentaminen johtui ostotarjousdirektiivin<sup>10</sup> implementoinnista, sillä direktiivin 5 artiklassa asetetaan jäsenvaltioille velvollisuus varmistaa, että määräysvallan saavuttaneella osakkeenomistajalla on velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous muiden osakkaiden osakkeista. Määräysvaltaa ei ole direktiivissä määritelty ja tarjousvelvollisuuden aiheuttavan äänimäärän valinta sekä laskentatapa on jätetty kansallisen sääntelyn varaan (5.3 art.). Tosiasiallinen määräysvalta katsotaan voitavan aina saavuttaa yksinkertaisella enemmistöllä. Toisaalta omistuksen hajautumisen ja mahdollisesti epäaktiivisten omistajien vuoksi tosiasialliseen määräysvalttaan riittää usein pienempikin äänimäärä, minkä vuoksi lakiin valittiin tarjousvelvollisuuden rajaksi 30 prosenttia äänistä. Lisäksi lakiin haluttiin ottaa 50 prosentin tarjousvelvollisuusraja osakkeenomistajien suojaamiseksi niissä yhtiöissä, joissa on jo yli

6 HE 109/2005 vp., s. 169.

7 *Ibid.*

8 Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 442/2006 tuli voimaan 1.7.2006.

9 Ennen lainmuutosta ostotarjousvelvollisuudesta säädettiin AML 6:6:ssa.

10 Euroopan Parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista, Celex 32004L0025. Säädosmuutoksen taustoista ks. HE 6/2006 vp.

30 prosenttia omistava vähemmistöomistaja, koska muuten vähemmistön suoja olisi saattanut käytännössä heikentyä lainmuutoksen myötä.<sup>11</sup>

Koska tosiasiallinen määräysvalta on ollut mahdollista saavuttaa jo huomattavasti 2/3 äänimäärää pienemmällä ääniosuudella, on vähemmistöosakkaiden suojan määräysvallan keskittyessä katsottu olleen puutteellinen.<sup>12</sup> Myrkkypilleriä onkin käytetty erityisesti AML:ssa aiemmin säädetyn 2/3 rajan alentamiseen. Tarve myrkkypillerin käytölle on siten vähentynyt lainmuutoksen myötä. Toisaalta myrkkypillerin lainmukaisuuskysymys on edelleen relevantti, sillä myrkkypillerilausekkeita ei ole listayhtiöiden yhtiöjärjestyksistä välttämättä poistettu. Listaamattomien yhtiöiden tilanne ei ole AML:n muutoksella muuttunut, koska AML:ia sovelletaan lain 1:1:n mukaan vain yleiseen liikkeeseen saatettuihin arvopapereihin. Sillanpää on pitänyt lakisääteisen tarjousvelvollisuusrajan laskemista (silloisesta 2/3 kaikista äänistä) myrkkypillerillä vähemmistösuojan laajentamisena.<sup>13</sup> Timonen on katsonut, että lunastusvelvollisuuden tiukentaminen vaikuttaa eri tavoilla *ex ante* ja *ex post* -näkökulmista: valtausyritykset tulevat epätodennäköisemmiksi, mutta toisaalta valtauksen alettua tai toteuduttua tiukentaminen parantaa muiden kuin osakkeensa jo myyneiden asemaa. Vain jälkimmäisessä tapauksessa lunastusvelvollisuussäännöstä voitaisiin pitää vähemmistösuoja-säännöksenä.<sup>14</sup>

## 2.2 Syyt myrkkypillerin käyttöön

Myrkkypillerit ovat yksityisissä yhtiöissä harvinaisia.<sup>15</sup> Julkisesti noteeratuista yhtiöistä 30,9 prosenttia oli ottanut myrkkypillerin käyttöön vuonna 2002.<sup>16</sup> Julkisesti noteeratussa yhtiössä myrkkypillerin tarkoitus on vaikeuttaa yritysvaltauksia ja turvata erityisesti suurosakkaiden asemaa.<sup>17</sup> Myrkkypilleri parantaa suurosakkaan – samoin kuin pienesakkaankin – asemaa yhtiössä turvaamalla mahdollisuuden irrottautua yhtiöstä, jos määräysvalta

11 HE 6/2006 vp., s. 43.

12 *Ibid.*, s. 22.

13 Sillanpää 1994, s. 131.

14 Timonen 1997, s. 298.

15 Mähönen *et al.* 2006, s. 285.

16 Ks. Helminen 2006, s. 283 ja 286. Vuonna 2002 AML:n mukainen raja velvollisuudelle tehdä julkinen ostotarjous oli 2/3 yhtiön osakkeiden äänimäärästä, joten myrkkypillerilausekkeen käytölle voi katsoa aiemmin olleen enemmän tarvetta.

17 Timonen 1997, s. 297.

yrietyksessä vaihtuu tai yrietykseen muodostuu päätöksentekoon merkittävästi vaikuttava vähemmistö. Toisaalta myrkkypilleri vähentää suurosakkaan osakkeiden mahdollisia ostajia ja heikentää hänen omistuksensa likviditeettiä, sillä ostajaehdokkaana tulevat kyseeseen – koko osakekannan ostamisesta kiinnostuneiden lisäksi – vain ne, joiden omat osakkeet yhdessä ostettavien osakkeiden kanssa eivät ylitä lunastusrajaa. Pienosakkeenomistaja ei tosin joudu kärsimään merkittävästi likviditeetin heikkenemisestä, sillä hänen osakkeidensa hankkiminen ei yleensä aiheuttaisi lunastusvelvollisuusrajan ylittymistä.<sup>18</sup>

Sekä AML:n mukainen velvollisuus tehdä ostotarjous että yhtiöjärjestykseen otettu myrkkypilleri vaikuttavat lunastukseen oikeutetun kannalta samalla tavalla: hänellä on oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lunastusvelvollisen kannalta AML:n säännös on hieman ankarampi, koska lunastusvelvollinen joutuu tekemään ostotarjouksen lunastukseen oikeutettujen osakkeista, eikä vain odottamaan lunastukseen oikeutettujen lunastusvaatimuksia. Koska tarkoitukseni on käsitellä lunastusvelvollisuutta yhtiön itsensä käyttöönottamana valtauksentorjuntamenetelmänä, sivuutan pohdinnan lakiin säädetyn ostotarjousvelvollisuuden tarpeellisuudesta ja mahdollisesta oikeasta lunastusvelvollisuusrajasta.

### 3 Myrkkypillerin lainmukaisuudesta esitetyt näkemykset

#### 3.1 Argumentit lainmukaisuuden puolesta

OYL 18:1.1:ssä säädetään lunastusvelvollisuus osakkeenomistajalle, jonka osuus yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä ylittää 9/10. Vastaavasti vähemmistöön kuuluvilla osakkeenomistajilla on oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Hallituksen esityksen mukaan yhtiöjärjestyksessä ei voida poiketa säännöksestä vähemmistönsuojaa heikentäen, esimerkiksi korottamalla lunastusvelvollisuuden aiheuttavaa rajaa tai alentamalla lunastusoikeuden tuottavaa osake- ja ääntenemmistöä.<sup>19</sup> Mähönen *et al.* ovat katsoet hallituksen esityksen antavan sen käsityksen, että rajoja voitaisiin muuttaa toiseen suuntaan.<sup>20</sup> Toisin sanoen lunastusvelvollisuusrajaa voitaisiin alentaa

18 Vrt. *ibid*, s. 292–294.

19 HE 109/2005 vp., s. 169.

20 Mähönen *et al.* 2006, s. 286.

esimerkiksi 85 prosenttiin ja lunastusoikeuden suovaa rajaa korottaa esimerkiksi 95 prosenttiin<sup>21</sup>.

