

OIKEUSTIEDE

JURISPRUDENTIA

XL

2007

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

Toimitusneuvosto

Pekka Vihervuori, puheenjohtaja

Antti Jokela

Matti Ilmari Niemi

Pekka Timonen

Toimittaja

Leena Halila

Tilausosoite

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 6120 300, f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

© 2007 kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN 0355-8215

ISBN 978-951-855-270-6

ISBN 978-951-855-731-2 (verkkokirja)

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2007

Essi Rimali

**PÖRSSIYHTIÖN VÄHEMMISTÖ-
OSAKKEEN LUNASTUSHINNAN
MÄÄRÄYTYMINEN – KÄYVÄN
HINNAN MÄÄRITYKSEN
YHTENÄISTYMISESTÄ
OSAKEYHTIÖLAISSA JA
ARVOPAPERIMARKKINALAISSA**

Sisällys

1	JOHDANTO	231
1.1	Tutkimuksen taustaksi	231
1.2	Tutkimustehtävä	233
1.3	Tutkimuksen toteuttaminen	236
2	OYL 18:7.2 JA 3:N OLETTAMASÄÄNNÖKSET KÄYVÄN HINNAN MÄÄRÄYTYMISEN LÄHTÖKOHTINA	239
2.1	OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistäminen	240
2.1.1	OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännösten perustelut	240
2.1.2	Yhdenvertaisuusperiaate olettamasäännösten perusteluna	242
2.1.3	Olettamasäännösten kritiikki	244
2.2	Pakollisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana	246
2.2.1	Kuuden kuukauden korkein hinta	246
2.2.2	Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo	250
2.3	Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana	253
2.4	Korotus- ja hyvitysvelvollisuus	254
3	OSTOTARJOUKSESSA MAKSETUSTA HINNASTA POIKKEAMISEEN OIKEUTTAVAT ERITYISET SYYT	256
3.1	OYL:n ilmentämät erityiset syyt	258
3.1.1	Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika	258
3.1.2	Hyväksymisen ja ostotarjouksen kattavuuden merkitys ..	259
3.2	AML:n ilmentämät erityiset syyt	262
3.2.1	Erityiset etuudet	264
3.2.2	Yritys kiertää lain määräaikoja	267
3.2.3	Kohdeyhhtiössä tai markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset	268

3.3	Markkinoihin liittyvät muut erityiset syyt ja lunastajan toimet	270
3.3.1	Kurssikehitys poikkeamisen indikaattorina	270
3.3.1.1	Ostotarjousta korkeampi pörssikurssi	270
3.3.1.2	Ostotarjouksen julkitulon vaikutusten huomioon ottaminen	271
3.3.1.3	Vertailu indekseihin	273
3.3.1.4	Vertailu toimialan yleiseen ja vertailuryhmän yritysten kurssikehitykseen	274
3.3.1.5	Kurssin kehitys lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeen	275
3.3.2	Osakkeen markkinahinnan luotettavuuteen vaikuttavat erityiset syyt	276
3.3.2.1	Likviditeetin puute	277
3.3.2.2	Kohdeyhtiön omistusrakenne	278
3.3.2.3	Kurssimanipulaatio	279
3.3.3	Muut lunastajan tai kohdeyhtiön toimet	281
4	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	282
	LÄHTEET	291
	OIKEUSTAPAUKSET	296
	HAASTATTELUT	298
	LYHENTEET	299
	THE DETERMINATION OF THE REDEMPTION PRICE OF LISTED SHARES – ABOUT THE HARMONIZATION OF A FAIR PRICE UNDER THE FINNISH COMPANIES ACT AND THE SECURITIES MARKETS ACT	300

Pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen – käyvän hinnan määrittämisen yhtenäistymisestä osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen taustaksi

OYL 18:1:n mukaan osakkeenomistajalla, jolla on yli yhdeksän kymmenesosaa osakeyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on oikeus *käyvästä hinnasta* lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Vastaavasti vähemmistöosakkeenomistajalla on oikeus vaatia enemmistöosakkeenomistajalta osakkeidensa lunastamista.¹ Käypä hinta on kuitenkin varsin abstrakti ja tulkinnanvarainen käsite, ja sen määrittely onkin usein vähemmistöosakkeiden lunastusprosessin keskeinen kiistanaihe. Kysymys on voimakkaasta ristiriidasta vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien taloudellisten etujen välillä, ja osapuolilla on luonnollisesti eri näkemys osakkeen käyvästä hinnasta.² Lähtökohtaisesti lunastaja ja vähemmistöosakkeenomistaja voivat sopia lunastushinnasta.³ Mikäli osakkeenomistajat eivät pääse yksimielisyyteen osakkeen käyvän arvon määrittelystä, lunastushintaa koskevat erimielisyydet ratkaistaan Keskuskauppakamarin lunastuslautakunnan määräämien välimiesten päätöksellä erityisessä legaaliossa välimiesmenettelyssä.⁴

¹ Lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta käytetään kansainvälisesti mm. termejä *squeeze out/freeze out* ja *sell out rights*. Tässä tutkimuksessa käytetään termejä *vähemmistöosakkeiden pakkolunastus*, *vähemmistöosakkeiden lunastus* ja *OYL:n mukainen lunastus* synonyymeinä.

² Timonen 2001 s. 354 ja Nuolima 2004 s. 251. Ks. myös Bergström – Samuelsson 2001 s. 30 ja s. 146 ss., Dine 2001 s. 4 ja Hansmann – Kraakman 2004 s. 22.

³ Sillanpää 1994 s. 291 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 207. Sääntö kävi nimenomaisesti ilmi VOYL 14:20.1:sta.

⁴ Ks. HE 109/2005 s. 169 ja Mähönen – Villa 2006b s. 518–521. Legaaliossa eli lakimääräisessä välimiesmenettelyssä noudatetaan OYL 18:3:n perusteella soveltuvin osin välimiesmenettelystä annettua lakia (967/1992).

Vähemmistöosakkeita koskeva lunastussääntely Euroopassa on ollut varsin kirjavaa.⁵ Vähemmistöosakkeiden lunastaminen on usein seurausta julkisesta ostotarjouksesta⁶, ja yhtiöoikeudellisen lunastusmenettelyn voidaan luonnehtia olevan näissä tilanteissa yritystostoprosessin viimeinen vaihe. EU:ssa kiinnitettiin huomiota yhtiöoikeuden ja erityisesti julkisten ostotarjousten sääntelyn harmonisoinnin tarpeeseen.⁷ EY:n 13. yhtiöoikeudellisen direktiivin, ostotarjousdirektiivin, valmistelu aloitettiin jo vuonna 1985 ja direktiivi hyväksyttiin viimein vuonna 2004.⁸ Ostotarjousdirektiivi perustuu komission vuonna 2001 perustaman yhtiöoikeuden asiantuntijoiden korkean tahon työryhmän, *the High Level Group of Company Law Experts'in*⁹, esityksiin. Direktiivin keskeisiin tavoitteisiin kuuluu vahvistaa rajat ylittävien julkisten ostotarjousten oikeusvarmuutta ja vähemmistöosakkaiden suojaa tällaisten toimenpiteiden yhteydessä.¹⁰ Harmonisoinnin myötä myös vähemmistöosakkeiden lunastussäännöt yhtenäistyvät. Yhtenäisten ja läpinäkyvien pakkolunastussääntöjen on katsottu toimivan insenttiivinä ostotarjousten tekemiselle ja kasvattavan sijoittajien luottamusta markkinoihin. Tämä luonnollisesti lisää markkinoiden likvidiyyttä.¹¹ Ostotarjousdirektiivi on implementoitu Suomessa lähinnä AML:iin 8.6.2006 annetulla lailla (442/2006) tehdyillä muutoksilla, jotka tulivat voimaan 1.7.2006. Muutokset synkronisoitiin samaan aikaan valmisteilla olleeseen OYL:n kokonaisuudistukseen, joka puolestaan tuli voimaan 1.9.2006.¹²

Osakeyhtiölakiuudistuksen aikana esitettiin myös kansallisesti tarve usein toisiaan seuraavien AML:n ja OYL:n mukaisten lunastusmenettelyiden ja

⁵ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 18 ja s. 56–60 ja Skog 2003 s. 20.

⁶ Julkinen ostotarjous on yhtiön omistajille osoitettu julkinen tarjous ostaa tiettyyn hintaan määrättyä aikana yhtiön osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita. Julkisen ostotarjouksen tavoitteena on määräysvallan hankkiminen yhtiössä, ks. *Sillanpää* 1994 s. 1 ja 12 ja *Astola* 1990 s. 156.

⁷ Vaikka vähemmistöosakkeiden lunastus seuraa tyypillisimmin julkista ostotarjousta, se voi tulla kyseeseen muunkin tyyppisen yritystoston viimeisenä vaiheena, ks. Final Report of the High Level Group 2002 s. 109–110.

⁸ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 13–17 ja Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 22.

⁹ *The High Level Group of Company Law Experts* (High Level Group) on Euroopan komission asettama työryhmä, jonka tehtävänä on tarjota riippumattomia ohjeita yleiseurooppalaisen yritystostotarjoussäännösten luomiseksi sekä pääperiaatteita EU:n yhtiöoikeuden modernisoimiseksi.

¹⁰ COM (2002) 534 final, s. 3, jossa puhutaan nk. *level playing fieldin* luomisesta.

¹¹ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 63.

¹² Vähemmistöosakkeiden lunastamista koskevat siirtymäsäännökset sisältyvät OYL:in 20 §:ään. Ennen 1.9.2006 vireille tulleisiin lunastusriitoihin sovelletaan VOYL:a.

hinnanmäärityksen yhtenäistämiseen ja selkiyttämiseen. Tavoitteena oli poistaa lakien ristiriitaisuudet ja päällekkäisyydet.¹³ Kansallisen lainvalmistelun ja ostotarjousdirektiivin vaatimusten johdosta sekä OYL:a että AML:a onkin muutettu ja selkeytetty lunastushinnan määräytymisen osalta. OYL 18 lukuun on uudistuksen myötä kirjoitettu lunastushinnan määräytymisajankohdaksi lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävä ajankohhta. Myös lunastushinnalle laskettavan koron määräytyminen on muuttunut. Ostotarjousdirektiivin johdosta lakiin on otettu niin ikään olettamassäännökset lunastushinnan määräytymisestä niissä tyypillisissä tilanteissa, joissa lunastusta on edeltänyt AML:n mukainen julkinen ostotarjous. Näiden olettamassäännösten mukaan käypänä hintana on tällöin pidettävä ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei erityisistä syistä muuta johdu. Direktiivin johdosta myös olettamana pidettävän AML:n mukaisen ostotarjouksen vastikkeen määräytymisperusteita on muutettu.¹⁴ Voidaankin sanoa, että sekä OYL:iin että AML:iin tehtyjen muutosten johdosta lunastushinnan määräytyminen on muuttunut kaksitahoisesti.

Artikkeli perustuu Helsingin yliopiston oikeustieteellisessä tiedekunnassa helmikuussa 2007 valmistuneeseen pro gradu -tutkielmaani, jonka tein mvs. professori Heikki Toiviaiselle ja jonka tekemisessä sain mahdollisuuden hyödyntää asianajotoimisto Borenus & Kemppinen Oy:n asiantuntimusta sekä tutkimusresursseja. Tutkielma on siinä mielessä laajempi, että siinä käsitellään myös OYL 18:7.1:n mukaista hinnanomääritymistä tämän artikkelin keskittyessä OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisiin pörssiyhtiötä koskeviin hinnanomääritysnormeihin.

1.2 Tutkimustehtävä

Tutkimuksen *kohteena* on OYL 18:7:n mukainen vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen silloin, kun lunastettavat osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Tutkimus rajoittuu AML 1:4.1:n 2 kohdassa tarkoitettuihin pörssiyhtiöihin. OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaan lunastushintana on maksettava välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajan-

¹³ Ks. lakien yhtenäistämistarpeesta mm. OYL-uudistus, OM 2000 s. 50, 52 ja 128, *Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002 s. 13–17 ja *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 18–23 ja 45–46. Ks. myös *Wist – Waselius*, IFLR 2005 s. 13, jotka peräänkuuluttavat selkeämpiä lunastushinnan määräytymissääntöjä. Huomattavaa on, että lunastushintasäännöstöä uudistettiin edellisen kerran vuonna 1997, ks. HE 89/1996 s. 157–160.

¹⁴ Ostotarjousdirektiivi, 5 ja 15 art.

kohdan *käypä hinta*. OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöt¹⁵ määräävät tarkentavasti pörssiyhtiöiden osalta, että mikäli lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous, siinä maksettu hinta oletetaan lähtökohtaisesti käyväksi hinnaksi. Tämä tuo AML:n mukaisen ostotarjouksen käyvän hinnan määrittelyn keskeiseksi tarkastelun kohteeksi OYL:n mukaisen käyvän hinnan arvioimisessa. Tutkimuksen rajautuessa pörssiyhtiöihin tarkastelun näkökulma pohjautuu siihen käytännössä tyypilliseen tilanteeseen, jossa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous, eli tutkimuksen kohteena ovat OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännökset.¹⁶ Lähtökohta ostotarjouksessa maksetusta hinnasta ei kuitenkaan ole ehdoton, sillä käyvän hinnan vaatimus edellyttää, että ostotarjoushinnasta on voitava erityisestä syystä poiketa. Käypä hinta lunastushinnan vaatimuksena on kuitenkin olettamasaännöksistä huolimatta suhteellisen abstrakti käsite, ja sen määrittämiseen liittyy tapauskohtaisuuden ja poikkeamismahdollisuuksien vuoksi useita tekijöitä, jotka ovat omiaan lisäämään lunastushinnan määrittämisen tulkinnanvaraisuutta.

Tutkimuksen *tavoitteena* on vastata kysymykseen, *miten pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinta määräytyy sellaisessa tyypillisessä tilanteessa, jossa lunastusta edeltää julkinen ostotarjous sekä analysoida AML:n ja OYL:n mukaisen hinnanmääräytymisen yhtenäistymistä*. Tutkimuskysymykseen on tarkoitus vastata hahmottelemalla ne juridiset reunaehdot ja kriteerit, joilla pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen käypä hinta voidaan OYL:n mukaan määritellä. Hinnanmäärityksen oikeudellisten puitteiden määrittelyyn kuuluu pääsääntöjen hahmottelemisen ja tul-

¹⁵ Olen omaksunut tutkimuksessani oikeuskirjallisuudessa käytetyn termin *olettamasaännöt* kuvaamaan OYL 18:7.2 ja 3:n mukaisia sääntöjä, sillä mielestäni termi kuvastaa säännösten lähtökohtaista asemaa pörssiyhtiön osakkeen lunastushinnan määrittämisessä. OYL:n esitöissä säännöksiä kutsutaan termillä *erityissääntö*, jota käytänkin olettamasaännön synonyminä.