OYL 1:9:ssä säädetään mahdolliseksi määrätä yhtiöjärjestyksessä yhtiön toiminnasta. Säännöksen mukaan yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräyksiä, jotka ovat lain, muun pakottavan säännöksen tai hyvän tavan vastaisia. Hallituksen esityksessä säännöstä luonnehditaan ”pääasiallisesti informatiiviseksi”.<sup>22</sup> Myös edellisen osakeyhtiölain (29.9.1978/734, EOYL) aikana on ollut mahdollista ottaa yhtiöjärjestykseen määräyksiä, joilla poiketaan lain niistä säännöksistä, jotka eivät ole pakottavia. Lisäksi yhtiöjärjestykseen on voitu ottaa muita määräyksiä, jotka eivät ole lainvastaisia. Siitä, että osa EOYL:n säännöksistä oli kirjoitettu niin, että niissä nimenomaisesti mainittiin mahdollisuudesta ottaa yhtiöjärjestykseen tiukempi määräys, ei voida päätellä, että vain kyseisten säännösten kohdalla olisi yhtiöjärjestyksessä voitu poiketa lain säännöksistä.<sup>23</sup> Muunlaisen määräyksen sallittavuutta arvioitaessa olisi kiinnitettävä huomio käsillä olevaan asiaan mahdollisesti liittyvän OYL:n säännöksen ja OYL:n yleisten periaatteiden kannalta.<sup>24</sup> Tältä pohjalta Sillanpää katsoo, että lunastusvelvollisuusrajan alentaminen olisi sallittua, sillä se hänen mukaansa merkitsee vähemmistönsuojan laajentamista.<sup>25</sup>

Sillanpään mukaan yhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeen vapaa luovutettavuus, josta on katsottu voitavan poiketa vain lain säännöksellä tai lain sallimilla yhtiöjärjestyksen määräyksillä. Lunastusvelvollisuusrajan alentaminen ei rajoittaisi osakkeen luovutettavuutta, koska osakkeen voi edelleen luovuttaa kenelle hyvänsä. Sillanpään mukaan se ei rajoita osakkeen luovutettavuutta, sillä ”kyseessä on säännös, joka periaatteessa on sijoittajaa suojaava, jollainen osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatekin on”. Kolmantena argumenttinaan Sillanpää esittää lunastusvelvollisuuden perustuvan sopimusvapauden periaatteelle. Sopimusmääräysten sallittavuutta arvioitaessa olisi kiinnitettävä erityistä huomiota [arvopaperi]markkinoiden toimivuuteen.<sup>26</sup>

21 Mähönen – Villa 2006, s. 543.

22 HE 109/2005 vp., s. 41.

23 Sillanpää 1994, s. 293.

24 *Ibid.*, s. 130.

25 *Ibid.*, s. 131.

26 *Ibid.*, s. 131–132.

### 3.2 Argumentit lainmukaisuutta vastaan

EOYL 3:2:ssa säädettiin sallituista rajoituksista osakkeen luovutettavuuteen.<sup>27</sup> Säännöksen mukaan osake voitiin rajoituksetta luovuttaa ja hankkia, ellei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta johtunut. Oikeutta luovuttaa ja hankkia osake voitiin rajoittaa vain luvun 3 ja 4 pykälän mukaisesti, eli ottamalla yhtiöjärjestykseen lunastus- tai suostumuslauseke. OYL 3:6:ssa säädetään asiasta vastaavalla tavalla: yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake vain luvun 7 pykälän (lunastuslauseke) ja 8 pykälän (suostumuslauseke) mukaisesti. OYL 3:6:n on tarkoitus vastata EOYL 3:2:ää. Hallituksen esityksen mukaan tarkoituksena on ollut säilyttää luovutus- ja hankintarajoitusten tyyppipakkoperiaate, koska nämä merkitsevät poikkeusta OYL 1:4:ssä säädettyyn osakkeiden vapaan luovutettavuuden periaatteeseen.<sup>28</sup>

Myrkkypillerin lainvastaisuutta voidaan ensinnäkin perustella lain sanamuodolla. Luovutusrajoitusten suhteen vallitsee siis tyyppipakkoperiaate: yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa esimerkiksi henkilö- tai etuostolauseketta. Huttusen mukaan tämä koskee myös myrkkypilleriä, jonka hän katsoo olevan huomattavasti laissa sallittuja rajoituksia ja kielletyistä rajoituksista esimerkkeinä mainittuja henkilö- ja etuostolausekkeitä.<sup>29</sup>

Kuten edellä todettiin, Sillanpää on perustellut lunastusvelvollisuusrajan alentamisen sallittavuutta mahdollisuudella laajentaa vähemmistönsuojaa, sopimusvapaudella ja markkinoiden toimivuudella. Lisäksi hänen mukaansa lunastusvelvollisuutta ei voida pitää luovutusrajoituksena, sillä se on osakkeiden vapaan luovutettavuuden tavoin sijoittajaa suojaava säännös.<sup>30</sup> Määräysvallan vaihtumis- tai vahvistumistilanteissa lunastusvelvollisuus-säännös vaikuttaa vähemmistön eduksi ja olisi siten lähtökohtaisesti sallittu.

27 Yksityiskohtana mainittakoon, että osakeyhtiölain voimaantulon jälkeen annetun lain (21.7.2006/625) 5.3 §:n mukaan ennen EOYL:n voimaantuloa 1.3.1978 yhtiöjärjestykseen otettuihin luovutusrajoituksiin sovelletaan edelleen osakeyhtiöistä annettua lakia (2.5.1895/22). Vuoden 1895 laki ei periaatteessa rajoittanut luovutusrajoitusten käyttöönottoa (ks. 32.1 §) ja vanhat luovutusrajoitukset ovatkin päteviä riippumatta siitä, pidetäänkö niitä OYL:n mukaan pätevinä vai ei.

28 Perusteluiksi mainitaan selkeys ja pyrkimys tulkintavaikeuksien välttämiseen, ks. HE 109/2005 vp., s. 54.

29 Huttunen 2005, s. 2 ja Huttunen 2006, s. 457.

30 Sillanpää 1994, s. 131–132.



Säännöksen vähemmistönsuojaluonne ei kuitenkaan ole hankinta- ja luovutusvapauksien kannalta relevantti.<sup>31</sup> Vastaväittäjän lausunnossaan Nuolimaa huomauttaa ensinnäkin, että kysymys ei ole siitä, rajoittaako lunastusvelvollisuusrajan alentaminen osakkeiden vapaata luovuttamista, vaan sen rinnakkaisvapaudesta, vapaudesta hankkia osakkeita. Osakkeen hankkimisen vapaus sisältää myös vapauden olla hankkimatta osakkeita, mutta lunastusvelvollisuus merkitsee hankkimisvelvollisuutta.<sup>32</sup>

Timosen mukaan lunastuslausekkeen merkitystä hankinnan ja luovutuksen vapauden kannalta voidaan arvioida sanamuotoon perustuvalla tai järjestelmätulkinnalla. Sanamuotoon perustuva tulkinta lähtisi siitä, että erotettaisiin omistusoikeuden siirtyminen ja omistusoikeuteen liittyvät oikeudet ja velvollisuudet. Lunastusvelvollisuus ei rajoittaisi omistusoikeuden siirtymistä eli osakkeen hankkimista tai luovuttamista. Koska EOYL 3:2:ssä säädetyn osakkeen vapaan vaihdannan voitaisiin katsoa koskevan vain omistusoikeuden siirtymistä, se ei näin ollen sanamuotonsa puolesta rajoittaisi lunastusvelvollisuusrajan alentamista. Järjestelmätulkinta sen sijaan painottaisi osakkeiden vaihdannan vapautta osakeyhtiöoikeuden keskeisenä periaatteena. Koska lunastusvelvollisuusrajan laskeminen tosiasiallisesti heikentää mahdollisuuksia hankkia osake, se olisi järjestelmätulkinnan perusteella lainvastainen. Timosen kannan mukaan osakkeiden vaihdannan vapautta olisi pidettävä niin painavana yhtiöoikeudellisena periaatteena, että kaikkia sitä tosiasiallisesti rajoittavia yhtiöjärjestysmääräyksiä olisi pidettävä EOYL 3:2:n vastaisina.<sup>33</sup> Sitten Timonen on muuttanut mieltään ja katsoo OYL:n virallisperusteluiden ja uudemman oikeuskäytännön osoittavan, että lunastusvelvollisuuden tiukentaminen on mahdollista.<sup>34</sup>

Sillanpään mukaan markkinoiden toimivuus olisi huomioitava, sillä sopimukset vaikuttavat arvopaperin arvonnäärityksessä ja arvopaperimarkkinoille olisi kohtalokasta, jos sopimukseen ei voitaisikaan luottaa.<sup>35</sup> Sopimusvapautta ja markkinoiden toimivuutta ei kuitenkaan voida rinnastaa, sillä ongelmassa on kysymys sopimusvapauden ulottuvuudesta, eli siitä, sallitaan-

31 Timonen 1997, s. 301.

32 Nuolimaa 1994, s. 1162.

33 Timonen 1997, s. 301–303.

34 Timonen 2006, s. 319, ks. HE 109/2005 vp., s. 169 ja KKO:2005:122.

35 Sillanpää 1994, s. 132.

ko yhtiöoikeudessa tällaiset järjestelyt. Näin ollen lunastusvelvollisuusrajan alentamista ei voida arvioida tarkoituksenmukaisuuskysymyksenä, koska se on laillisuuskysymys.<sup>36</sup>

EOYL:n, samoin kuin OYL:n, 9/10 lunastusvelvollisuusraja perustui siihen, ettei yhtiössä ollut enää määrävähemmistöoikeuksien käyttämiseen oikeutettua vähemmistöä. Määrävähemmistöoikeuksien käyttöön oikeutetun vähemmistön katoamisen aiheuttama lunastusvelvollisuus oli siten vähemmistönsuojasäännös, eikä EOYL:sta tai AML:sta lainvalmisteluaineistoinen ollut saatavissa tukea mahdollisuudelle korottaa lunastusvelvollisuusrajaa. Toisaalta ilman lainsäädännön rajan laskemiselle antamaa tukea olisi rajaa tullut Nuolimaan mielestä pitää osana pakottavaa oikeutta. Lunastusvelvollisuusrajaa olisi tullut pitää indispositiivisena, sillä ”lunastusvelvollisuus asettaa poikkeuksellisen velvollisuuden enemmistöosakkaalle”.<sup>37</sup>

Sanottu koski EOYL:n aikaista tilannetta. Vaikka OYL:n ja EOYL:n säännökset ovat tältä osin hyvin samankaltaisia, pidetään OYL:n virallisperusteluissa lunastusvelvollisuusrajan alentamista vähemmistönsuojan parantamiseksi mahdollisena.<sup>38</sup> Oikeuslähdehierarkian kannalta virallisperusteluista luettavissa oleva kanta vaikuttaa ensi alkuun ongelmalliselta esimerkiltä lain säätämisestä perusteluissa. Koska OYL kuitenkin on lähtökohtaisesti tahdonvaltaista oikeutta (OYL 1:9) ja säännösten pakottavuus on lain vaietessa tulkittava säännöksen tarkoituksen perusteella<sup>39</sup>, voitaneen vähemmistönsuojanormin luonteista OYL 18:1:ää tulkita siten kuin virallisperusteluissa esitetään. Timosen mukaan lunastusvelvollisuuden asettaminen 1/10 määrävähemmistön katoamiseen johtuu siitä, että lunastusvelvollisuutta on pidetty tällaisessa tilanteessa välttämättömänä, eikä niinkään siitä, ettei sitä olisi pidetty muissa tilanteissa mahdollisena. Niinpä lakisääteisen lunastusvelvollisuuden kytkeminen määrävähemmistön puuttumiseen ei vielä tämänkään takia tarkoittaisi, ettei rajaa voitaisi laskea.<sup>40</sup>

36 Timonen 1997, s. 301.

37 Nuolimaa 1994, s. 1163.

38 HE 109/2005 vp., s. 169. Ongelmallinen kohta kuuluu: ”Lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevista säännöksistä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa siltä osin kuin säännösten tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia. Niinpä yhtiöjärjestyksessä ei esimerkiksi voida määrätä lunastusvelvollisuuden aikaansaavaa osake- ja ääntenenemmistöä korkeammaksi, kuin laissa säädetään.”

39 HE 109/2005 vp., s. 41.

40 Timonen 1997, s. 303.

### 3.3 Myrkkypilleri Ruotsin oikeuden mukaan

Ruotsissa luovutusrajoituksista säädetään hyvin samankaltaisesti kuin Suomessa. Myös Ruotsissa kaikkia osakeyhtiöitä koskee määrävähemmistöoikeuksien käyttöön oikeutetun vähemmistön katoamiseen kytketty lunastusvelvollisuus ja vähemmistöosakkeenomistajien oikeus vaatia lunastusta.<sup>41</sup> Enemmistöosakkeenomistaja, jonka omistusosuus yhtiön osakkeista ylittää 9/10, on Ruotsin osakeyhtiölain (aktiebolagslag 2005:551, ABL) mukaan oikeutettu lunastamaan jäljellä olevat osakkeet (ABL 22:1). ABL sallii kolme vaihdannanrajoituslauseketta, jotka ovat suostumuslauseke (ABL 4:8–17), etuostolauseke (4:18–26) ja lunastuslauseke (4:27–36).<sup>42</sup> Asiallisesti ottaen molempien lakien mukaan luovutus- ja hankinnanrajoitusten suhteen vallitsee tyyppipakkoperiaate: vain lainsäännöksessä mainitut luovutus- ja hankinnanrajoitukset ovat sallittuja. Suomessa oikeustilaa myrkkypillerin sallittavuuden suhteen on pidetty epäselvänä. Ruotsissa sen sijaan on otettu samankaltaisesta sääntelystä huolimatta hallituksen esityksessä voimakas tulkintakannanotto lunastusvelvollisuusrajan alentamista, tai tarkemmin sanottuna, tarjousvelvollisuutta (*erbjudandeplik*) vastaan. Esityksessä todetaan yksiselitteisesti, ettei yhtiöjärjestykseen voida ilman lain tukea ottaa määräyksiä tarjousvelvollisuudesta tietyn ääniosuuden saavuttaneelle osakkaalle.<sup>43</sup>