¹⁶ OYL 18:7.1:n yleissäännös koskee niin noteerattuja kuin noteeraamattomiakin yhtiöitä. Näin ollen sen OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöksiin heijastamat säännöt ja peruseriaatteen luovat merkittävän tulkintakontekstin käyvän hinnan määrittämiselle myös pörssiyhtiöiden kohdalla. Tämän yleissäännön perusteluissa mainittu markkinahinnan ensisijaisuus ymmärretään tässä tutkimuksessa laajasti myös ostotarjouksen kattavana käsitteenä siten, että markkinoilla muotoutuneet, toteutuneet kaupat, joihin ostotarjouksessa maksettu hintakin siis luetaan, ovat esitöiden mukaisesti lähtökohtaisia suhteessa vaihtoehtoihin, teoreettisiin arvonmääritystapoihin, kuten substanssi- ja tuottarvoon, ks. HE 190/2005 s. 173. Tietyissä tilanteissa pörssiyhtiön lunastusmenettelyä ei ole edeltänyt julkinen ostotarjous tai se ei erinäisistä syistä kuvasta osakkeen käypää arvoa. Tällöin OYL 18:7.1:n yleissäännöllä sellaisenaan on keskeinen rooli hinnanmäärittäjänä, jolloin noteeratun yhtiön markkinahintaa ilmentää tyypillisimmin lyhyehkön vertailuajanjakson, usein kolmen kuukauden, keskiparssi, ks. *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006 ja esim. Saunalahdi Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 30. Noteeraamattomilla osakeyhtiöillä lunastushinnan määrittäminen perustuu usein teoreettisiin arvonmääritystapoihin, ks. *Mähönen – Villa* 2006b, s. 529–531.

kinnan lisäksi niiden poikkeustilanteiden tarkastelu, joissa lähtökohdista voidaan lain edellyttämällä tavalla poiketa. Tarkoitus on yhtäältä analysoida ostotarjouksen pohjalta määräytyvän käyvän hinnan muodostumista sekä toisaalta tarkastella sitä, mitkä ovat ne erityiset syyt, jotka OYL:n mukaisten olettasäännösten mukaisesti oikeuttavat muuttamaan käyvän hinnan lähtökohtaista määräytymistä.

Tutkimuksessa arvioidaan myös hinnanmäärityksen lähtökohtia, syntyneitä käytäntöjä, lainmuutosten onnistuneisuutta ja muutosten mahdollisia seurauksia säännösten vähemmistönsuojatavoitteen toteutumisen kannalta. Tutkimuksessa esitetään myös suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi *de lege ferenda*.¹⁷ Uuden OYL:n tavoitteina on ollut säätää tehokas, kilpailukykyinen ja joustava laki vähentämättä kuitenkaan vähemmistöosakkeenomistajan suojaa.¹⁸ Lisätavoitteena onkin tehdyn tutkimuksen pohjalta arvioida, miten OYL:n uudistuksen mukaisten tavoitteiden voidaan katsoa toteutuneen tutkielmassa tarkastelun kohteena olevan pörssi-yhtiön vähemmistöosakkeiden lunastusnormiston valossa. Yhdenvertaisuusperiaate liittyy keskeisimpänä uudessa laissa korostetuista periaatteista vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymiseen. Tutkimuksessa tarkastellaan myös yhdenvertaisuusperiaatteen saamaa merkitystä lunastushinnan määräytymiskontekstissa.

Tutkimuksessa tarkastellaan nimenomaan vähemmistöosakkeen *hinnan* määräytymistä. Näin ollen esimerkiksi lunastusmenettelyyn liittyviä asioita käsitellään vain niissä yhteyksissä, joissa se on tutkimuksen kannalta tarpeellista.¹⁹ Tutkimuksessa käsitellään suomalaista lunastuslainsäädäntöä, joka kuitenkin koskee myös yhtiön ulkomaista osakasta.²⁰

Lunastusvelvollisuus voi perustua sekä lakiin että yhtiöjärjestykseen. Koska tutkimuksessa käsitellään nimenomaan OYL 18 luvun mukaisesti aktualisoituvaa vähemmistöosakkeen hinnanmääräytymistä, yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusoikeus, niin sanottu ”myrkkypilleri”, ja sen myötä tapahtuva lunastushinnan määrittäminen rajataan tarkastelun ulkopuolelle.²¹ Myös

¹⁷ Ks. *de lege ferenda* -tutkimuksesta esim. *Määttä* 2006 s. 49 ja *Aarnio* 1978 s. 55–56.

¹⁸ HE 109/2005 s. 16–17.

¹⁹ Ks. uuden lain mukaisesta menettelystä *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 s. 377 ss., *Mähönen – Villa* 2006b s. 513 ss., *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006 s. 563 ss. ja *Siikarla* 2006 s. 295 ss.

²⁰ *Savela* 2003 s. 230.

²¹ Yhtiöjärjestykseen perustuva mahdollisuus tiukentaa pakollisen ostotarjousvelvollisuuden määräysvaltarajaa on tullut pitkälti tarpeettomaksi, sillä AML:n uudistuksen myötä tarjousvelvollisuuden rajoja on laskettu huomattavasti aiemmasta 2/3:sta nykyiseen 3/10 ja ½ -rajoihin, ks. *Mähönen – Villa* 2006b s. 490.

OYL 23 luvun mukainen vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus jää tutkimuksen ulkopuolelle.²² Tutkimuksessa ei varsinaisesti myöskään käsitellä OYL 16:13 mukaista, sulautumista vastustettaessa aktualisoituvaa lunastusta, vaikkakin hinnanmäärityksen lähtökohdat ovat samansuuntaiset OYL 18 luvun mukaisen lunastusmenettelyn kanssa.²³

OYL:n mukainen lunastusoikeus liittyy vain kohdeyhtiön osakkeisiin, ei muihin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin.²⁴ Sen sijaan lunastusvastikkeena voi käteisvastikkeen sijaan tulla kyseeseen myös osakkeiden vaihtotarjous (osakevastike) tai optiot.²⁵ Tutkimuksessa ei kuitenkaan kiinnitetä erityistä huomiota siihen, missä muodossa vastike on maksettu, sillä vaihtotarjoukseen ja optioihin liittyy omia arvonmääritysongelmia, joihin ei tutkimuksen laajuus huomioon ottaen pystytä tässä yhteydessä riittävästi paneutumaan. Näin ollen vastikkeeseen liittyviä seikkoja tuodaan esiin vain, jos ne ovat asiayhteyden kannalta relevantteja. Sama koskee erilajisten osakkeiden arvostamisongelmia.

1.3 Tutkimuksen toteuttaminen

”Teorian ei tarvitse antaa meille vastauksia, mutta sen pitäisi ehkä kohdistaa ongelmaan kysymyksiä niin kauan, että siitä irtoaa edes jotakin.”

Vapaasti *Anthony Boucheria* mukaillen

Tutkimuksen metodi on ensisijaisesti oikeusdogmaattinen.²⁶ Tutkimuksessa kuitenkin hyödynnetään paikoittain taloustieteellistä argumentaatiota reaalisisinä argumentteina, sillä varsinaista lunastushinnan määrittämistä voidaan luonnehtia lain määrittelemissä puitteissa tapahtuvaksi taloustieteelliseksi prosessiksi ja lunastusmenettelyn intressit ovat puhtaasti taloudellisia.²⁷ Sään-

²² Ks. siitä lisää esim. *Mähönen – Villa* 2006b s. 489 ja 546.

²³ *Immonen* 2006 s. 171. Fuusiosäännöksistä on kuitenkin katsottu voitavan hakea analogista tukea OYL 18 luvun mukaiseen hinnanmääritykseen, ks. esim. *Timonen* 2001 s. 357.

²⁴ Yrityskauppalautakunnan suositus 2006 s. 48.

²⁵ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1057.

²⁶ *Aarnio* 1978 s. 52.

²⁷ Lunastushinnan määräytymisen periaatteita on tutkittu *Law and Economics* -metodeilla erityisesti Yhdysvalloissa, jossa suuntaus on vahva, ks. esim. *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 134–139 ja 145 ss. sekä *Bebchuk – Kahan* 2000 s. 247–259. Suomessa *Kaisanlahti* on tutkinut vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytymistä oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta, ks. *Kaisanlahti*, OM 2002. Valtaosa lunastushintaa koskevasta kirjallisuudesta edustaa kuitenkin oikeusdogmaattista tutkimustapaa.

telyn muutoksen syitä ja perusteluja käytetään argumentteina voimassa olevan lain tulkintaan. Kantaa otetaan myös siihen, noudattaako uusi OYL vähemmistöosakkeen hinnan määräytymistä koskevien säännösten osalta lunastushintasäännösten ja laajemmassa merkityksessä OYL:n tavoitteita. Tutkimuksessa tehdään myös suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi, mikä tuo tutkimukseen mukaan oikeuspoliittista *de lege ferenda* -tutkimuksen sävyttyneisyyttä.²⁸

OYL 18:7.1:n perusteluissa on huomautettu, ettei tarkoitus ole ollut muuttaa aiempaa tulkintakäytäntöä.²⁹ Tämä ohjaa nimenomaan hyödyntämään aiempaa lainvalmisteluaineistoa, oikeuskäytäntöä ja -kirjallisuutta oikeuslähteinä. Kuitenkin OYL 18:7.2 ja 3:n mukaiset olettasäännökset ostotarjouksen mukaisesta hinnasta ovat nyt aiemmasta poiketen pakkotavia lainsäännöksiä, eikä uuden lain aikaista tutkimusta aiheesta ollut vielä tutkielman valmistumiseen mennessä syntynyt. Säännösten soveltamiseen on saatavissa tulkinta-apua niin ostotarjousdirektiivin valmistelutöistä kuin ruotsalaisesta oikeuskirjallisuudestakin. Ruotsissa on ollut lain tasolle kirjoitettuna juuri implementoituja olettasäännöksiä vastaava sääntö, *särregeln*, jo vuoden 1975 ABL:sta lähtien.

Vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisessä on kehittynyt vahva oikeuskäytäntö välitystuomioiden pohjalta.³⁰ Välimiesten harkintaan vaikuttavat erityisesti aikaisempi välimieskäytäntö ja siinä omaksutut tulkinnat.³¹ Välitystuomioita käytetäänkin tässä tutkimuksessa keskeisinä oikeuslähteinä oikeuskirjallisuuden rinnalla kuvaamaan oikeuskäytäntöä. Tutkimuksessa on tarkoitus tuoda esiin mahdollisimman edustavasti yhtäältä käyvän hinnan määrittämisen periaatteita kuvastavia ja toisaalta lähtökohdista poikkeamista perustelevia tuomioita.³² Tutkimuksessa rajaudutaan pääasiallisesti tarkastelemaan pörssiyhtiöitä koskevia tapauksia, mutta myös noteeraamattomia yhtiöitä koskevia ratkaisuja on käytetty soveltuvin osin.³³

²⁸ *Määttä* 2006 s. 49, *Timonen* 1997 s. 150–106 ja 111–113 ja *Aarnio* 1978 s. 55–56.

²⁹ HE 109/2005 s. 173. Uuden säännöksen on esitetty ainoastaan kodifioivan aiempaa oikeuskäytäntöä, ks. *Mähönen – Villa* 2006b s. 533.

³⁰ Vähemmistöosakkeen käyvän arvon määrittelyyn liittyviä korkeimman oikeuden ratkaisuja on vain yksi, KKO 1993:31.

³¹ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1049. On kuitenkin syytä ottaa huomioon, ettei välitystuomioilla ole varsinaista ennakkoratkaisuarvoa, vaan tuomiot perustuvat aina tapauskohtaiseen harkintaan, ks. *Aarnio* 1989 s. 235–236.

³² Vuoden 1997 OYL:n uudistuksen (1997/145) myötä lunastusriitojen välitystuomioita koskee rekisteröintivelvollisuus. Näin ollen ne ovat olleet muista välitystuomioista poiketen julkisia ja saatavissa patentti- ja rekisterihallituksesta vuodesta 1998 lähtien.

³³ Tutkimuksessa hyödynnetyt oikeustapaukset löytyvät artikkelin lopusta erillisestä oikeustapaushakemistosta.

Tutkimus on muokattu artikkelimuotoon helmikuussa valmistuneen tutkielman pohjalta, eikä artikkelissa näin ollen analysoida merkittävää julkisuutta saanutta OKO–Pohjola-välitystuomiota lukuun ottamatta kyseisen ajankohdan jälkeen annettuja tuomioita. OYL:n uusien lunastussäännösten mukaan ratkaistut vähäiset tapaukset eivät myöskään anna riittävää pohjaa analysoida uutta käytäntöä. Tutkielman jälkeen ilmestynyttä kirjallisuutta on hyödynnetty mahdollisuuksien mukaan.

Tutkimus jakautuu neljään lukuun. Johdantoluvun jälkeisessä *toisessa* luvussa analysoidaan pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen käyvän hinnan määräytymisen kannalta keskeisiä hinnanmäärityksen olettamasäännöksiä, joita sovellettaessa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. Luvussa pohditaan OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistämisen syitä ja perusteluja sekä analysoidaan pörssiyhtiön lunastushinnan määräytymisen pääsääntönä toimivien olettamasäännösten, toisin sanoen AML:n mukaisen ostotarjousvastikkeen, hinnanmääritymistä.

Kolmannessa luvussa pyritään identifioimaan ja pohtimaan, missä tilanteissa ja millä edellytyksillä hinnanmäärityksen lähtökohdista voidaan lain edellyttämällä tavalla poiketa. Poikkeamissyiden tutkiminen on keskeistä haluttaessa tarkastella sitä juridista kontekstia, jonka puitteissa käypä hinta voidaan määrittellä. OYL:n esitöissä on annettu vain pari esimerkkiä siitä, missä tilanteissa ostotarjouksessa maksetusta hinnasta voi olla aihetta poiketa. Lisäksi AML:ssa mainittuja poikkeamisperusteita voitaneen käyttää perusteluina harkittaessa poikkeamisen tarvetta. Välimieskäytännöstä ja oikeuskirjallisuudesta on myös löydettävissä esimerkkejä erityisten syiden soveltamiseen.

Neljännessä luvussa tiivistetään yhteenvetona vähemmistöosakkeen pakkolunastushinnan määrittämisen reunaehdot ja esitetään keskeiset johtopäätökset tutkimuksesta. Lisäksi arvioidaan, miten uudessa OYL:ssa korostuneen aseman saanut yhdenvertaisuusperiaate toteutuu vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisen yhteydessä. Luvussa otetaan myös kantaa siihen, miten OYL:n uudistuksen mukaisten tavoitteiden voidaan katsoa toteutuvan vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittelynormien yhteydessä.