Ruotsin hallituksen esityksessä todetaan, että oikeustieteessä on torjuttu mahdollisuus ottaa tarjousvelvollisuuslauseke yhtiöjärjestykseen ilman lain tukea.<sup>44</sup> Esityksen mukaan hallitus jakaa tämän näkemyksen, sillä tarjousvelvollisuuslauseke *tosiasiassa* rajoittaa osakkeiden vapaata luovutettavuut-

41 Säännöksen perusteluista tarkemmin Prop. 2004/05:85, s. 437.

42 Ks. ABL 4:7, joka kuuluu ”Aktier kan överlätas och förvärvas fritt, om inte annat följer av ett sådant förbehåll i bolagsordningen som anges i 8, 18 eller 27 § eller annars av lag. Finns det flera förbehåll i bolagsordningen som inskränker aktiers överlåtbarhet, skall de anges var för sig.” ABL:n tuntemista sallituista hankinnan- ja vaihdannanrajoituksista ks. esim. Rolf Skog: Rodhes aktiebolagsrätt, Upplaga 21:1, Stockholm, Norstedts Juridik 2006, s. 157–161. Huomautettakoon, että ABL:n tuntema etuostolauseke ei ole Suomessa OYL 3:6:n mukaan sallittu.

43 Prop. 2004/05:85, s. 272. Komiteanmietintö on todetusti, *ibid.* s. 273, samalla kannalla, ks. Aktiebolagskommittén 1997, s. 207.

44 Prop. 2004/05:85, s. 273 viitataan Hellner 1999, s. 266, jossa todetaan: ”[Även om det inte uttryckligen framgår av lagtexten,] får överlåtelsefriheten också anses medföra, att aktieägare inte kan åläggas att förvärva flera aktier i bolaget utan stöd av lag.”

ta.<sup>45</sup> Suomessa osakkeiden vapaan luovutettavuuden tosiasiallista rajoitusta ei ole yleisesti hyväksytty perusteeksi myrkkypillerin lainvastaisuudelle.

Ruotsissa arvopaperimarkkinalainsäädännön alaan kuuluva pakollinen ostotarjous ei ole herättänyt innostusta.<sup>46</sup> Säännökset listayhtiöiden osakkeisiin kohdistuvasta pakollisesta ostotarjouksesta onkin Ruotsissa otettu lakiin vasta niin sanotun ostotarjousdirektiivin vaatimuksesta.<sup>47</sup> Ruotsissa velvollisuus tehdä ostotarjous muiden osakkeenomistajien osakkeista on kytketty 30 prosentin ääniosuuden saavuttamiseen.<sup>48</sup>

## **4 Korkeimman oikeuden ratkaisu KKO:2005:122**

### **4.1 Tapauksen tausta**

Tapauksessa Jakobstadsnejdens Telefon Ab:n (jälj. JT Ab) yhtiökokous oli päättänyt muuttaa yhtiöjärjestystä ja korottaa osakepääomaa rahastoannilla. Yksi yhtiöjärjestykseen tehdyistä muutoksista oli myrkkypillerin käyttöönotto. Yhtiöjärjestysmääräyksen mukaan osakkeenomistaja, jonka osuus yhtiön kaikista osakkeista tai niiden tuottamista äänistä saavutti tai ylitti 10, 33 1/3, 50 tai 66 2/3 prosenttia, oli velvollinen muiden osakkeenomistajien vaatimuksesta lunastamaan näiden omistamat osakkeet.<sup>49</sup> Lunastushintaa koskeva ehto oli erittäin ankara ja olisi käytännössä aina aiheuttanut osakkeiden käypää hintaa korkeamman lunastushinnan. Yhtiöjärjestysmääräykseen oli sisällytetty neljä erilaista tapaa laskea lunastushinta, joista korkein olisi valittava lunastustilanteessa. Voitaneen sanoa, että mikä tahansa neljästä sovellettavasta laskentatavasta olisi jo yksin antanut käypää hintaa korkeamman lunastushinnan.

JT Ab:n yhtiöjärjestykseen tehtyjen muutosten motiivina oli torjua jo alkanut yritysvaltaus, eikä myrkkypillerin käyttöönotto ollut ainoa toimi, jolla asiassa kantajana esiintyneen osakkeenomistajan aloittamaa yritysvaltausta

45 Prop. 2004/05:85, s. 273: ”Vi delar uppfattningen att förbehåll av detta slag i praktiken begränsar aktiernas överlåtbarhet.” Kursivointi tässä.

46 Käydystä keskustelusta ks. Rolf Skog: Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? – A Critical Analysis, Stockholm, Juristförlaget 1995, s. 37–40.

47 Sääntelytarpeesta ja lainmuutoksen taustoista ks. SOU 2005:58.

48 Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden 3:1.

49 KKO:2005:122, tuomion 8. kohta.

pyrittiin hankaloittamaan. JT Ab oli paikallinen puhelintoimintaa harjoitettava osakeyhtiö, jossa haluttiin yhtiöjärjestysmääräyksin kytkeä liittymäasiakkuus ja äänivalta toisiinsa tavalla, joka on tyyppillinen puhelinyhdistyksille ja puhelinosuuskunnille, mutta tavallisesti osake ja ääni -periaatteelle rakentuvilla osakeyhtiöillä epätyypillinen.<sup>50</sup>

#### 4.2 Korkeimman oikeuden ratkaisun perustelut ja niitä vastaan kohdistetut argumentit

Kantaja Väinö Communications Oy omisti 0,3 prosenttia JT Ab:n osakkeista yhtiökokouksen aikaan 25.4.2002.<sup>51</sup> Kantaja katsoi, että yhtiökokouksen päätös ottaa yhtiöjärjestykseen edellä kuvattu myrkkypilleri ei nauttinut lain tukea, vaan rikkoi EOYL 3:2:stä ilmenevää osakkeiden vapaan luovutettavuuden periaatetta. Kantajan mukaan yhtiökokouksen päätöstä olisi siksi pidettävä pätemättömänä.<sup>52</sup>

Korkein oikeus toteaa ratkaisussaan ensinnäkin osakkeiden vapaan luovutettavuuden olevan keskeinen osakeyhtiöoikeudellinen periaate. Tuomioistuimen mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan siten rajoittaa osakkeiden luovutettavuutta vain lain sallimilla tavoilla.<sup>53</sup> Vaikka yhtiöjärjestyksen lunastusvelvollisuuslauseke saattaa tosiasiasa haitata osakkeiden hankintaa ja luovutettavuutta, ei sen ole korkeimman oikeuden mielestä katsottava muodostavan ”oikeudellista estettä hankinnalle”.<sup>54</sup> Perusteluissa todetaan, ettei EOYL:ssa tai sen valmisteluaineistossa ollut ohjetta siitä, miten 3:2:ää tuli tulkita.<sup>55</sup> Tältä pohjalta tuomioistuin katsoi ensinnäkin säännöksen sanamuodon osoittavan, että se koskee lähinnä rajoituksia osakkeen *hankintaan*.<sup>56</sup> Koska yhtiöjärjestysmääräys ei korkeimman oikeuden mukaan muodostanut osakkeiden hankinnalle oikeudellista estettä, oli tuomioistuimen mukaan ratkaisevaa se, tuleeko pelkästään sitä seikkaa, että osakkeita hankkinut joutuisi muiden osakkeenomistajien vaatimuksesta hankkimaan lisää osakkeita, pitää oikeudellisena rajoituksena hankinnalle.<sup>57</sup>

50 Timonen 2006, s. 319.

51 KKO:2005:122, tuomion 1. kohta.

52 KKO:2005:122, tuomion 9. kohta.

53 KKO:2005:122, tuomion 10. kohta.

54 KKO:2005:122, tuomion 13. kohta. Suomennos tässä.

55 KKO:2005:122, tuomion 16. kohta.

56 KKO:2005:122, tuomion 17. kohta.

57 *Ibid.*

Korkein oikeus katsoi, ettei säännökselle voida antaa sellaista yleistä ja abstraktia tulkintaa, että tarjous- tai lunastusvelvollisuus olisi jo tyyppinsä takia lainvastainen rajoitus osakkeiden hankinnalle.<sup>58</sup> Sen sijaan tuomioistuimen näkemyksen mukaan yhtiöjärjestysmääräyksen lainvastaisuus olisi – selkeän lainsäädännön puuttuessa – selvitettävä tapauskohtaisesti ottaen huomioon kunkin yksittäistapauksen erityispiirteet.<sup>59</sup> Erityispiirteinä korkeimman oikeuden ratkaisussa mainitaan muun muassa yrityksen koko. Pienissä yrityksissä saattaa olla legitiimejä ja luonnollisia syitä pitää omistajakunta verraten vakaana. Korkeimman oikeuden perustelujen mukaan se, että laissa ylipääntään sallitaan suostumus- ja lunastuslauseke, ilmentää sitä, ettei osakkeiden vapaa luovutettavuus ole mikään ehdoton intressi osakeyhtiölaissa.<sup>60</sup>

Huttunen on katsonut, että korkeimman oikeuden näkemys siitä, että myrkkypilleri ei aiheuta oikeudellista rajoitusta oikeuteen hankkia osakkeita, on väärä, samoin kuin se tulkinta, ettei EOYL 3:2:ää voitaisi tulkita yleisesti ja abstraktisti siten, että lunastusvelvollisuus olisi tyyppiltään lainvastainen. Ratkaisevaa ei hänen mukaansa ole yksin se, rajoittaako lauseke hankintaa, vaan myös se, mikä seuraus omistussuusrajan ylittämiseen on kytketty. Huttunen katsoo tämän ilmenevän säännöksen toisesta virkkeestä, joka kuului: ”[y]htiöjärjestyksessä näitä oikeuksia voidaan rajoittaa vain 3 ja 4 §:n mukaisesti.”<sup>61</sup> Hallituksen esityksessä on katsottu EOYL 3:3:n ja 3:4:n sisältävän vain osakkeiden hankkimista koskevia rajoituksia.<sup>62</sup> Lunastuslauseketta pidettiin siis hankintarajoituksena, vaikka se ei rajoita lunastusta edeltävää luovuttamista. Saman Huttunen katsoo koskevan suostumuslauseketta, koska sillä voi asettaa rajoituksia vain hallinnoimisoikeuksien, ei omistusoikeuden, siirtymiselle. Näin ollen myrkkypillerin sallittavuutta ei Huttusen mukaan voida perustella sillä, ettei se rajoittaisi osakkeiden hankintaa, ellei katsota myös muiden toisen vaiheen rajoituksen sisältävien määräysten olevan sallittuja. Toisen vaiheen rajoituksella tarkoitetaan tässä osakkeen luovutuksen toteutumisesta seuraavaa rajoitusta, kuten lunas-

---

58 *Ibid.*

59 *Ibid.*

60 KKO:2005:122, tuomion 18. kohta.

61 Huttunen 2005, s. 3 ja Huttunen 2006, s. 458.

62 HE 27/1977 vp., s. 29.

tuslausekkeen osakekaupan seurauksena synnyttämää ostajan hankkimiin osakkeisiin kohdistuvaa lunastusoikeutta.<sup>63</sup>

EOYL 3:2:n sanamuoto sen paremmin kuin systemaattisetkaan syyt eivät korkeimman oikeuden mukaan puolla sitä kantaa, että tarjous- tai lunastusvelvollisuuslauseke olisi kielletty rajoitus osakkeiden hankinnalle. Lauseke voi kuitenkin tosiasiallisesti muodostaa rajoituksen osakkeiden hankinnalle. Näin ollen se, onko lunastusvelvollisuus- tai tarjousvelvollisuuslauseke EOYL 3:2:n vastainen, ratkeaa korkeimman oikeuden mukaan tapauskohtaisella lausekkeen sisältöön perustuvalla harkinnalla.<sup>64</sup>

Huttusen mukaan jo EOYL 3:2:n sanamuoto kieltää myrkkypillerin käyttöönoton. Hänen mukaansa osakkeiden luovuttamisen ja hankkimisen vapautteen kuuluu oikeus määrätä luovutuksen ehdoista. Myrkkypilleri sen sijaan merkitsee lunastamisen nimistä pakkokauppaa, jossa ostaja ei voi vaikuttaa kaupan ehtoihin, eikä siihen, tekeekö hän ylipäättään kauppaa. Hänen mukaansa myrkkypilleri on sallittuja hankintarajoituksia, so. lunastus- ja suostumuslauseketta, kuin myös selvästi kiellettyinä pidettyjä etuosto- ja henkilölausekkeitä, ankarampi.<sup>65</sup> Hän katsoo myös systemaattisten syiden tukevan myrkkypillerin lainvastaisuutta: EOYL salli kaksi luovutusrajoitustyyppiä, eikä myrkkypilleri ole kumpikaan niistä.<sup>66</sup> Myös Kyläkallio *et al.* ovat sanamuotoon tukeutuen suhtautuneet kielteisesti lunastusvelvollisuusrajan alentamiseen<sup>67</sup>, myös korkeimman oikeuden ratkaisun jälkeen<sup>68</sup>.