2 OYL 18:7.2 JA 3:N OLETTAMASÄÄNNÖKSET KÄYVÄN HINNAN MÄÄRÄYTYMISEN LÄHTÖKOHTINA

Pörssiyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyä edeltää varsin usein julkinen ostotarjous.³⁴ Näin ollen määriteltäessä pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushintaa lähtökohtana ovat uutena lakiin otetut OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännökset. Niiden mukaan ostotarjouksessa tarjottua AML:n perusteella määräytynyttä hintaa on pidettävä OYL:n mukaisena käypänä hintana, jollei muuhun ole erityistä syytä. Tässä jaksossa analysoidaan olettamasaännöksiä pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen hinnanmääräytymisen pääsääntöinä. Ensiksi tarkastellaan AML:n ja OYL:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistämisen perusteluja. Huomiota kiinnitetään myös yhtenäistämisen saamaan kritiikkiin ja sen ongelmakohtiin. Tämän jälkeen tutkitaan, miten käypä hinta määritellään olettamasaännöjen pohjalta ja mihin OYL:n mukaisena käypänä hintana pidettävän AML:n mukaisen hinnan määräytyminen pohjautuu.

Vastaavia olettamasaännöksiä ei ollut VOYL:ssa, jossa toisiaan saattoi seurata jopa kolme lähtökohdiltaan poikkeavaa peräkkäistä hinnanmääritystapaa AML:n mukaisen vapaaehtoisen ja pakollisen ostotarjouksen sekä OYL:n mukaisen hinnanmäärityksen perusteella. Olettamasaännökset kirjoitettiin uuteen OYL:iin ostotarjousdirektiivin implementoinnin seurauksena. AML:n ja OYL:n mukaisten lunastushintojen yhtenäistämismahdollisuutta tutkittiin myös kansallisesti uuden lain valmistelun yhteydessä.³⁵ OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistämistä on ehdotettu oikeuskirjallisuudessa aiemminkin useaan otteeseen.³⁶ Vastaavaa säännöstä ehdotettiin ensimmäisen kerran jo VOYL:n valmistelun yhteydessä, sillä Ruotsin aiemman ABL:n esitöissä³⁷ oli kiinnitetty huomiota ostotarjouksen ja pakkolunastuksen tyypilliseen peräkkäisyyteen ja lunastushinnan yhtenäistämistarpeeseen.³⁸ Ostotarjousta koskeva olettamasaännös,

³⁴ *Ramberg, Göran* 2003 s. 72.

³⁵ Ks. AML:n ja OYL:n mukaisten lunastushintojen yhtenäistämistarpeen ja -mahdollisuuksien arvioimisesta lainvalmisteluvaiheessa OYL-uudistus, OM 2000 s. 50, 52 ja 128, *Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002 s. 13–17 ja *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 18–23 ja 45–46. Suurin osa lausunnonantajista kannatti normistojen välistä hinnanmäärityksen yhtenäistämistä, ks. OM:n lausuntotiivistelmä 2003:39 s. 73.

³⁶ *Sillanpää* 1994 s. 310–311, *Kaisanlahti* 1995 s. 216–218 ja *Timonen* 1997 s. 268–269.

³⁷ Reg. Prop. 1975:103 s. 532.

³⁸ *Sillanpää* 1994 s. 292.

*särregel*n, sisällytettiin jo Ruotsin vuoden 1975 ABL:iin.³⁹ Vaikka ostotarjoushinnalle on usein annettu oikeuskäytännössä merkitystä lunastushintaa määriteltäessä,⁴⁰ sen soveltaminen ei ole ollut kaavamaisista.⁴¹ AML:n mukaisen ostotarjouksen hinnalle on voitu antaa painoarvoa OYL:n mukaisessa hinnanmäärittelyssä erityisesti, jos AML:n tarjousvastikkeen hinta on perustunut sitä edeltäneeseen vapaaehtoiseen ostotarjoukseen tai vapailla markkinoilla vallinneeseen hintaan. AML:n mukaiselle hinnanmääritykselle on annettu merkitystä myös, mikäli OYL:n mukainen lunastus on tehty samaan aikaan AML:n mukaisen ostotarjouksen kanssa tai melko pian sen jälkeen ja valtaosa osakkeenomistajista on hyväksynyt AML:n mukaisen lunastushinnan.⁴²

2.1 OYL:n ja AML:n mukaisen hinnanmäärityksen yhtenäistäminen

2.1.1 OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännösten perustelut

Olettamasäännön mukaista hintaa voidaan kutsua eurooppalaiseksi lunastushinnaksi, sillä se pohjautuu ostotarjousdirektiivin harmonisoimaan hinnanmääritystapaan. *High Level Group* on ostotarjousdirektiivin valmisteluvaiheessa katsonut pakollisessa ostotarjouksessa maksetun hinnan olevan käypä lunastushinta (*fair price*) edellyttäen, että hinta on määritelty edeltävässä ostotarjouksessa kohtuulliseksi ja tasapuoliseksi (*equitable*).⁴³ Olettamasäännösten mukaista hintojen yhtenäistämistä voidaan pitää perusteltuna esimerkiksi prosessuaalisten tehokkuusnäkökohtien, hinnanmuodostuksen ennakoitavuuden sekä osakkeenomistajien yhdenmukaisen kohtelun näkökulmasta.⁴⁴

³⁹ Nykyinen säännös löytyy ABL 22:2.4:sta.

⁴⁰ Ks. esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 33 ja 35, Eimo Oyj 2004, välitystuomio 27.2.2004 s. 56 ja Sonera Oyj, välitystuomio 26.6.2003 s. 80. Ks. edeltävän lain aikaisesta oikeuskirjallisuudesta esim. *af Schultén* 2004 s. 523, *Nuolimaa* 2004 s. 257 ja *Sillanpää*, NTS 2002 s. 42–43.

⁴¹ Esimerkiksi Sanitec Oyj Abp:n vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa tuomiossa todetaan, että AML:n mukainen lunastusvastike ei välimieskäytännön mukaan *sellaisenaan* voi olla OYL:n mukaisen lunastushinnan lähtökohta, ks. Sanitec Oyj Abp, välitystuomio 31.1.2002 s. 40 (kursivointi tässä, kirjoittajan huomautus).

⁴² Esim. Merita Oyj, välitystuomio 19.4.2000 s. 33.

⁴³ *High Level Group Report on Takeover Bids* 2002 s. 65.

⁴⁴ Ks. *Silaskivi*, DL 2004, s. 1056, *Kaisanlahti*, OM 2002 s 18, *Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002 s. 13–16, *Timonen* 2001 s. 363 ja *Sillanpää* 1994 s. 310–311.

Ruotsissa vastaavan olettamasäännöksen tavoitteista ja perusteluista on argumentoitu runsaasti. Ruotsin uusimmassa hallituksen esityksessä katsotaan enemmistön hyväksymän hinnan osoittavan käypää hintaa. Näin ollen ostotarjoushintaa voidaan pitää kohtuullisena ja tarkoituksenmukaisena (*rimlig och lämplig*) lähtökohtana jäljelle jääneiden ja ostotarjouksesta kieltäytyneidenkin osakkeenomistajien kohdalla.⁴⁵ Ostotarjoushinnan soveltaminen olettamana alentaa myös vähemmistön uskoa hinnan kohoamiseen lunastusmenettelyssä ja lisää näin ollen lunastusmenettelyn selkeyttä, ennustettavuutta ja kustannustehokkuutta.⁴⁶

Bergström ja Samuelsson pitävät perusteltuna jo vuoden 1975 ABL:n yhteydessä ilmaistua olettamasäännön ajatusta siitä, ettei vähemmistöosakkeenomistajille lähtökohtaisesti makseta korkeampaa hintaa kuin minkä osakkeenomistajien enemmistö on jo aiemmin hyväksynyt. Ilman lunastussääntelyä ja olettamasäännöstä vähemmistön on katsottu voivan painostaa enemmistöä korkeamman hinnan toivossa.⁴⁷ Suomalaisessa aiemmassa oikeuskirjallisuudessa ja -käytännössä on myös katsottu olevan epäoikeudenmukaista, jos ostotarjouksen hylännyt saakin paremman hinnan myöhemmässä lunastusmenettelyssä.⁴⁸ Mikäli lunastusmenettelyä edeltää ostotarjous, suuri enemmistö on tällöin suostunut myymään kyseisellä hinnalla osakkeensa, jolloin tätä markkinahintaa tulisi pitää käypänä hintana.⁴⁹

Ostotarjousvastiketta on pidettävä vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisen alarajana, jonka alle ei tule mennä.⁵⁰ *Kaisanlahti* on jo vuonna 1995 perustellut ostotarjoushinnan asettamista vähimmäishinnaksi sillä, että se turvaa vähemmistöosakkaalle ainakin edeltävää ostotarjousta vastaavan hinnan ja mahdollisuuden harkita ostotarjouksen edullisuutta tarjoukseen nähden jälkikäteen ilman menetyksen uhkaa. Ilman tätä ostotarjoukseen osallistuminen voisi käytännössä olla ”pakottavaa” osakkeenomistajan kannalta, vaikka hän katsoisi tarjotun vastikkeen olevan osakkeen todellista arvoa pienempi. Tämä johtuu siitä, että omistuksen keskittymisen seurauksena vähemmistöosakkeenomistajalla ei välttämättä olisi osto-

⁴⁵ Reg. Prop. 2004/05:85 s. 452, SOU 1997:22 s. 283 ja *Ramberg, Göran* 2003 s. 932.

⁴⁶ *Skog* 2006 s. 262 ja *Ramberg, Göran* 2003 s. 932.

⁴⁷ Reg. Prop. 1975:103 s. 533 ja *Bergström – Samuelsson* 2001 s. 183.

⁴⁸ *Sillanpää*, NTS 2002 s. 42.

⁴⁹ *Ylä-Mononen ja Sistonen*, haastattelu 29.11.2006.

⁵⁰ *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 19 ja *Kaisanlahti* 2007 s. 24. Ks. myös Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003, s. 44–45, jossa ostotarjouksen muotoama markkinahinta muodosti lunastushinnan määrittämisen alarajan.

tarjouksen jälkeen mahdollisuutta myydä osakkeitaan edes ostotarjouksen osoittamaan hintaan. Problematiikkaa kutsutaan oikeustaloustieteessä *vangin ongelmaksi*. Eri kysymys sen sijaan on, voidaanko ostotarjousta edeltävää markkinahintaa ja näin ollen ostotarjoushintaa pitää osakkeen ”oikean” arvon kuvaajana.⁵¹ *Kaisanlahti* on katsonut sijoittajien arvioivan ennen investointipäätöstään riskikysymyksiä. Mikäli sijoittajan pitäisi kantaa riski markkinahintaa alhaisemmasta pakkolunastushinnasta, hän tuskin olisi halukas investoimaan osakkeisiin, ainakaan tarjottuun hintaan, mikä vaikuttaisi kurssia laskevasti.⁵² Näin ollen olettamasaäntöjen voidaan katsoa toimivan vähemmistöosakkeenomistajien eduksi tilanteissa, joissa uhka ostotarjousta alhaisemmasta lunastushinnasta olisi olemassa.

2.1.2 Yhdenvertaisuusperiaate olettamasaännösten perusteluna

Lunastushintaa määritettäessä osakkeenomistajien taloudelliselle yhdenvertaisuudelle on perusoikeuksien mukaisen tulkinnan vaatimuksen perusteella annettava merkitystä.⁵³ Periaate saanee entistä korostuneemman aseman uudessa OYL:ssa, jossa se on kirjoitettu ensimmäistä kertaa lain tasolle. OYL 1:7:n 1. virkkeen mukaan, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin, kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeen katsotaan tarkentavan ja vahvistavan yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä eräissä tapauksissa.⁵⁴ Sen mukaan yhtiön johto⁵⁵ ei saa tehdä päätöstä, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Johto ei siis saa toimia enemmistöosakkeenomistajan eduksi.⁵⁶

OYL:n mukaisen vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämistä ostotarjoushinnan mukaan on perusteltu yhdenvertaisuusperiaatteella. Tässä yhteydessä yhdenvertaisuusperiaate ilmenee käsityksenä siitä, että osakkeenomistajia ei voida asettaa eriarvoiseen asemaan sen perusteella, missä vaiheessa he luopuvat osakkeistaan.⁵⁷ AML:n mukaan arvopaperinhalti-

⁵¹ *Kaisanlahti* 1995 s. 166–176.

⁵² *Kaisanlahti* 1995 s. 193 ja *Kaisanlahti* 1999 s. 127.

⁵³ Perusoikeusuudistuksen esitöiden mukaan tulkintavaihtoehtoista on aina valittava perusoikeuksien tarkoituksen toteutumista parhaiten edistävä ratkaisu, ks. PeVM 25/1994 (valiokunnan kannanotot, perusoikeuksien sitovuus) ja *Aarnio* 2006 s. 308–309. Yhdenvertaisuus on PL 6 §:n mukainen perusoikeusperiaate.

⁵⁴ HE 109/2005 s. 18 ja *Mähönen – Villa* 2006a s. 103.

⁵⁵ Yhtiön johdolla tarkoitetaan hallitusta, toimitusjohtajaa ja hallintoneuvostoa.

⁵⁶ HE 109/2005 s. 40.

⁵⁷ *Mähönen – Villa* 2006b s. 534.

joita on kohdeltava sijoitusmarkkinoilla keskenään yhdenvertaisella tavalla, ja tämän vaatimuksen katsotaan olevan johdettavissa myös OYL:sta.⁵⁸ Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti ostotarjoushinta tulisi hyväksyä OYL:n mukaiseksi käyväksi hinnaksi, mikäli valtaosa osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen. Muiden osakkaiden asettaminen heitä parempaan asemaan maksamalla osakkeista myöhemmin korkeampi hinta edellyttäisi erityisiä perusteita.⁵⁹ Vastaavasti ostotarjouksen hyväksymättä jättäneiden osakkaiden kohtelu sen hyväksyneistä poiketen maksamalla heille ostotarjoustaan alhaisempi hinta edellyttäisi erityisiä perusteita.⁶⁰ Tämä vahvistaa osaltaan ostotarjouksen hinnan merkitystä käyvän hinnan määrittelyn alarajana. Välimieskäytännössä on esitetty nimenomaan osakkeenomistajien taloudellisesta yhdenvertaisuudesta johtuvan, että mitä suurempi osa osakkaista on hyväksynyt AML:n mukaisen lunastustarjouksen, sitä suurempi merkitys sille voidaan antaa.⁶¹

Yhdenvertaisuudesta ei ole kuitenkaan voitu katsoa johdettavan suoraan viivaista sääntöä sille, että lunastushinta tulisi aina määrätä ostotarjouksessa vapaaehtoisesti osakkeistaan luopuneiden hyväksymän hinnan perusteella, vaikka nämä edustaisivatkin yli puolta eli enemmistöä tarjouksen kohteena olevista osakkeista. Yhdenvertaisuudelle on voitu antaa merkitystä OYL:n mukaista lunastushintaa määritettäessä vain, jos AML:n ja OYL:n mukaisissa lunastusprosesseissa on hankittu merkittävä osuus yhtiön osakekannasta ja hankinnat ovat tapahtuneet julkisessa ostotarjouksessa käytettyyn tai vapaille markkinoilla vallinneeseen hintaan.⁶² Saunalahti Oyj:n välitystuomioissa on todettu, että yhdenvertaisuusperiaatteesta ei voitaisi johtaa sitä, että sen perusteella eri osakkaita tulisi eri aikoina kohdella samalla tavalla. Välimiesoikeus on katsonut yhdenvertaisuusperiaatteen vallitsevan kohdeyhtiön ja sen osakkaiden välisessä suhteessa, mutta ei välttämättä enemmistöosakkaan ja muiden osakkaiden välisessä suhteessa. Yhdenvertaisuusperiaatteen ei myöskään välimiesoikeuden kannan mukaan voida katsoa tuovan lunastajalle tässä suhteessa oikeuksia ja muille osakkaille velvoitteita.⁶³ Kanta kyseenalaistaa voimassa olevan olettam säännöksen ja kiinnittää huomion poikkeamismahdollisuuksien keskeisyy-

⁵⁸ Turun arvokiinteistöt Oyj, välitystuomio 2.5.2005 s. 62 ja Sonera Oyj, välitystuomio 23.6.2003 s. 83.

⁵⁹ *Mähönen – Villa* 2006b s. 534 ja *Timonen* 2001 s. 363.

⁶⁰ *Timonen* 2001 s. 363.

⁶¹ Ks. esim. Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006 s. 33.

⁶² Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 23 ja *Mähönen – Villa* 2006b s. 534.

⁶³ Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 41.

teen. Yhtäältä siis yhdenvertaisuudella on perusteltu AML:n ja OYL:n mukaisen hinnan suhdetta, mikäli ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä ei ole kulunut liikaa aikaa ja riittävän merkittävä määrä osakkeenomistajia on hyväksynyt ostotarjouksen. Toisaalta yhdenvertaisuusperiaatteen ei ole katsottu voivan edellyttää suoraviivaisesti, että OYL:n mukainen lunastushinta tulisi määrittää AML:n mukaista ostotarjoushintaa vastaavaksi.

Keskeiseksi muodostuukin se, miten säännöstä tulkitaan. Osakkeenomistajien taloudelliselle yhdenvertaisuudelle on annettava merkitystä lunastushintaa määritettäessä, mutta koska välimiesten on kuitenkin edelleenkin otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat, on yhdenvertaisuusperiaatetta pidettävä vain yhtenä relevanttina kriteerinä muiden näkökohtien joukossa.⁶⁴ Edellä esitetyn perusteella näkisin, että yhdenvertaisuudelle tulee tässä yhteydessä antaa merkitystä vain, mikäli erityisistä syistä ei muuta johdu. Yhdenvertaisuuden vaatimus puoltaa siis lähtökohtaisesti sitä, että AML:n mukainen ostotarjousvastike tulisi asettaa OYL:n mukaiseksi lunastushinnaksi. Tämä ei kuitenkaan ole poikkeuksetonta, vaan erityiset syyt voivat antaa perusteen poiketa yhdenvertaisuuden kaavamaisesta soveltamisesta. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus voi toteutua lunastushinnan määrittelykontekstissa kaavamaisesti vain, mikäli lunastus tapahtuu ajallisesti riittävän nopeasti ostotarjouksen jälkeen ja ostotarjouksen on hyväksynyt riittävä määrä osakkeenomistajia.

2.1.3 Olettamasäännösten kritiikki

Ostotarjoushinnan ja lunastushinnan kytkemistä toisiinsa on myös kritisoitu. *Osakesäästäjien keskusliitto* on lainvalmisteluvaiheessa antamassaan lausunnossa kiinnittänyt huomiota siihen, että OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasäännöt mitätöivät aiemman välimieskäytännön, jossa hinta on noussut lunastajan esittämästä vaatimuksesta, mikäli yhtiön osakkeiden pörssikurssi on viimeisinä kuukausina ennen lunastusmenettelyn vireilletuloa ylittänyt lunastajan tarjoaman hinnan. *Osakesäästäjien keskusliiton* lausunnon mukaan olettamasäännöt tekisivät koko välimiesmenettelyn tarpeettomaksi, jos niitä sovellettaisiin kaavamaisesti.⁶⁵ Kuten *Silaskivi* on ennen lainuudistusta esittänyt, katsoisin välimiehillä edelleen kuitenkin olevan merkittävä työ arvioida AML:n mukaisen hinnan perusteluissa edellytettyä luotettavuutta OYL:n mukaisen hinnan pohjana. *Silaskivi* on arvioinut vä-

⁶⁴ Chips Oyj, välitystuomio 1.11.2005 s. 26 ja HE 109/2005 s. 173.

⁶⁵ OSKL:n lausunto, OM 2003.

hemmistösakkaiden tulevankin jatkossa vetoamaan siihen, että erityisiä syitä poiketa AML:n mukaisesta hinnoittelusta on olemassa.⁶⁶ Ottaen huomioon lunastussäännösten vähemmistösuojafunktio, ja jotta osakkeen käyvästä arvosta voitaisiin kussakin yksittäistapauksessa varmistua, tosiasiallinen mahdollisuus vedota erityisiin syihin tulisivat taata.

Timonen ja *Kaisanlahti* ovat korostaneet AML:n ja OYL:n mukaisten menettelyjen eroavan vähemmistöosakkeiden kannalta olennaisesti toisistaan. Luopuminen osakkeista ostotarjouksen johdosta perustuu vapaaehtoisuuteen. Osakkeenomistajilla olisi tällöin mahdollisuus jäädä yhtiöön ja saada osansa tulevaisuuden odotuksista. OYL:n mukaisessa pakkolunastuksessa lunastus sen sijaan perustuu vähemmistöosakkeenomistajien pakkoon luopua koko osakeomistuksestaan. Näin ollen osakkeenomistaja menettää osakkeen arvonnousuun kohdistuvat tulevaisuuden odotukset joutuessaan myymään osakkeensa. *Timonen* ja *Kaisanlahti* toteavat mielestäni olettamasäännön tulkinnan kannalta merkityksellisesti, että AML:n mukainen hinta voi täten OYL:n tarkoittamissa lunastustilanteissa olla enimmillään vain vahvan presuntion asemassa.⁶⁷ Tämä korostaa erityisten syiden huomioon ottamisen tärkeyttä ja mahdollisuutta tarvittaessa poiketa ostotarjouksessa maksetusta hinnasta. Myös *High Level Group* on painottanut poikkeamismahdollisuuksien oleellisuutta.⁶⁸

Mäntysaari on korostanut, ettei ostotarjoushinta välttämättä ole määräytynyt tehokkailla markkinoilla, eikä se näin ollen kuvasta osakkeen käypää hintaa. Hänen mukaansa enemmistöosakkeenomistajan saama määräysvalta on myös voinut alentaa kurssia.⁶⁹ *Timonen* huomauttaa, että lunastaja perustelee usein tarjoustaan sillä, että se on joko markkinahintainen tai jopa markkinahinnan ylittävä. Lunastusta edeltävät vaiheet, kuten omistussosuuden kasvattaminen, kasvusuunnitelmien julkistaminen ja vapaaehtoinen julkinen ostotarjous, ovat kuitenkin yleensä vaikuttaneet hintatasoon. Erityisesti silloin, kun menettely kokonaisuudessaan kestää pitkähkön ajan, on lunastajalla siten käytännössä mahdollisuus vaikuttaa omilla

⁶⁶ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1056 ja HE 109/2005 s. 173.

⁶⁷ *Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002 s. 16. Myös *Airaksinen* ja *Jauhiainen* ovat kiinnittäneet huomiota menettelyjen välisiin eroavaisuuksiin, ks. *Airaksinen – Jauhiainen* 1997 s. 356–358.

⁶⁸ *High Level Group Report on Takeover Bids* 2002 s. 65–66.

⁶⁹ Ks. *Mäntysaari* 2002 s. 357–358. Hän viittaa Ruotsin Balken-tuomioon, NJA 1992 s. 872 (HD 1992:133), jossa hovioikeuden mielestä se, että Pronatorin tehdessä julkisen ostotarjouksen ABV ja Företagsfinans olivat jo hyväksyneet tarjouksen ja saaneet 77,18 prosenttia Balkenin äänistä, oli omiaan vaikuttamaan markkinoihin. Tässä tapauksessa voitiin katsoa olevan erityisiä syitä poiketa tarjotusta hinnasta.

toimillaan yhtiön osakkeiden hintatasoon ja näin ollen ostotarjouksen suuruuteen jopa aivan oleellisesti.⁷⁰ Timosen mukaan osakkeen käypä arvo on aiemman lainsäädännön aikana juuri OYL:n vähemmistöosakkeen lunastuksen pakkolunastusluonteen vuoksi tarkoituksellisesti jätetty määritettäväksi tapauskohtaisesti, sillä käypää hintaa ei ole voitu määrittää AML:n kaltaisella kaavamaisella tavalla.⁷¹ Silaskivi on lisäksi huomauttanut oletamasäännösten olevan ristiriidassa OYL:n mukaisen lähtökohdan kanssa, jonka pohjalta lunastushinta määritetään lunastustarjouksen tekemistä edeltävän hetken mukaan.⁷²

2.2 Pakollisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana

2.2.1 Kuuden kuukauden korkein hinta

OYL 18:7.2:n mukaan AML 6:10:ssa tarkoitetun pakollisen ostotarjouksen edeltäessä lunastusta pakollisessa ostotarjouksessa maksettua hintaa pidetään käypänä hintana, jollei muuhun ole erityistä syytä. Seuraavassa analysoidaan AML:n mukaisen ostotarjouksen käyvän hinnan määräytymisen perusteita, joiden on katsottu kuvaavan uuden OYL:n mukaista vähemmistöosakkeen lunastushintaa. Ostotarjousdirektiivin 5 artiklan mukaan käypänä hintana pidetään *korkeinta hintaa*, jonka *tarjouksen tekijä* tai yhdessä hänen kanssaan toimivat henkilöt ovat maksaneet kohdeyhtiön arvopapereista tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävänä aikana, jonka jäsenvaltiot saavat määrittellä 6–12 kuukauden väliltä. Suomessa ajanjaksoksi on valittu AML 6:11.2:n mukaan kuusi kuukautta.⁷³ Tämä vastaa Ruotsin⁷⁴ ja muiden Pohjoismaiden mallia.⁷⁵ Korkeimman hinnan sääntö

⁷⁰ Timonen 2001 s. 354 ja 361–362.

⁷¹ Timonen 2001 s. 362.

⁷² Silaskivi, DL 2004 s. 1056.

⁷³ Tutkimuksessa käytetään termiä *tarjouksen tekijä tai hänen etupiiriinsä kuuluva* kuvaamaan lakitekstin ilmaisua tarjouksentekijä tai tähän AML 10.2:ssa tarkoitetussa suhteessa oleva henkilö, yhteisö tai säätiö.

⁷⁴ Ks. NBK:s Takeover-reglerna 2003 s. 15. Ruotsissa ostotarjousten sääntely on perinteisesti toteutettu itsesääntelynä markkinatahoja edustavan *Näringslivet's Börskommittén* sääntöjen ja tämän alaisuuteen perustetun *Aktiemarknadsnämndenin* lausuntojen mukaan. Ostotarjousdirektiivin implementoinnin seurauksena Ruotsissakin on kuitenkin säädetty ostotarjouksia koskeva laki, *lag om offentliga uppköpserbjudanden*.

⁷⁵ Clausen – Sørensen 1998 s. 93.

on peräisin Ison-Britannian ostotarjouskäytännöstä, jossa ostotarjousvas-
tikkeen määrittämisessä on perinteisesti noudatettu 12 kuukauden ajan-
jaksoa.⁷⁶

Ostotarjousdirektiivin salliman aikavälin mukainen kuutta kuukautta pi-
dempi seuranta-ajanjakso lisäisi vähemmistöosakkeenomistajien suojaa vä-
hentämällä lunastajan mahdollisuuksia kiertää määräaika tekemällä huom-
mattavia osakekauppoja vain hieman ennen seurantajakson alkua. Ostotar-
jousdirektiivin perusteella Suomessakin voidaan kuitenkin, esimerkiksi ky-
seisessä erityistilanteessa, ottaa huomioon myös tarjousta edeltävän 6–12
kuukauden aikana tehdyt osakekaupat.⁷⁷ Tätä voitaneen kontrolloida AML
6:11.4:n mukaisella lunastajan velvollisuudella ilmoittaa Ratalle tiedot tar-
jousta edeltäneiden 12 kuukauden aikana tekemistään arvopaperihankin-
noista. Toki 12 kuukauden määräaikaakin voidaan yrittää vastaavalla taval-
la kiertää, mutta mitä pidemmälle taaksepäin tarkkailuajanjakso ulottuu,
sitä epätodennäköisempää on, että lunastaja kykenisi suunnitelmallisesti ajoit-
tamaan korkeampaan hintaan tekemät kauppansa sitä edeltävälle ajalle. Pit-
kän ajanjakson voidaan toisaalta kritisoida lisäävän tarvetta poiketa pää-
säännön mukaisesta hinnanmäärityksestä, jotta mahdolliset olennaiset muu-
tokset kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla voitaisiin ottaa huomioon.⁷⁸

High Level Group perustelee korkeimman hinnan mallin olevan yhden-
vertaisuusperiaatteen mukainen. Se katsoo mallin soveltamisen luovan
molemmipuolista etua sekä vähemmistöosakkeenomistajalle että lunas-
tajalle. Ensinnäkin korkein hinta -malli saattaa vähemmistöosakkeenomis-
tajan osalliseksi siitä preemiosta eli yksittäisen osakkeen markkina-arvon
ylittävästä arvosta, jonka enemmistöosakas on maksanut määräysvallasta.
Toiseksi se antaa lunastajalle varmuuden siitä, että hänen ei tarvitse mak-
saa lunastusmenettelyssä ostotarjousta edeltävän ajanjakson aikana mak-
samaansa korkeinta hintaa enempää. Malli lisää ennustettavuutta, sillä lu-
nastaja voi itse ennakoida ja säädellä, mitä hän on valmis jatkossakin mak-
samaan.⁷⁹ Tarjouksen tekijä pystyy näin ollen jo vapaaehtoista ostotarjousta

⁷⁶ Ks. *The City Code 2006*, Section F16, Rule 9.5 ja tarkemmin *Francis 2006* s. 138–140. Isossa-Britanniassakin sääntely on perustunut itsesääntelyyn, eli Lontoon pörssin yhtey-
dessä toimivan itsenäisen *Panel on Takeovers and Mergers* -lautakunnan antamiin *The City
Code on Takeovers and Mergers* -sääntöihin. Ostotarjousdirektiivin johdosta sääntely on
tullut kuitenkin kodifioida lain tasolle. Uusi *Companies Act 2006*, Sec. 974–991, sisältää
säännöt vähemmistöosakkeiden lunastamisesta, mutta lunastushinnan pohjana oleva osto-
tarjoushinta määräytyy lain nojalla edelleen City Coden perusteella, ks. *Explanatory Notes
on the Companies Act 2006* s. 179 ja 189–193.

⁷⁷ *Mähönen – Villa 2006b* s. 448–449.

⁷⁸ HE 6/2006 s. 46.