OYL:n peruseriaatteisiin kuuluu, ettei osakkeenomistaja ole velvollinen osakkeiden merkintähinnan lisäksi maksamaan maksuja yhtiölle. Poikkeuksena tähän OYL 1:2:n mukaan yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa määräys osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle, jotka käytännössä lienevät yleensä vastiketta yhtiön osakkeenomistajilleen tarjoamista palveluista (esim. golfosakeyhtiön yhtiövastikkeet). Määräys voidaan ottaa yhtiöjärjestykseen vain sen osakkeenomistajan suostumuksella, ketä

63 Huttunen 2005, s. 3–4 ja Huttunen 2006, s. 459.

64 KKO:2005:122, tuomion 19. kohta.

65 Huttunen 2005, s. 2 ja Huttunen 2006, s. 457.

66 Huttunen 2005, s. 4 ja Huttunen 2006, s. 460.

67 Kyläkallio *et al.* 2002, s. 195.

68 Ks. saman teoksen uudempi painos Kyläkallio *et al.* 2008, s. 71, jossa kirjoittajat katsovat tapaukseen KKO:2005:122 viitaten, että aiempi tulkinta on edelleen oikea.

päätös koskee (OYL 5:29.1,2, samoin EOYL 9:15.1,2). Erityisen säännöksen puuttumisesta ei voida tehdä sitä johtopäätöstä, että osakkeenomistaja voitaisiin velvoittaa suorittamaan maksuja myös muille kuin yhtiölle. Kyläkallion mukaan myrkkypilleriä voitaisiin ilmeisesti pitää tällaisena määräykseenä, koska tilannetta ei hänen mukaansa muuta se, että osakkeenomistaja saa maksustaan vastikkeen, jota hän ei halua.<sup>69</sup>

Tapauksessa lunastusvelvollisuusraja oli asetettu alimmillaan 10 prosenttiin. Myös yhtiöjärjestysmääräyksen mukaan laskettu lunastushinta olisi lunastustilanteessa noussut selvästi käypää hintaa korkeammaksi. Koska *tämänkaltaisen* lunastusvelvollisuuslauseke olisi kyseisessä tapauksessa muodostanut *tehokkaan rajoituksen osakkeiden hankinnalle*<sup>70</sup>, korkein oikeus katsoi yhtiöjärjestyksen lunastusvelvollisuuslausekkeen olevan EOYL 3:2:n vastainen ja siten pätemätön. Käytetystä ilmaisusta ei voida tehdä sellaista päätelmää, ettei käytännössä tehokas myrkkypillerilauseke voisi olla sallittu. Esimerkiksi 30 prosentin osuuteen osakkeista sidottu velvollisuus ostaa loput osakkeet käypään hintaan saattaa hyvinkin olla tehokas taloudellinen rajoitus hankinnalle, koska sanotun vähemmistöosuuden hankkiminen voi johtaa velvollisuuteen lunastaa yhtiön kaikki osakkeet. Näin vähemmistöosuudesta kiinnostuneiden piiri kapenee niihin, jotka ovat halukkaita ja taloudellisesti valmiita ostamaan koko yhtiön, mutta tämä ei sinänsä tee osuuden hankkimista kannattamattomaksi. Sen sijaan korkeimman oikeuden ennakkoratkaisun tapauksessa jo 10 prosentin osuuden hankkiminen olisi ollut sekä lunastettaviksi jäävien osakkeiden suuren suhteellisen osuuden että niiden selvästi käyvän arvon ylittävän lunastushinnan vuoksi epärationaalista, vaikkakin mahdollista.

#### 4.3 Ratkaisun ennakkotapausarvo

Oikeustila myrkkypillerin sallittavuuden suhteen on korkeimman oikeuden ratkaisun jälkeen edelleen epäselvä. Epäselvyyttä ei ole omiaan vähentämään valittu tulkinta, jonka mukaan sallittavuuden arvioinnissa olisi käytettävä tapauskohtaista harkintaa. Tapauskohtaisen harkinnan vaatimus heikentää oikeusvarmuutta käytännön oikeuselämässä, sillä lisättäessä myrkkypilleri

<sup>69</sup> Kyläkallio 2007, s. 90.

<sup>70</sup> KKO:2005:122, tuomion 20. kohta.



yhtiöjärjestykseen tai myrkkypillerimääräyksen tullessa sovellettavaksi voi olla vaikea tietää, onko määräys lainmukainen vai ei. Epävarmasta oikeus-tilasta kärsii ensinnäkin osakkeita hankkinut osakkeenomistaja, joka ei voi olla varma velvollisuudestaan lunastaa muut osakkeenomistajat ulos yhtiöstä. Samaten kärsivät lunastukseen mahdollisesti oikeutetut, jotka eivät voi olla varmoja omista oikeuksistaan jonkun osakkeenomistajan omistusosuuden ylittäessä lunastusvelvollisuusrajan.

Korkeimman oikeuden ratkaisu on ehkä helpompi hyväksyä OYL:n aikana, koska sinänsä lunastusvelvollisuusrajan alentaminen on ilmeisesti nykyään mahdollista.<sup>71</sup> JT Ab:n yhtiöjärjestyksessä alin lunastusvelvollisuusraja oli kuitenkin asetettu varsin alas, yhteen kymmenesosaan osakkeista tai niiden tuottamista äänistä. Ratkaisusta ei ilmene, olisiko esimerkiksi toiseksi alin JT Ab:n yhtiöjärjestykseen otettu raja, 33 1/3 prosenttia, ollut sallittu. Ratkaisua lienee kuitenkin luettava niin, ettei ole mitään ehdotonta rajaa, joka yksin aiheuttaisi OYL:n vastaisuuden.<sup>72</sup> Yleistävästi voitaneen sanoa vain, että matalampi raja on vähemmän hyväksyttävä. Epäselväksi jää myös se, millä perusteilla rajan hyväksyttävyyttä arvioidaan. Olisiko esimerkiksi määräsvallan saavuttaminen hyväksyttävä raja yhtiöjärjestyksestä johtuvalle lunastusvelvollisuudelle? Ja tulisiko silloin ottaa yksittäistapauksessa yrityksen omistuksen hajautumisen aste lähtökohdaksi määräysvaltaan tarvittavan äänimäärän harkitsemisessa?

Toisaalta tuomiosta ei ole luettavissa, miten lunastushinta tulisi määrittää. Yhtäältä käyvän hinnan ylittävä lunastushinta asettaa rajoituksen osakkeiden vapaalle hankinnalle. Toisaalta käyvän hinnan alittava lunastushinta on myrkkypillerin tarkoituksen vastainen, sillä alihintainen lunastus ei tarjoaisi houkuttelevaa mahdollisuutta irrottautua yhtiöstä. Näin ollen myrkkypillerilauseke lienee syytä muotoilla siten, että lunastushinta vastaa vähintään käypää hintaa, mutta ei ainakaan merkittävästi ylitä sitä. Jos lunastushinta vastaa käypää hintaa, typistyy myrkkypillerin sallittavuusarviointi yksittäistapauksessa siihen, rajoittaako valittu lunastusvelvollisuusraja osakkeiden vapaata hankintaa.