⁷⁹ *High Level Group Report on Takeover Bids 2002* s. 50.

suunnitellessaan ottamaan huomioon pakollisen ostotarjouksen vastikkeiden määrän, sillä sen mukainen kuuden kuukauden korkein hinta määräytyy yleensä vapaaehtoisen ostotarjouksen aikana tehtyjen kauppojen perusteella.⁸⁰ Näin ollen siis vapaaehtoisen ostotarjouksen hinnoittelun voidaan sanoa vaikuttavan pakollisen ostotarjouksen hinnoitteluun. *Julkiset ostotarjoukset -työryhmä* perustelee korkeimman hinnan mallin takaavan vähemmistöosakkeenomistajalle parhaan mahdollisen hinnan kaikissa tapauksissa ja tarjouksentekijälle puolestaan mahdollisimman suuren oikeusvarmuuden.⁸¹

Clausenin ja Sørensenin mielestä direktiivin keskeisten tavoitteiden, vähemmistöosakkeenomistajien suojaamisen ja osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun, perusteella voidaan pitää kohtuullisena, että myös vähemmistö saa preemion osakseen.⁸² Etenkin yritysvaltaustilanteissa osakekauppoja tehdään usein julkisten markkinoiden ulkopuolella ja määräysvallan tuottavista osakkeista maksetaan osakkeen pörssikurssia korkeampi vastike. Yksityisessä osakekaupassa maksetun hinnan on katsottu usein osoittavan osakkeen todellisen markkina-arvon, jolloin se on kohtuullista asettaa ensisijaiseksi arvonmääritysperusteeksi.⁸³ Korkeimman hinnan malli ottaakin AML 6:11.2:n sanamuodon mukaisen tulkinnan perusteella huomioon lunastajan mahdollisesti julkisten markkinoiden ulkopuolella tekemät kaupat, joten mallia voidaan pitää tässäkin suhteessa perusteltuna. Yritysjärjestelyn synergiaeduista koituvaa arvonnousua voidaan myös katsoa jaettavan lunastajan ja kohdeyhtiön sekä vastaavasti niiden osakkeenomistajien kesken preemion kautta.⁸⁴ Preemion laskemista vähemmistöosakkeenomistajan eduksi voidaan perustella myös sillä, että se tarjoaa osakkeenomistajalle insentiivin luopua osakkeista juuri tietyllä hetkellä tiettyyn hintaan.⁸⁵ Toisin sanoen, ilman preemiota osakkeenomistajat tuskin luopuisivat omistuksestaan, ja näin ollen preemiollisen hinnan voidaankin väittää kuvaavan osakkeen käypää hintaa.⁸⁶

Timonen on kuitenkin kritisoinut aiemmissa kirjoituksissaan vähemmistöosakkeenomistajan oikeutta määräysvaltapreemioon. Hänen mukaansa

⁸⁰ *Kaisanlahti*, BLF-seminaari 3.11.2005.

⁸¹ *Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti* 2005 s. 27.

⁸² *Clausen – Sørensen* 1998 s. 51–53.

⁸³ KM 1991:48 s. 393, *Astola* 1990 s. 173, *Timonen* 1997 s. 266, *Mäntysaari*, DL 1997 s. 711 ja *Mäntysaari*, DL 1995 s. 622.

⁸⁴ *Saunalahti Oyj*, välitystuomio 16.5.2006 s. 38.

⁸⁵ *Erma*, haastattelu 13.12.2006.

⁸⁶ *Wolfram*, haastattelu 13.12.2006.

pienosakkaan sijoitukseen ei sisälly tällaista yhtiön määräysvaltaan liittyvää yksittäisten osakkeiden markkina-arvon ylittävää arvoa. Yhdenvertaisuudestakaan ei *Timosen* mukaan voida johtaa velvollisuutta hyvittää tätä preemiota vähemmistöosakkeenomistajalle lunastustilanteessa.⁸⁷ Huomionarvoinen seikka on kuitenkin se, että maksettavien preemioiden suuruusluokan voidaan katsoa pienentyneen AML:n mukaisten ostotarjousvelvollisuusrajojen alennuttua. On epätodennäköisempää, että lunastaja maksaisi korkean premion lähtiessään tavoittelemaan merkittävää määräysvaltaa ääniosuuden ollessa alle kolmen kymmenesosan verrattuna aiempaan kahden kolmasosan ääniosuusrajaan.⁸⁸

Välimesmenettelyissä on myös usein ollut riidan kohteena se, laskeataanko erilaiset julkisten ostotarjousten toteuttamiskaupat käyvän hinnan arviointiin mukaan. Pörssikurssiin pohjautuvan hinnanmäärityksen yhteydessä on todettu, että ne voidaan sulkea hinnanmäärityksen ulkopuolelle, sillä lunastusvaatimuksen esittäminen on voinut vaikuttaa osakkeen kurssiin.⁸⁹ Toteuttamiskaupoista ei synny ongelmaa olettamassäänönsiä sovellettaessa, sillä ne eivät sisälly korkeimman hinnan malliin, koska siinä kyse on tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän ajanjakson kaupoista.

Kaisanlahden mukaan korkein hinta -periaate indikoi sijoittajien intressien homogeenisuutta. Korkein maksettu hinta edustaa yksittäistä piste-arvoa. Periaatteen myötä pelkästään tarjouksen tekijän ja tämän etupiirin tekemät kaupat tulevat tarkastelun kohteeksi, kun sen sijaan keskiarvohinnassa tiivistyy kaikkein osapuolten näkemys osakkeen arvosta. Kun siis korkeimman hinnan katsotaan osoittavan käyvän hinnan, on taustaolettamana se, että sijoittajat muodostavat intresseiltään homogeenisen joukon. *Kaisanlahti* toteaa myös yhdenvertaisuusperiaatteen heijastavan käsitystä siitä, että sijoittajien intressit ovat yhteneväiset.⁹⁰ Argumenteilla sijoittajaryhmän homogeenisuudesta voitaneen myös perustella AML:n ja OYL:n mukaisten hintojen yhteneväisyyttä. Toisaalta *Ellsworth* on kyseenalaistanut *shareholder value* -mallin mukaisen argumentin, jonka mukaan osakkeenomistajat olisivat yhtenäinen homogeeninen ryhmä. Otettaessa huomioon, että osakkeenomistajat voivat edustaa sekä suuria institutionaali-

⁸⁷ *Timonen* 1997 s. 308–309, viitaten *Kaisanlahti* 1995 s. 173–175 ja *Easterbrook – Fischel* 1991 s. 110 ja 124–126.

⁸⁸ *Erma*, haastattelu 13.12.2006.

⁸⁹ *Immonen* 2006 s. 173, *Silaskivi*, DL 2004 s.1053 ja *Timonen* 2001 s. 369. Ks. myös esim. *Hartwall Oyj*, välitystuomio 7.3.2003 s. 16.

⁹⁰ *Kaisanlahti*, TT 2003 s. 41.

sia sijoittajia että piensijoittajia, näiden odotukset voivat tosiasiasa poiketa toisistaan merkittävästi. Sijoituksen määrä, aikajänne ja syy voivat olla hyvinkin kaukana toisistaan, mikä vaikuttaa siihen, miten osakkeenomistaja mieltää osakkeen käyvän arvon.⁹¹ *Ellsworthin* kritiikin voidaan siis ajatella kyseenalaistavan korkeimman hinnan periaatteen, ja se tukee osaltaan käsitystä ostotarjouksessa maksettua hintaan kohdistuvien poikkeamismahdollisuuksien tärkeydestä.

Kuuden kuukauden korkeimman hinnan mallin voidaan kuitenkin yleisesti ottaen katsoa olevan hyvä uudistus. Ennen AML:n muutosta, jolloin ostotarjouksen hinnanmäärityksessä otettiin huomioon 12 kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä muodostunut kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo, osakekurssien ollessa laskevia keskikurssi osoitti ylihintaa. Tämä saattoi olla esteenä julkisten ostotarjousten tekemiselle. Aiemmasta keskikurssimallista luopumisen katsotaankin edistävän kaupankäyntiä ja julkisten ostotarjousten tekemistä. Käyvän hinnan määrittely painottuu nykyään siis enemmänkin tarjouksen tekijän omiin ratkaisuihin verrattuna aiempaan markkinoiden kehitykseen keskittyneeseen laskentatapaan.⁹² Toisaalta mallin heikkona puolena voidaan pitää juuri sitä, että se ottaa huomioon ainoastaan lunastajan tekemät kaupat. Mikäli samaan aikaan markkinoilla tehdään kauppvoja tätä korkeampaan hintaan, voidaan ne mahdollisesti ottaa huomioon erityisinä syinä.

2.2.2 *Kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo*

Julkiset ostotarjoukset -työryhmä kiinnitti huomiota ostotarjousdirektiivin implementointivaiheessa siihen, että käyvän hinnan määräytymistapa saattaa olla epäselvä, mikäli ostotarjouksen tekijä ei ole hankkinut kohdeyhtiön osakkeita ennen julkisen ostotarjouksen tekemistä.⁹³ Tilanne, jossa tarjousvelvollinen ei ole hankkinut arvopapereita edeltävän kuuden kuukauden aikana, voi aktualisoitua esimerkiksi silloin, kun tarjousvelvollinen on hankkinut määräysvallan yhtiöstä, jonka ääniosuus julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta yhtiöstä ylittää tarjousvelvollisuuden rajan tai silloin, kun tarjousvelvollisuus on syntynyt yksissä tuumin toimimisen

⁹¹ Käypä hinta on näin ollen erilainen sen mukaan, tavoitteleeko sijoittaja voittoa lyhyellä vai pitkällä aikavälillä. Ks. *Ellsworth* 2002 s. 176–180.

⁹² *Kaisanlahti*, TT 2003 s. 42.

⁹³ *Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti* 2005 s. 27. Ks. myös HE 6/2006 s. 12. Kolmen kuukauden säännös on toissijainen kuuden kuukauden sääntöön nähden.

perusteella.⁹⁴ Hinnanmääräytymisestä näissä tapauksissa ei ole säädetty ostotarjousdirektiivissä. Direktiivi sallii kuitenkin jäsenvaltioiden antaa valvontaviranomaisilleen luvan muuttaa pääsääntöistä hinnanmääritystapaa selkeästi määriteltujen olosuhteiden ja perusteiden nojalla, direktiivin yleiset periaatteet huomioon ottaen. Jäsenvaltiot voivat direktiivin mukaan myös määrittää tällaisissa tapauksissa sovellettavat hinnanmäärityisperusteet, joita voivat olla esimerkiksi markkinoiden keskihinta tietyltä ajalta, substanssiarvo eli yhtiön arvo sen purkautuessa tai muut rahoitusanalyysin laadinnassa yleisesti käytetyt objektiiviset perusteet.⁹⁵

Suomessa sääntely on toteutettu siten, että mikäli tarjousvelvollinen ei ole hankkinut yllä esitetyn kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevia arvopapereita, käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidetään AML 6:11.3:n mukaisesti *tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa*. Hinnasta voidaan poiketa AML:n perustelujen mukaan erityisillä syillä.⁹⁶ Säännöksen tulkinnassa kolmen kuukauden painotetussa keskiarvossa ei siis oteta huomioon julkisen kaupankäynnin ulkopuolella tehtyjä kauppvoja, sillä ne on voitu tehdä markkinahinnasta poikkeavaan osapuolten sopimaan hintaan. Näin ollen painotettu keskiarvo kuvaa nimenomaan markkinahinnan keskiarvoa.⁹⁷ Uusimmissa säännöksissä ei myöskään kielletä niin sanottujen blokkikauppojen huomioonottamista keskiarvohinnan määrittämisessä.⁹⁸

Lain esitöiden perustelut sille, miksi nimenomaan kolmen kuukauden keskihintaan on päädytty, ovat jossain määrin ristiriitaiset. Edeltävää 12 kuukauden keskiarvoa on kritisoitu muun muassa siksi, että sen on katsottu olevan este ostotarjouksen tekemiselle erityisesti laskevien kurssien aikana, jolloin keskiarvoon pohjautuva lunastushinta olisi usein huomattavasti vallitsevaa kurssitasoa korkeampi. Vastaavasti positiivisen kurssike-

⁹⁴ Ratan standardi 5.2c s. 34. Yksissä tuumin toimiminen voi perustua yhtäältä sopimukseen, kuten osakassopimukseen, mutta toisaalta osakkeenomistajien yhdenmukainen käyttäytyminen voi perustua muuhunkin yhteisymmärrykseen, ks. tarkemmin HE 6/2006 s. 44.

⁹⁵ Ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

⁹⁶ HE 6/2006, s. 47. Erityisiä syitä käsitellään jäljempänä luvussa 4.

⁹⁷ Ks. tarkemmin painotetun keskiarvon laskemisesta *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005 s. 317.

⁹⁸ Blokkikaupoilla tarkoitetaan ison osake-erän kauppaa, joka toteutetaan pörssissä. Jos blokkikaupalla tavoitellaan esimerkiksi äänivaltaa, se voidaan toteuttaa vallitsevaa markkinatasoa korkeampaan hintaan. Kyseessä voi olla myös ison osake-erän myyminen markkinoille kauppaa varten kerätylle sijoittajaryhmälle, jolloin hinta on yleensä markkinatasoa alhaisempi, ks. *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005 s. 319.

hityksen aikana keskihinta voi olla vallitsevaa markkinahintaa huomattavasti alhaisempi, minkä on katsottu uhkaavan vähemmistöosakkaan aitoa mahdollisuutta poistua yhtiöstä markkinahintaan, ellei tämä vetoaisi alihinnoitteluun välimiesmenettelyn kautta. Nykyaikaisilla suhteellisen lyhyen aikavälin muutoksilla toimivilla markkinoilla 12 kuukautta on pitkäkö aikaväli, eikä 12 kuukauden painotetun keskiarvon useinkaan uskota kuvaavan kohdeyhtiön vallitsevaa markkina-arvoa.⁹⁹

Tämän jälkeen lainkohdan perusteluissa kuitenkin esitetään, että lyhyt keskihinnan määräytymisajanjakso saattaa johtaa kohtuuttomuuksiin tilapäisten markkinahäiriöiden yhteydessä. AML:n perusteluissa mainitaan esimerkkinä, että yksinomaan kuluu kvartaalia koskeva tulosvaroitusta saattaa lyhytaikaisesti vaikuttaa negatiivisesti kohdeyhtiön kurssiin, vaikka varoituksella ei olisikaan vaikutusta kohdeyhtiön arvoon pidemmällä aikavälillä. Tämän jälkeen esitöissä kuitenkin ehdotetaan kyseisillä perusteilla juuri kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettua keskihintaa.¹⁰⁰ Perustelut vaikuttavat näin ollen sisäisesti ristiriitaisilta. *Kaisanlahti* tuo kuitenkin esiin, että mitä suurempi likviditeetti eli osakkeen vaihtuvuus on, sitä lyhyempi tarkasteluajanjakso voi olla. Hänen mukaansa mitään absoluuttista rajaa tarkastelujakson pituudelle ei näin ollen voida esittää.¹⁰¹

Mielestäni kolmen kuukauden painotettua keskiarvoa voidaan kuitenkin pitää hyvänä ratkaisuna, sillä se ottaa huomioon muiden kuin lunastajan tekemät kaupat toisin kuin esimerkiksi kuuden kuukauden korkein hintamalli. Painotettu keskiarvo heijastaa näin ollen markkinoiden yleistä arvostusta. Lyhyt hinnanmääritymisajanjakso heijastaa myös markkinoiden muutosta nopeasti¹⁰² sekä vähentää ali- ja ylihinnoittelun voimakkuutta. Kolmen kuukauden keskiarvo vastaa myös lunastuskäytännössä vakiintunutta hinnanmäärityksen ajanjaksoa, joka on tyypillisesti ollut lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävän kolmen kuukauden keskikurssi ja tuntee näin ollen lainsoveltajalle tutulta. On kuitenkin huomattava, että ostotarjouksen johdosta sovellettavana tämä keskiarvo kuvaa aikaa ennen tarjousvelvollisuuden syntymistä, josta voi siis olla pitkä aika lunastusmenettelyn vireilletuloon. Kolmen kuukauden painotettuun keskiarvoon voivat kuitenkin vaikuttaa erilaiset markkinahäiriöt, ja nousevien tai laskevien kurssien aikaan keskiarvo saattaa edustaa ali- tai ylihintaa. Koska kolmen kuukauden malli edellyttää sitä, että lunastaja ei ole tehnyt kaup-

⁹⁹ HE 6/2006 s. 47–48. Ks. myös *Timonen* 2001 s. 361 ja *Kaisanlahti*, TT 2003 s. 42.

¹⁰⁰ HE 6/2006 s. 47–48.

¹⁰¹ *Kaisanlahti*, TT 2003 s. 42–43.

¹⁰² Näin on todettu jo HE 318/1992 s. 38–39.

poja kohdeyhtiön osakkeilla ainakaan edeltävään kuuteen kuukauteen, lunastaja ei ole tarkkailuajanjakson puitteissa pystynyt manipuloimaan tai vaikuttamaan muuten suurilla ostomäärillä kurssia laskevasti. Sen sijaan vähemmistöosakkeenomistajalla on voinut olla mahdollisuus tehdä kauppoja korkeampaan hintaan, jolloin keskikurssi on voinut nousta. Myös kolmen kuukauden painotettuun keskiarvoon liittyy kuuden kuukauden korkeimman hinnan mallin kaltaisesti uhka siitä, että lunastaja yrittää kiertää lain määräaikoja tekemällä merkittäviä kauppooja ostotarjousta edeltävän 6–12 kuukauden aikana.

2.3 Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa maksettu hinta lunastushintaolettamana

OYL 18:7.3 sisältää ostotarjousdirektiivin mukaisesti olettasäännöksen, jonka mukaan lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntyessä AML:n mukaisessa vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa siinä maksettua hintaa tulee pitää lunastushinnan määräämisen lähtökohtana.¹⁰³ Säännöksen toteutuminen edellyttää kolmen vaatimuksen täyttymistä. Ensinnäkin lunastusta on täytynyt edeltää nimenomaan AML 6:1:n mukainen vapaaehtoinen ostotarjous. Toiseksi tarjouksentekijän on tullut saada vapaaehtoisella ostotarjouksella vähemmistöosakkeiden lunastamiseen vaadittava yhdeksän kymmenesosan osakeomistus- ja ääniosuusrajan ylittävä määrä kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä. Kolmanneksi tarjouksentekijän on tullut kyseisen vapaaehtoisen ostotarjouksen perusteella saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista.¹⁰⁴

Ostotarjousdirektiivissä säädetään ainoastaan vapaaehtoisen ostotarjouksen presumtiivisyydestä OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä. Sen sijaan direktiivissä ei oteta kantaa vapaaehtoisen ostotarjouksen hinnan määräytymiseen. Direktiivi sääntelee tarjousvastikkeen määräytymistä pelkättään pakollisten tarjousten osalta.¹⁰⁵ Koska säännöksillä pyritään kuitenkin suojaamaan kohdeyhtiön arvopaperien haltijoiden tasavertaista kohtelua, hintaa koskevien säännösten ulottaminen myös tiettyihin vapaaehtoiisiin tarjouksiin voidaan sallia. Säännösten ei katsota myöskään haittaavan tavanomaista tarjousmenettelyä.¹⁰⁶ Näin ollen AML 6:12.3:ssa on säädetty, että kun va-

¹⁰³ Ostotarjousdirektiivi, 15 (5) art.

¹⁰⁴ Ks. tästä lisää *Kaisanlahti* 2007 s. 15–17.

¹⁰⁵ Ostotarjousdirektiivi, 5, 15 ja 16 art.

¹⁰⁶ HE 6/2006 s. 49, Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005 s. 75 ja *Kaisanlahti* 2007 s. 15.

paaehtoinen ostotarjous on tehty *kaikista* kohdeyhtiön liikkeelle laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista ns. täydellisenä ostotarjouksena, lähtökohtana vastikkeen hinnanmäärittelyssä pidetään korkeinta ostotarjouksen tekijän ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana kohdeyhtiön arvopapeista maksamaa hintaa. Tästäkin hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä niin kuin pakollisen ostotarjouksen kohdalla. Kun ostotarjous on vastaavalla tavalla tehty kaikille äänioikeutettujen arvopaperien haltijoille kaikista heidän osakkeistaan ja niihin oikeuttavista arvopapereista, voidaan AML 6:10.5:n mukaan poiketa velvollisuudesta tehdä pakollinen ostotarjous, joka siis normaalisti aina seuraa vapaaehtoista ostotarjousta. Tästäkin syystä on perusteltua määrätä laissa tällaisen täydellisen vapaaehtoisen ostotarjouksen vastikkeen määräytymisestä.¹⁰⁷

Mikäli ostotarjous sen sijaan koskee vain osaa osakkeista tai niihin oikeuttavista arvopapereista, vastike voidaan määrätä vapaasti.¹⁰⁸ Jotta OYL 18:7.3:n mukaiset vaatimukset täyttyisivät, on yhdeksän kymmenesosan lunastusrajan täytynyt tällöinkin ylittyä, ja lunastajan on tarjouksen perusteella tullut saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleesta äänioikeutetusta pääomasta. AML ei myönnä poikkeusta olla tekemättä pakollista ostotarjousta tällaisen vapaaehtoisen ostotarjouksen jälkeen, joten OYL:n mukainen lunastusmenettely ja pakollinen ostotarjous tulee tehdä rinnakkain. Käytännössä OYL:n mukainen hinnanmäärittely lienee tässä tapauksessa yhteneväinen pakollisen ostotarjouksen hinnanmäärittelyn kanssa¹⁰⁹ ja pakollisen ostotarjouksen pohjautuessa tarjousvelvollisuutta edeltävän kuuden kuukauden korkeimpaan hintaan tämä vastaa usein vapaaehtoisen ostotarjouksen myötä maksettua hintaa. Jollei vapaaehtoisella ostotarjouksella saavuteta vaadittavaa yhdeksän kymmenesosan hyväksyntää, sovelletaan hinnanmäärittelyssä OYL 18:7.1:n mukaista lunastushinnan määrittämismenettelyä, joka siis on perustunut useimmiten (lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävän) kolmen kuukauden keskiarvoon.¹¹⁰

2.4 Korotus- ja hyvitysvelvollisuus

Tarjouksentekijän mahdollisesti maksamia korkeampia kauppahintoja kontrolloidaan myös AML:iin otettujen nimenomaisten korotus- ja hyvitys-

¹⁰⁷ HE 6/2006 s. 49.

¹⁰⁸ *Mähönen – Villa* 2006b s. 501. Tällaista tarjousta voidaan kutsua epätäydelliseksi tarjoukseksi.

¹⁰⁹ *Timonen* 2001 s. 359.

¹¹⁰ High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 66.

sääntöjen mukaan. Tämä voi jälkikäteen vaikuttaa siihen, mikä ostotarjousvastike eli OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä noudatettava olettamahinta on. Mikäli ostotarjouksen tekijä tai tämän etupiiriin kuuluva hankkii tarjousaikana kohdeyhtiön arvopapereita ostotarjousta paremmilla ehdoilla, on tarjouksen tekijän AML 6:13.1:n mukaisesti *korotettava* tarjouksensa vastaamaan tätä hankintaa.¹¹¹ Tarjousaika tarkoittaa vapaaehtoisesta ostotarjouksen julkistamisen tai ostotarjousvelvollisuuden syntymisen sekä ostotarjouksen päättymisen välistä aikaa.

AML 6:13.2:n mukaan sen sijaan ostotarjouksen tekijän on *hyvitettävä* vastikkeiden välinen erotus ostotarjouksen hyväksyneille, jos tarjouksen tekijä tai tämän etupiiriin kuuluva hankkii yhdeksän kuukauden kuluessa tarjouksen *päättymisestä* kohdeyhtiön arvopapereita julkista ostotarjousta paremmilla ehdoilla. Hyvitysvollisuus on ostotarjousdirektiivin vaatimusten sallima, vaikkei siitä nimenomaisesti ole säädettykään, sillä se korostaa kohdeyhtiön arvopaperinhaltijoiden tasavertaista kohtelua.¹¹² Hyvitysvollisuuden seurauksena ostotarjouksen hyväksyvä taho voi luottaa saavansa lunastajan mahdollisen myöhemmin tekemän korkeamman tarjouksen mukaisen hinnan hyväkseen. Lain perustelujen mukaan hyvitysvollisuus on omiaan vähentämään spekulointia, jossa kohdeyhtiön osakkeenomistajat jäävät odottamaan mahdollista parempaa tarjousta. Tämä osaltaan turvaa tehokkaiden yritysostomarkkinoiden toimintaa.¹¹³

AML 6:13.5 sisältää kuitenkin *poikkeussäännöksen* korotus- ja hyvitysvollisuuteen. Säännöksen mukaan korotus- ja hyvitysvollisuus ei ulotu välimiesoikeuden OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä määräämään mahdolliseen korkeampaan hintaan. Velvollisuudet koskevat ainoastaan lunastajan itsensä tarjoamia määräysvallan saamiseksi maksamia korkeampia hintoja. Poikkeussäännös on katsottu keskeiseksi lunastajan kustannuksiin liittyvien ennakoimismahdollisuuksien ja toimivien yritysostomarkkinoiden kannalta.¹¹⁴

¹¹¹ Ks. myös ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

¹¹² Ks. HE 6/2006 s. 49, jonka mukaan myös Ruotsissa ja Isossa-Britanniassa on omaksuttu hyvitys- ja korotusvelvollisuussäännökset. Hyvitysvollisuus on alkujaan sisällytetty AML:in lain muutoksella 740/1993.

¹¹³ HE 6/2006 s. 49–50. Sekä korotus- että hyvitysvollisuus koskee kaikkia kohdeyhtiön arvopaperihankintoja riippumatta siitä, sisältyvätkö kyseiset arvopaperit tarjoukseen. Eri arvopaperilajeista maksettavien vastikkeiden tulee olla keskenään järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa.

¹¹⁴ HE 6/2006 s. 50.

3 OSTOTARJOUKSESSA MAKSETUSTA HINNASTA POIKKEAMISEEN OIKEUTTAVAT ERITYISET SYYT

Tarkastelen tässä luvussa niitä erityisiä syitä, joilla ostotarjouksessa maksetusta hinnasta voidaan poiketa määriteltäessä vähemmistöosakkeen käypää hintaa. Poikkeaminen pääsäännön mukaisesti määräytyvästä lunastushinnasta tarkoittaa käytännössä sitä, että sovelletaan vaihtoehtoisia arvonmäärittystapoja, kuten substanssi- tai tuottoarvoa, sellaisenaan, hyödynnetään eri arvonmäärittysmenetelmistä muodostuvia erilaisia yhdistelmiä¹¹⁵ tai arvioidaan useiden eri tekijöiden yhteisvaikutusta.¹¹⁶ Mikäli ostotarjoushinta katsotaan lähtökohtaisesti oikeaksi arvonmäärittystavaksi, poikkeaminen voidaan toteuttaa myös oikaisemalla ostotarjoushinta ottamalla huomioon se lisäarvo, jonka esimerkiksi substanssi- tai tuottoarvo kulloinkin osoittaa¹¹⁷ tai eliminoimalla erityisten olosuhteiden vaikutus hinnanmuodostuksessa.¹¹⁸

Poikkeamismahdollisuutta erityisten syiden perusteella on pidetty tärkeänä elementtinä ostotarjoushintaolettamista säädettyessä.¹¹⁹ Näin ollen erityisten syiden hahmottaminen on keskeistä pyrittäessä muodostamaan juridisia puitteita käyvän hinnan määrittämiseksi. Seuraavassa onkin pyritty identifioimaan ja tulkitsemaan mahdollisia kyseeseen tulevia erityisiä syitä. *OYL:ssa* ei ole täsmennetty, mitä nämä erityiset syyt voisivat olla ja missä tilanteissa niille on annettava merkitystä. *OYL:n perusteluissa*

¹¹⁵ Ks. esim. Radiolinja Oy, välitystuomio 29.5.2001 s. 106, jossa välimiesoikeus on perustanut lunastushintaa koskevan päätöksensä useampiin hinnanmäärittysmenetelmiin. Se on *antanut merkitystä* tehdyille kaupoille, *saanut johtoa* lunastajan kurssista, *tukeutunut* tuotto- ja kassavirtalaskelmiin sekä *nojjautunut* vertailuhintamenetelmään (kurssiivi tässä, kirjoittajan huomautus).

¹¹⁶ Ks. esim. Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 21, jossa lunastushinnan määrittäminen perustui *kokonaisarvioon*, joka oli osakkeen vaihtotarjouksen julkistamishetken perustunutta hintaa korkeampi, mutta vastasi osakkeen arvonkehitystä vaihtotarjouksen aikana. Mitään esitetystä lunastushinnan laskuperusteista *ei sellaisenaan* voitu ottaa käyvän arvon määrittämisen perusteeksi, mutta hinta oli määrättävä niiden osoittamissa *puutteissa*. Ks. myös Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 20, jossa käypä hinta on perustettu useiden eri tekijöiden *yhteisvaikutuksen* arvioitiin siten, että suurin merkitys on annettu kuitenkin kurssitasolle ja toteutuskaupoille.

¹¹⁷ Ks. *af Schultén* 2004 s. 523, joka käyttää termiä markkinahinta, mikä tässä tutkimuksessa käsittää laajasti myös ostotarjouksessa maksetun hinnan.

¹¹⁸ Eimo Oyj:n lunastusasiassa välimiesoikeus eliminoi kurssikehitystä vinouttaneita vaikutuksia ottamalla huomioon samoilla osakemarkkinoilla toimivat viiteyritykset ja niiden osakekurssin kehittymisen, ks. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 63.