71 Timonen 2006, s. 319, HE 109/2005 vp., s. 169 ja edellä jakson 3.2. viimeinen kappale sekä alaviite 39.

72 Kyläkallio 2007, s. 88.

Toinen huomionarvoinen seikka on, että JT Ab:n yhtiöjärjestyksen mukaan lunastusvelvollisuuden aiheutti mistä syystä tahansa tapahtunut omistus- tai äänimäärärajan ylitys. Omistusosuus saattaa ylittää rajan jopa osakkeenomistajan sitä tarkoittamatta, jos hän osakeannissa merkitsee osakkeita osan osakkeista jäädessä merkitsemättä. Koska kantaja vetosi yhtiöjärjestysmääräyksen lainvastaisuuteen ja korkeimman oikeuden ratkaisu on tarkoitettu ennakkoratkaisuksi, voidaan sitä lukea niin, että ratkaisussa mainitsematta jätettyjä seikkoja on pidettävä lainmukaisina.<sup>73</sup> Näin ratkaisusta voi ainakin saada sen vaikutelman, että myrkkypilleri olisi sallittu muutenkin kuin luovutukseen perustuvana.

## 5 Lopuksi

### 5.1 Kokoavia näkökulmia

Oikeustila myrkkypillerin lainmukaisuuden suhteen on siis epäselvä. Miten oikeustieteessä ja oikeuskäytännössä esitettyihin argumentteihin tulisi sitten suhtautua? Myrkkypilleriä voidaan tarkastella kahdesta näkökulmasta: yhtäältä se laajentaa vähemmistönsuojaa, toisaalta tosiasiallisesti kaventaa osakkeen hankinta- ja luovutusvapautta. Lain vähemmistönsuojasäännöksistä ei voida yhtiöjärjestyksessä poiketa vähemmistönsuojaa heikentäen. Vaikka vähemmistönsuojasäännökset ovat vähimmäisnormeja, se ei tarkoita, että niiden alaa voitaisiin laajentaa miten tahansa tai miten paljon tahansa. Koska myrkkypilleri rajoittaa osakkeiden vapaata luovutettavuutta, ei pelkkä vähemmistönsuojan laajeneminen tee sitä sallituksi.

Samaten väite siitä, että myrkkypillerilausekkeiden tulisi olla lainmukaisia, koska sopimusten pitävyys on arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden kannalta tärkeää, on lainsoveltamisen kannalta irrelevantti. Kysymys on sopimusvapauden ulottuvuudesta. Lunastusvelvollisuuden alentamisen sallittavuus ei siis ole tarkoituksenmukaisuus- vaan laillisuus-kysymys.<sup>74</sup> Eri asia on, että lainsäätäjän lienee syytä kiinnittää huomiota myrkkypillerin sallittavuuteen myös arvopaperimarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta.

<sup>73</sup> Kyläkallio 2007, s. 86–87.

<sup>74</sup> Ks. yllä kappale 3.2 ja Timonen 1997, s. 301.

Myrkkypillerin lainvastaisuutta on vakuuttavasti perusteltu paitsi lain sanamuodolla, myös systemaattisilla syillä. Nähdäkseni hylkäävä kanta on hyväksyvä huomattavasti paremmin perusteltu. Korkein oikeus on kuitenkin pitänyt myrkkypillerilauseketta mahdollisena, vaikka se tosiasiasa rajoittaa osakkeen hankintaa. Korkeimman oikeuden kannan mukaan myrkkypilleri ei aseta osakkeen hankinnalle *oikeudellista estettä*.<sup>75</sup> Ajatus oikeudellisen esteen puuttumisesta perustuu mielestäni keinotekoiselle tavalle hahmottaa vain omistusoikeuden siirtymisen estyminen oikeudelliseksi esteeksi hankinnalle.<sup>76</sup> On syytä muistaa, että osake ei osakkeenomistajan näkökulmasta ole esine, vaan sen tuottamien oikeuksien kokonaisuus. Näin ollen oikeudellinen este, joka estää osakkeen hankkimista nauttimasta osakkeen tuottamista oikeuksista, on oikeudellinen este osakkeen hankinnalle. Voidaan puhua myös ensimmäisen ja toisen vaiheen rajoituksista. Myöskään lunastus- ja suostumuslausekke eivät rajoita omistusoikeuden siirtymistä. Tästä huolimatta niissäkin on kiistatta kyse oikeudellisesta esteestä osakkeiden hankinnalle.<sup>77</sup>

Ainoassa ennakkotapauksessa yhtiöjärjestysmääräys katsottiin periaatteessa myönteisestä kannasta huolimatta lainvastaiseksi, sillä se muodosti *tehokkaan rajoituksen osakkeiden hankinnalle*.<sup>78</sup> Ilmi ei kuitenkaan käy, muodostuiko tehokas rajoitus alhaisesta lunastusvelvollisuusrajasta, korkeasta lunastushinnasta vai näiden yhteisvaikutuksesta. Nähdäkseni ankara lunastushinta asettaa selvemmän rajoituksen osakkeen hankinnalle: hankinnasta tulee irrationaalinen sellaisellekin ostajalle, joka olisi valmis ostamaan yhtiön kaikki osakkeet käypään hintaan. Korkeimman oikeuden ennakkotapauksesta ei kuitenkaan ole mahdollista lukea suuntaviivoja sille, kuinka korkeaksi lunastushinta saa muodostua. Toisaalta myöskään sallittavasta lunastusvelvollisuusrajasta ei liene mahdollista tehdä pitävää arviota tapauksen erikoislaatuisuuden vuoksi. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisu jättää muitakin kysymyksiä vaille vastausta. Epäselvää on esimerkiksi se, voiko myrkkypillerin laukaista muukin omistusoikeuden siirtyminen kuin luovutus.

<sup>75</sup> KKO:2005:122, tuomion 13. kohta.

<sup>76</sup> Timonen 1997, s. 301–302.

<sup>77</sup> Huttunen 2005, s. 3–4 ja Huttunen 2006, s. 459.

<sup>78</sup> KKO:2005:122, tuomion 20. kohta.

Miten yhtiökokousten tulisi sitten suhtautua ehdotuksiin ottaa yhtiöjärjestykseen myrkkypillerilauseke? Paradoksisesti, liian tehokas myrkkypilleri muuttuu tehottomaksi. Kun suuntaviivat sallittavuuden arvioimiselle ovat ohuet, on hyvin hankalaa formuloida ankarin sallittu myrkkypillerilauseke. Korkeimman oikeuden mukaan yrityksissä voi olla legitiimejä syitä pitää omistajakunta verraten vakaana.<sup>79</sup> Ei kuitenkaan liene mahdollista ajatella, että olisi legitiimejä syitä pitää yhtiöjärjestysmääräyksellä omistajakunta muuttumattomana. Myrkkypillerin laukaiseva lunastusvelvollisuusraja lie-nee järkevää pyrkiä sijoittamaan määräysvaltaan riittävän äänivallan kohdalle. Näin myrkkypilleri *ex ante* hillitsi yrityksiä saavuttaa määräysvalta olematta epäsuhtaisen ankara. Toisaalta lunastushintaa koskeva määräys lienee syytä pitää maltillisena. Velvollisuus hankkia enemmistö yhtiön osakkeista selkeään ylihintaan muodostaa nimittäin kiistattomasti rajoituksen osakkeiden hankinnalle. Myrkkypilleri suojaa osakkeenomistajia määräysvallan siirtymisen vaikutuksilta *ex post* tarjoamalla mahdollisuuden irrottautua yhtiöstä järkevään hintaan. Yhtiössä, jossa määräysvalta on keskittynyt yhdelle osakkeenomistajalle muiden osakkeenomistajien omistuksen arvo ja likviditeetti heikkenevät. Niinpä liian ankara ja siten lainvastainen mitätön myrkkypilleri ei suojaa osakkeenomistajia määräysvallan jo siirryttyä.