¹¹⁹ Ks. esim. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65 ja *Timonen – Kisanlahti*, OM 2002 s. 14.

sen sijaan mainitaan ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn vireilletulon välisen ajan voivan ennen kaikkea tulla huomioonotetuksi erityisen syyn olemassaoloa arvioitaessa. Mikäli lunastusta on edeltänyt pakollinen ostotarjous, asian arvioinnissa voidaan kiinnittää huomiota siihen, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olevista osakkeenomistajista on hyväksynyt edeltävän ostotarjouksen. Jos lunastusoikeus ja -velvollisuus on syntynyt vapaaehtoisen ostotarjouksen seurauksena, huomiota voidaan kiinnittää ajan lisäksi ostotarjouksen kattavuuteen. Lain esitöissä mainitut vaihtoehdot ovat kuitenkin esimerkinomaisia, eikä syitä ole ilmaistu tyhjentävästi.¹²⁰ Erytysten syiden puutteellista ja täsmentymätöntä ilmaisemista on kritisoitu, sillä se aiheuttaa epävarmuutta siitä, miten ja missä olosuhteissa säännöksestä saadaan poiketa.¹²¹

Myös AML:n mukaisen käyvän hinnan määrittämiseen liittyy erityisiä syitä, joilla lähtökohtahinnasta voidaan poiketa. Nämä syyt tosin eroavat oleellisesti OYL:n perusteluissa mainituista, eikä niitäkään ole ilmaistu tyhjentävästi.¹²² *Timosen* mukaan voidaan käytännössä perustellusti olettaa, että erityisinä syinä ostotarjouksen hinnanmäärittämisessä tulevat esille samat seikat, joita on käytetty aiemmassa välimieskäytännössä perusteina pörssikurssiin perustuvasta markkinahinnasta poikkeamiselle.¹²³ Vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä muodostunut välimieskäytäntö antaa paljon esimerkkejä poikkeamismahdollisuuksien arvioimisesta. *Timosen* oletaman mukaisesti voitaneen siis ajatella, että pitkälti samoja syitä voidaan käyttää poikkeamisperusteena sekä OYL 18:7.1:n yleissääntöön että OYL 18:7.2 ja 3:n oletamasääntöjen mukaisissa hinnanmäärittämissä tilanteissa, vaikka lähtökohtahintojen muodostumisen erilaisuus tuo erityispiirteitä myös poikkeamisen tarpeelle. Tarkastelutapani lähtökohtana tässä on kuitenkin, tutkimuksen teeman mukaisesti, oletama siitä, että lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous.

¹²⁰ HE 109/2005 s. 173–174.

¹²¹ Ks. esim. *Savela* 2002 s. 15, joka kritisoi sitä, että missään ei myöskään täsmennetä, milloin ”erityiset syyt” ovat niin erityisiä, että ne on otettava huomioon. Samansuuntaisesti myös *Neuvonen*, haastattelu 21.12.2006, jonka mukaan erityisiä syitä olisi tullut täsmentää laissa.

¹²² HE 6/2006 s. 47.

¹²³ *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

3.1 OYL:n ilmentämät erityiset syyt

3.1.1 Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kulunut aika

Kun vähemmistöosakkeiden lunastamista edeltää pakollinen tai vapaaehtoinen ostotarjous, siinä maksettua AML:n mukaista hintaa pidetään käypänä hintana, jollei muuhun ole erityistä syytä. OYL:n esitöissä on nimenomaisesti tuotu esiin, että erityisen syyn olemassaoloa arvioitaessa on ennen kaikkea kiinnitettävä huomiota AML:n mukaisen ostotarjouksen ja OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn väliseen *aikaan*. Mitä pidempi aika ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä on kulunut, sitä vähemmän merkitystä AML:n mukaisessa ostotarjouksessa maksetulle hinnalle voidaan antaa OYL:n mukaista lunastushintaa määrittäessä.¹²⁴ Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välisellä ajalla voi olla erittäin suuri merkitys. Esimerkiksi nousevien kurssien aikana ostotarjousta edeltävään aikaan perustuva hinta voi olla hyvinkin kaukana osakkeen lunastusmenettelyn vireilletulohetkeä edeltävästä pörssikurssista tai vastaavasti osakemarkkinoiden kehitystä kuvaavien indeksien osoittamasta hintatasosta.¹²⁵

Ostotarjousdirektiivissä on katsottu, että lunastusvaatimus tulisi esittää kolmen kuukauden kuluessa tarjouksen toteuttamisesta.¹²⁶ Sääntöä ei kuitenkaan ole implementoitu voimassa olevaan OYL:iin, ja sen esitöiden mukaan kansallisen lain säännökset menevätkin sikäli direktiivin vaatimuksia pidemmälle, että ostotarjoushintaa voidaan pitää presuntiona vielä tämän ajan jälkeen. Direktiivin mukaista aikavaatimusta voidaan joka tapauksessa käyttää tulkinta-apuna tarkempien määritelmien puuttuessa OYL:sta.¹²⁷ Yri-

¹²⁴ HE 109/2005 s. 174, *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2006 s. 400 ja *Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002 s. 17.

¹²⁵ *Kotiranta*, haastattelu 7.12.2006.

¹²⁶ Ostotarjousdirektiivi, 15(4) art. Lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä on OYL 18:2.1:n mukaan ilmoitettava kohdeyhtiölle viipymättä. Ilmoituksen laiminlyönti on kriminalisoitu OYL 25:2.1:n mukaisena osakeyhtiölakirikkomuksena. Mikäli lunastaja on laiminlyönyt ilmoittaa lunastustilanteen syntymisestä yhtiölle, lunastushinnan määrittelyssä voidaan ottaa huomioon osakkeen arvon alentuminen lunastusedellytysten syntymisen ja lunastusvaatimuksen esittämisen välisenä aikana, ks. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkalio* 2002 s. 202 ja 209. Mikäli lunastajan katsotaan vahingoittaneen vähemmistöosakkeenomistajien intressejä lunastusmenettelyn perusteettomalla pitkittämisellä, on myös tämä otettava huomioon osakkeen lunastushinnassa. Kanta on todettu useissa välitystuomioissa, ks. esim. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002 s. 42.

¹²⁷ HE 109/2005 s. 174. Vrt. *Kaisanlahti* 2007 s. 37, jonka tulkinnan mukaan on ilmeisen selvää, että erityisenä syynä voidaan pitää *vähäistä pidempää aikaa*, joka on kulunut tarjouksen päättymisestä lunastusmenettelyn aloittamiseen (kursivointi tässä, kirjoittajan huomautus).

tyskauppalautakunta huomauttaa suosituksessaan direktiivin määräajasta ja korostaa, että erityisesti OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn seurattessa ajallisesti suoraan aiemmin tehtyä julkista ostotarjousta, voidaan aiemmin maksettua tarjousvastikkeeseen perustuvaa käyvän hinnan määrittystä pitää perusteltuna. Lautakunta suosittelee, että tarjouksentekijä vaatii lunastusta mahdollisimman nopeasti sen jälkeen, kun se on saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Tällöin kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus voitaisiin käsitellä samassa menettelyssä.¹²⁸ Mielestäni ajan ohella on kuitenkin ennen kaikkea kiinnitettävä huomiota ajanjakson sisällä tapahtuneisiin muutoksiin osakkeen kurssissa sekä mahdollisiin kurssimuutoksiin vaiuttaneisiin tekijöihin. Ostotarjouksessa maksettua hintaa on myös verrattava toimialaa ja osakemarkkinoita kuvaaviin indekseihin.

3.1.2 Hyväksymisen ja ostotarjouksen kattavuuden merkitys

Arvioitaessa *pakollisessa* ostotarjouksessa tarjotun hinnan soveltuvuutta OYL:n tarkoittamaksi käyväksi hinnaksi huomiota voidaan lain esitöiden mukaan kiinnittää siihen, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olevista osakkeenomistajista on hyväksynyt AML:n mukaisen ostotarjouksen. Ostotarjouksen mukaiselle hinnalle voidaan antaa sitä suurempi painoarvo, mitä suurempi osa osakkeenomistajista on hyväksynyt sen käyväksi hinnaksi.¹²⁹ Ostotarjousdirektiivissä, OYL:ssa tai sen esitöissä ei kuitenkaan ole tarkennettu sitä, kuinka suuri määrä tarjouksen hyväksyneitä tulisi olla. Pakollisessa ostotarjouksessa maksetun hinnan oletetaan lähtökohtaisesti vastaavaan osakkeen käypää hintaa.¹³⁰ Välimieskäytännössä on edellytetty, että *merkittävä* osuus osakekannasta on vaihtunut ostotarjouksen tai vapaiden markkinoiden hintaan.¹³¹ Riittävänä osuutena oikeuskäytännös-

¹²⁸ Mikäli tarjouksen tekijällä ei ole velvollisuutta tehdä pakollista ostotarjousta, olisi suositeltavaa, että tarjouksentekijä saattaa lunastusmenettelyn vireille heti lunastusoikeuden saatuaan, ks. Yrityskauppalautakunnan suositus 2006 s. 48–49.

¹²⁹ HE 109/2005 s. 174. Kanta on todettu johdonmukaisesti aiemmassa välimieskäytännössäkin.

¹³⁰ Ks. High Level Group Report on Takeover Bids 2002 s. 65, jossa todetaan pelkästään, että toisin kuin vapaaehtoisien ostotarjouksen kohdalla, pakollisessa ostotarjouksessa maksettua hintaa voidaan pitää käypänä, vaikka sen olisivat hyväksyneet osakkeenomistajat, joilla on alle 90 prosenttia tarjouksen kohteena olleista osakkeista. Vrt. Ruotsin ABL 22.2, joka edellyttää sitä, että osakkeenomistajien, joilla on 90 prosenttia tarjouksen kohteena olleista osakkeista, on tullut hyväksyä ostotarjous.

¹³¹ Ks. esim. Dentaldepot Ab, välitystuomio 11.7.2003 s. 22–23 ja *Mähönen – Villa* 2006b s. 534.

sä on katsottu, että mikäli yli puolet osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen mukaisen vastikkeen, siitä poikkeamiseen tulisi olla painavia syitä.¹³²

Myös *Kaisanlahti* on tutkimuksessaan päätyynyt siihen, että ostotarjouksen mukaista hintaa on pidettävä käypänä hintana ja riittävänä osoituksena tarjotun vastikkeen kohtuullisuudesta, mikäli osakkaat, jotka omistavat enemmistön tarjouksen kohteena olevista osakkeista, ovat hyväksyneet sen. Hän puolustaa yksinkertaisen enemmistön riittävyyttä myös sillä, että osakkeenomistajien odotusten voidaan katsoa olevan yhteneväiset.¹³³ Hyväksymisrajan asettaminen tätä korkeammaksi saattaisi kannustaa sijoittajia olemaan hyväksymättä ostotarjousta siinä odotuksessa, että nämä saisivat tarjottua vastiketta paremman hinnan tarjousajan päättymisen jälkeen yksityisillä kaupoilla.¹³⁴ Määräenemmistövaatimus aiheuttaisi myös sen, että pieni osa osakkeenomistajia voisi estää enemmistöosakkeenomistajan tavoitteen toteutumisen.^{135 136}

Vaikka olettasäännösten soveltamista on perusteltu yhdenvertaisuusperiaatteen mukaiseksi, siitä ei kuitenkaan voida johtaa suoraviivaista sääntöä ostotarjousvastikkeen soveltamiselle lunastushintana, mikäli ostotarjouksen on hyväksynyt vain pieni määrä sen kohteena olevista osakkeenomistajista.¹³⁷ Tällöin riittävä määrä osakkeenomistajia ei ole katsonut kyseistä vastiketta osakkeen käyväksi hinnaksi, ja tällaisissa tilanteissa ostotarjouksen mukaisesta vastikkeesta on OYL 18:7.2:n mukaisena erityisenä syynä poikettava. Suuri hyväksyntä on aina vahva indisio hinnan käyppyydestä. Se,

¹³² Ks. *Nuolimaa* 2004 s. 257. Ostotarjouksen soveltamista näissä tilanteissa on perusteltu mm. yhdenvertaisuusperiaatteella, ks. tarkemmin edellä luku 2.1.2. Vrt. kuitenkin Turun Arvokiinteistöt Oyj, välitystuomio 2.5.2005, jossa todetaan, ettei AML:n mukaisen ostotarjouksen hyväksyneiden osakkeenomistajien välttämättä tarvitse edustaa yli puolta kyseisistä osakkeista vaan vähäisemmällekin osakkeenomistajien määrälle voidaan antaa merkitystä yhdenvertaisen kohtelun täyttymiseksi. Ks. vastaavasti Sonera Oyj, välitystuomio 26.6.2003 s. 84.

¹³³ Olettaman osakkeenomistajien odotusten homogeenisyydestä on kuitenkin kiistänyt esim. *Ellsworth* 2002 s. 178–180.

¹³⁴ Taloustieteessä ilmiötä kuvataan pidättäytymisongelmaksi (*hold-out problem*), mikä itse asiassa saattaisi koitua ostotarjouksen menestymättömyyden kautta koko osakaskunnan tappioksi.

¹³⁵ Tällöin vähemmistön mielipiteen painoarvo olisi tosiasiaassa suurempi kuin enemmistön, mikä voitaisiin lunastushinnan kannalta ajateltuna tulkita siten, että vähemmistön käsitys osakkeen oikeasta arvosta olisi samassa suhteessa painokkaampi. Koska heillä ei kuitenkaan voi odottaa olevan mitään parempaa sisäpiiritietoa, väite on *Kaisanlahden* mukaan perustelematon.

¹³⁶ Ks. lisää tästä argumentaatiosta *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 23–27. Ks. myös *Kaisanlahti* 2007 s. 34–35.

¹³⁷ Ks. esim. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 61 ja Sonera Oyj, välitystuomio 23.6.2003 s. 84.

mitä pidetään riittävänä hyväksyntänä, jäänee kuitenkin tulevan oikeuskäytännön muotoamaksi.