Sanotaan, että laki on niin kuin se luetaan. Onkin mielenkiintoista huomata, että Ruotsissa samalla tavalla kirjoitettua lakia luetaan eri tavalla.<sup>80</sup> Ruotsissa osakeyhtiölakiuudistuksen lainvalmistelun ajallinen kesto ja esitöiden laajuus ovat olleet huomattavasti Suomea suuremmat. Siinä suhteessa ei ole yllättävää, että OYL:n noin 220-sivuiset virallisperustelut eivät tarjoa lain-tulkinnan avuksi yhtä kattavaa pohdintaa kuin ABL:n valmisteluaineisto. OYL on ollut tätä kirjoitettaessa, syksyllä 2009, voimassa hieman yli kolme vuotta. Niinpä uuden OYL:n aikaista soveltamiskäytäntöä on vielä niukalti. Soveltamiskäytännön selkeytyminen myrkkypillerin osalta tulevissa korkeimman oikeuden ratkaisuissa olisi toivottavaa, sillä nykytilannetta voi tuskin pitää tyydyttävänä.

Yleisten periaatteiden painottamisen toimivuus uudessa OYL:ssä jää nähtäväksi. Periaatteisiin tukeutuminen edellyttäisi tuomioistuimilta kykyä luoda

<sup>79</sup> KKO:2005:122, tuomion 18. kohta.

<sup>80</sup> Ks. yllä jaksossa 3.3.

ennakkoratkaisuilla tulkintasääntöjä. Suomessa tuomioistuimet eivät kuitenkaan voi luoda oikeusnormeja, eikä niillä ole kattavaan laajojen periaatteiden tulkintaan välttämättä valmiuksiakaan.<sup>81</sup> Lisäksi tapausten volyymi saattaa hyvinkin olla riittämätön oikeuskäytännön luomiseen.

## 5.2 Katse tulevaisuuteen

Juhani Kyläkallio on *de lege ferenda* katsonut, että myrkkypilleri olisi kiellettävä yksityisissä ja sallittava julkisissa osakeyhtiöissä laissa säädettäväksi jäävin puittein, tai kiellettävä molemmissa ja jätettävä asia AML:n varaan.<sup>82</sup> Kyläkallio ei kuitenkaan juuri avaa näkemystään. Mielestäni tarve oikeustilan selventämiselle on suuri molempien yhtiötyyppien osalta. Nähdäkseni myrkkypillerin ei pitäisi olla sallittu ainakaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä. Kun AML:n muutoksen jälkeen lakisääteinen ostotarjousvelvollisuus toteuttaa sitä tarkoitusta, jota varten myrkkypillerilausekkeet yhtiöjärjestykseen yleensä otetaan, ei liene syytä sallia pelkkää epävarmuutta luovia yhtiöjärjestyksen myrkkypillerilausekkeitä. Yksityisissä yhtiöissä saattaa todetusti olla halua pitää omistajakunta vakaana, mutta tarvitaanko omistajakunnan vakauttamiseen yhtiöjärjestykseen otettua myrkkypilleriä, vai riittäisivätkö lain jo nyt tuntemat lunastus- ja suostumuslausekkeet? Jos vastaus lainsäädäntötarpeeseen on myrkkypillerin salliminen laissa, olisi lakiin hyvä ottaa selkeät määräykset sallituista ehdoista. Muuten vaikeasta tulkintatilanteesta ei päästä lainsäätäjän toimin ulos. Ellei lainsäätäjä kiinnitä ongelmaan huomiota, jäävät myrkkypillerin sallittavuuden arviointikriteerit vastaisen korkeimman oikeuden käytännön varaan.

81 OYL:n lainsäädäntöratkaisujen kritiikistä ks. esim. Toiviainen 2006, *passim*, erityisesti s. 30.

82 Kyläkallio 2007, s. 90.

## Lähteet

### Kirjallisuus

Bebchuk, Lucian A – Coates IV, John – Subramanian, Guhan, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy. Vol. 54, Issue 5, Stanford Law Review, 2002, s. 887–951. (Bebchuk *et al.* 2002)

Dawson, Suzanne S. – Pence, Robert J. – Stone, David S., Poison Pill Defensive Measures. Vol. 42, No. 2, Business Lawyer (ABA), 1987, s. 423–439. (Dawson *et al.* 1987)

Hellner, Jan, Aktiebolagsrätt och avtalsrätt. Teoksessa Festskrift till Gunnar Karnell, Stockholm, Carlsson Law Network 1999, s. 257–277.

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

Huttunen, Allan, Lyhyt kommentti ratkaisuun KKO 2005:122. Oikeustieto 6/2005, s. 2–4. (Huttunen 2005)

Huttunen, Allan, Ratkaisu KKO 2005:122 niin sanotun myrkkypillerin osalta. Lakimies 3/2006, s. 455–480. (Huttunen 2006)

Kyläkallio, Juhani, Myrkkypilleri. Teoksessa [toimittaja tuntematon]: With Wisdom. Helsinki, Waselius & Wist 2007, s. 78–90. (Kyläkallio 2007)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö. Helsinki, Edita 2002. (Kyläkallio *et al.* 2002)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö. Helsinki, Edita 2008. (Kyläkallio *et al.* 2008)

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

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo, Osakeyhtiölaki käytännössä. Helsinki, WSOYpro 2006. (Mähönen *et al.* 2006)

Nuolimaa, R. O., Virallisen vastaväittäjän professori R. O. Nuolimaan Turun yliopiston oikeustieteelliselle tiedekunnalle antama 27.9.1994 päivätty lausunto [Matti J. Sillanpään teoksesta Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1994]. Lakimies 8/1994, s. 1150–1169. (Nuolimaa 1994)

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

Sillanpää, Matti J., Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki, Suomalainen lakimiesyhdistys 1994. (Sillanpää 1994)

Timonen, Pekka, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima – Julkisesti noteeratun yrityksen määttäsvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Helsinki, Lakimiesliiton kustannus 1997. (Timonen 1997)

Timonen, Pekka, KKO:2005:122 – Yhtiöjärjestykseen otetun lunastuslausekkeen pätevyys ja yhtiökokouspäätöksen moite. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): KKO:n ratkaisut kommenttein II 2005. Helsinki, Talentum 2006, s. 317–319. (Timonen 2006)

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

### **Oikeustapaukset**

KKO:2005:122

### **Virallislähteet**

Hallituksen esitys n:o 27 (1977 vp.) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 29/1977 vp.)

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

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

Regeringens proposition 2004/05:85, Ny aktiebolagslag. Saatavilla osoitteessa <<http://regeringen.se/sb/d/108/a/40814>>, vierailtu 9.10.2009. (Prop. 2004/05:85)

SOU 1997:22. Aktiebolagskommittén: Aktiebolagets kapital – Delbetänkande av Aktiebolagskommittén. Stockholm 1997. (Aktiebolagskommittén 1997)