Huomiota voidaan kiinnittää myös siihen, miten vähemmistöomistus jakaantuu. Perusteluissa puhutaan nimenomaan siitä, kuinka suuri osa osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen, eikä siitä, kuinka suurta osaa koko osakekannasta hyväksyntä edustaa.¹³⁸ Tällöin voidaan kysyä, osoittaako sellainen ostotarjous, jonka on hyväksynyt suuri määrä pienen omistusosuuden omaavia vähemmistöosakkeenomistajia, mutta torjunut muutama suuren osake-erän omistaja, osakkeen käyvän hinnan.¹³⁹

OYL 18:7.3:n olettamasaännöksen *vapaaehtoisessa* ostotarjouksessa maksetun hinnan soveltamiselle on puolestaan asetettu yhdeksän kymmenesosan lunastusrajan ylittämisen lisäksi vaatimus siitä, että tarjouksen tekijän on tullut saada tarjouksella haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olevista osakkeista. *Savela* on kritisoinut jo ostotarjousdirektiivin valmisteluvaiheessa sitä, että osakkeenomistaja voi ensin päästä enemmistöasemaan ja odottaa, että markkinat hinnoittelevat tämän enemmistöaseman osakkeen arvoon, minkä jälkeen osakkeenomistaja vasta tekee vähemmistöosakkaille ostotarjouksen. Näin ollen osakkeet voitaisiin hinnoitella vähemmistöosakkeina ja siitä huolimatta yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olevista osakkeista saattaisi tulla myydyiksi. *Savelan* mukaan tätä ei voida pitää perusteltuna, ja hän huomauttaakin esitetyn olevan lunastusaännöksen vähemmistönsuojaluonteen ja omaisuudensuojan vastaista.¹⁴⁰

Pakollisessa ja täydellisessä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjous on tullut AML 6:10 ja 12:n mukaisesti kohdistaa kaikille osakkeenomistajille. Tällöin riittävän hyväksymisprosentin toteaminen on yksinkertaisempaa. Jos sen sijaan vapaaehtoinen ostotarjous on tehty epätäydellisenä, se on voitu kohdistaa hyvinkin pienelle osakkeenomistajajoukolle tai vain tietyille osakelajeille, jolloin yhdeksän kymmenesosan hyväksyntääkään ei voida pitää edustavana. Lunastusta edeltäneen OYL 18:7.3:n mukaisen vapaaehtoisen ostotarjouksen olettamahinnasta katsotaankin lain esitöiden mukaan voitavan poiketa, mikäli ostotarjousta ei ole kohdistettu riittävän kattavalle yleisölle. *Kaisanlahden* mukaan vapaaehtoisen ostotarjouksen

¹³⁸ HE 109/2005 s. 174.

¹³⁹ *Nuolimaa* 2004 s. 257 ja 262. Tämä heijastaisi kantaa, jonka mukaan kaikkien osakkeenomistajien mielipide on yhtä painava huolimatta heidän osakeomistustensa määrästä.

¹⁴⁰ *Savela* 2002 s. 15. Vastaavan kaltaisesti pakollisen ostotarjouksen kohdallaakaan ostotarjoushinnalle ei voida antaa suurta merkitystä, mikäli omistusosuus on ollut pitkään lunastusrajan tuntumassa, ks. *Mähönen – Villa* 2006b s. 534, jotka viittaavat Plandent Oyj, välitystuomioon 31.1.2006 s. 24.

rajoittamista siten, että se ei kata kaikkia ”loppuja” kohdeyhtiön osakkeita, ja niihin oikeuttavia arvopapereita on jo sellaisenaan lähtökohtaisesti pidettävä vahvana erityisenä syynä poiketa OYL 18:7.3:n mukaisesta oletamasäännöksestä.¹⁴¹ Kattavuus on arvioitava monilajisessa yhtiössä osakelajeittain.¹⁴²

3.2 AML:n ilmentämät erityiset syyt

AML:n esitöiden mukaan pääsäännön mukaisesta vastikkeen määräytymisestä voidaan poiketa esimerkiksi kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla tapahtuneen olennaisen muutoksen johdosta.¹⁴³ Lisäksi ostotarjousdirektiivin mukaan kansalliselle valvontaviranomaiselle voidaan antaa valtuudet säätää poikkeuksista tarjousvastikkeeseen.¹⁴⁴ Suomessa valvontaviranomaisen tehtävästä vastaa Rata, joka onkin standardissaan antanut määräyksiä tarjousvastikkeen vähimmäismäärään vaikuttavista erityisistä syistä.¹⁴⁵

Oikeuskirjallisuuden ja -käytännön perusteella voidaan oikeutetusti katsoa, että AML:n mukaisia erityisiä syitä voidaan käyttää perusteluina myös OYL:n mukaista lunastushintaa määriteltäessä. Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa on nimenomaisesti todettu, että AML:sta ilmeneviä tulkintaperiaatteita voidaan käyttää avuksi etsittäessä OYL:n tarkoittamaa käypää hintaa. Välimiesoikeuden mukaan se, että AML edellyttää korjaamaan julkisten markkinoiden hinnanmuodostuksen epätäydellisyydestä johtuvat puutteellisuudet lunastushinnassa, korostaa tämän tekijän merkitystä myös OYL:n mukaisessa lunastusmenettelyssä.¹⁴⁶

Myös *Immonen* on uudessa teoksessaan katsonut, että AML:n perusteita voidaan soveltaa vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksessa.¹⁴⁷ Niin

¹⁴¹ *Kaisanlahti* 2007 s. 26.

¹⁴² HE 109/2005 s. 174. Näin myös *Ramberg, Göran* 2003 s. 74.

¹⁴³ HE 6/2006 s. 47. Poikkeaminen tulee aina tehdä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleiset periaatteet, kuten sijoittajien tasapuolinen kohtelu, huomioon ottaen.

¹⁴⁴ Ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

¹⁴⁵ HE 6/2006 s. 47 ja Ratan standardi 5.2c s. 34–35.

¹⁴⁶ Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 23. Ks. myös Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004 s. 202.

¹⁴⁷ Ks. *Immonen* 2006 s. 173, ”Fuusiolunastuksessa, toisin kuin vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksessa OYL 18 luvun mukaan, AML:n perusteita käyvä hinnan määrittämiseksi edellytetään sovellettavaksi vain eräänä huomioon otettavana seikkana.” (Kursivointi tässä, kirjoittajan huomautus.)

ikään *Timosen* mukaan ”kaikkia syitä”, myös AML:n mukaisia, voidaan hyödyntää perusteluina lunastushinnasta poikkeamiselle.¹⁴⁸ *Säiläkivi* kiinnittää huomiota siihen, ettei OYL:n mukainen lista ole tyhjentävä. Koska OYL:n ja AML:n mukaiset hinnanmääritystilanteet ovat hyvin samankaltaisia, AML:n mukaiset syyt voivat tulla sovellettaviksi poikkeamisen perusteluina.¹⁴⁹ AML:n mukaisten erityisten syiden voidaan joka tapauksessa katsoa sisältyvän välimiesten velvollisuuteen ottaa huomioon kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat,¹⁵⁰ minkä voidaan katsoa olevan ilman lainsäännöstäkin selvää.

Mielestäni AML:n mukaisten erityisten syiden soveltaminen OYL:n mukaisen lunastushinnan määräytymisen yhteydessä on perusteltua, eikä muunlainen tulkinta voisi olla lunastussäännösten tavoitteena olevan vähemmistönsuojan mukainen. Edellä esitettyjen argumenttien lisäksi käsitystä tukee se, että olettasäännösten mukainen hinta on nimenomaisesti määräytynyt AML:n mukaan, joten poikkeamisenkin tulisi olla mahdollista saman säännöksen periaatteiden mukaisesti. Erityiset syyt olisi ollut mahdollista ottaa huomioon jo AML:n mukaisessa hinnanmääritysvaiheessa, mutta tilanne on voinut esimerkiksi muuttua ostotarjousvastikkeen määrittelyhetkestä siten, että erityiset syyt ovat aktualisoituneet vasta lunastusvaiheessa. Yhtäläisten periaatteiden soveltamista voidaan perustella myös analogialla, sillä kyse on samoilla perusteilla tapahtuvasta hinnan määrittämisestä. Sekä AML:n että OYL:n lunastussäännösten tavoitteena on lisäksi yhteneväisesti vähemmistöosakkeenomistajan suojaaminen.¹⁵¹

OYL:n ja AML:n mukaisten erityisten syiden yhdenmukaisuuteen ei ole kiinnitetty huomiota säännöksissä tai niiden valmistelutöissä, mikä on mielestäni yllättävää, sillä lakien lunastussäännösten yhtenäistämistä on muuten pidetty keskeisenä.¹⁵² Mielestäni lainsäätäjän olisi tullut kiinnittää huomiota sääntelykohteiden yhteneväisyyteen ja ottaa se huomioon lakien synkronisoinnissa. Lienee tuskin tarkoituksenmukaista, että samankaltaisia tilanteita ja samaa prosessia sääntelevät erityiset syyt ovat AML:n ja OYL:n perustelujen mukaan toisistaan poikkeavat. Erityisten syiden

¹⁴⁸ *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹⁴⁹ *Säiläkivi*, haastattelu 30.11.2006.

¹⁵⁰ Ks. HE 109/2005 s. 173, jossa sanotaan, että vaikka OYL:iin ei ole katsottu tarpeelliseksi ottaa nimenomaista mainintaa tästä, tarkoitus ei ole kuitenkaan ollut muuttaa oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa vakiintuneita periaatteita.

¹⁵¹ Ks. analogia-argumenteista *Aarnio* 1989 s. 243–247.

¹⁵² Ks. lakien yhtenäistämistarpeesta mm. OYL-uudistus, OM 2000 s. 50, 52 ja 128, *Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002 s. 13–17 ja *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 18–23 ja 45–46.

parempi synkronisoiminen lakien välillä olisikin nähdäkseni lisännyt prosessitehokkuutta ja ennakoitavuutta sekä parantanut vähemmistönsuojaa.

3.2.1 Erityiset etuudet

Ratan standardin mukaan sijoittajien tasapuolisen kohtelun vaatimuksen toteutuminen voi edellyttää, että tarjousvastiketta korotetaan silloin, kun ostotarjoukseen läheisesti liittyvässä tai ostotarjousta edeltäneessä sopimuksessa tai muussa järjestelyssä on sovittu erityisistä etuuksista joillekin kohdeyhtiön arvopaperinhaltijoille.¹⁵³ Siten ei voida sopia erityisesti tiettyille osakkeenomistajille kohdistetuista erityisistä etuuksista, jotka johtaisivat siihen, että nämä osakkeenomistajat saisivat *tosiasiallisesti* ostotarjouksessa tarjottua paremman vastikkeen.¹⁵⁴ Näin ollen merkitystä ei tule antaa pelkästään osakkeesta maksetulle käteishinnalle, vaan on tarkasteltava myös yritysjärjestelyyn liittyvien kokonaisjärjestelyiden arvoa. Järjestelyyn liittyvät mahdolliset muut etuudet on otettava huomioon osakkeen hintaa määriteltäessä.

Vaikka Ratan standardi koskeekin julkisen ostotarjouksen vastikkeen määräämistä, sen perustelujen voidaan katsoa soveltuvan myös OYL:n mukaisen lunastushinnan määrittelyyn. Edellisessä luvussa esittämilläni perusteilla AML:n mukaisia erityisiä syitä saadaan hyödyntää myös OYL:n mukaisia erityisiä syitä arvioitaessa.¹⁵⁵ Tätä vahvistaa osaltaan sekin jo edellä mainittu seikka, että välimiesten on joka tapauksessa otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat.¹⁵⁶ Sekä OYL:n että AML:n mukaisten hinnanmääritysnormistojen tavoitteet ja hinnanmääritysolosuhteet ovat tosiasiasa yhteneväiset. Molempien normistojen mukaan osakkeen hinnan on oltava käypä ja tavoitteena on suojata vähemmistöosakkeenomistajaa.

Standardin mukainen poikkeamismahdollisuus perustuu osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun vaatimuksen turvaamiseen. AML:n ja OYL:n mukaisten lunastushinnan määritysnormistojen yhdenmukaistumisen myötä sekä AML:n mukaisen tasapuolisen kohtelun periaatteen että OYL:n mu-

¹⁵³ Pelkästään korottavat tekijät voidaan ottaa huomioon vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisessä, sillä ostotarjouksessa maksettua hintaa on pidettävä edellä luvussa 2.1.1 esitetyllä tavalla hinnanmäärityksen alarajana.

¹⁵⁴ Ratan standardi 5.2c s. 14 ja 34.

¹⁵⁵ Ks. edeltävä luku 3.2. Näin siis mm. *Immonen* 2006 s. 173 ja *Plandent Oyj*, välitystuumio 31.1.2006 s. 23.

¹⁵⁶ HE 109/2005 s. 173.

kaisen yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan katsoa saavan lunastushinnan määrittämisen yhteydessä yhteneväisen sisällön.¹⁵⁷ Kuten edellä on esitetty, tulee AML:n mukaiselle tasapuolisen kohtelun periaatteelle ja OYL:n mukaiselle yhdenvertaisuusperiaatteelle antaa yhteneväinen merkitys näissä tavoitteiltaan ja olosuhteiltaan samankaltaisissa tilanteissa.¹⁵⁸ Näin ollen se, että standardissa on nimenomaisesti huomioitu osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden olevan mainituissa tilanteissa uhattuna, on omiaan vahvistamaan seuraavassa esitettävää käsitystä siitä, että kyseessä on puhtaasti osakeyhtiöoikeudellisessakin mielessä yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen toimi.¹⁵⁹

OYL 1:7:n 1. virkkeen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti kaikki yhtiön osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet. Osakkeenomistajia ei saa siis asettaa perusteettomasti eriarvoiseen asemaan.¹⁶⁰ Periaatteen keskeisenä tarkoituksena on estää enemmistöosakkeenomistajien suosiminen vähemmistön kustannuksella.¹⁶¹ Mikäli jollekin osakkeenomistajalle tarjottaisiin erityisiä etuuksia, asetettaisiin osakkeenomistajat yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti eriarvoiseen asemaan ja osakkeet tuottaisivat epäyhtäläisen kompensaation. OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeen mukaan yhtiön johto ei saa tehdä päätöstä, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yleislausekkeen on katsottu ulottavan yhtä lailla fidusiaarisia velvollisuuksia myös määräävälle osakkeenomistajalle muita osakkeenomistajia kohtaan.¹⁶² Ainoastaan joillekin osakkeenomistajille erityisiä etuuksia tarjoava järjestely olisi omiaan tuottamaan näille epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Airaksinen ja Jauhiainen ovat nimenomaisesti todenneet, että markkinahinnasta poikkeamiseen on yleensä perusteita, jos yhdenvertaisuutta on loukattu.¹⁶³ Yhdenvertaisuusargumentin painoarvoa on omiaan lisäämään

¹⁵⁷ *Timonen* 1997 s. 310 ja 362–363. Ks. myös *Silaskivi*, DL 2004 s. 1051. Periaatteiden saaman sisällön yhteneväisyyttä tukee lisäksi se, että ostotarjousdirektiivin keskeisenä periaatteena oleva arvopaperin haltijoiden tasapuolisen kohtelun vaatimus kattaa direktiivin mukaisesti myös vähemmistöosakkeen lunastustilanteet. Ks. myös *Sillanpää* 1994 s. 114, joka katsoo, että OYL:n ja AML:n mukainen yhdenvertaisuus voidaan rinnastaa.

¹⁵⁸ Ks. edellä jakso 2.1.2.

¹⁵⁹ Ks. myös *Plandent Oyj*, välitystuomio 13.1.2006 s. 23, jossa on todettu samansuuntaisesti.

¹⁶⁰ *Palm* 2005 s. 288–289.

¹⁶¹ Ks. HE 109/2005 s. 39.

¹⁶² Ks. *Mähönen – Villa* 2006a s. 105 ja 149, viitaten *Cederberg*, LM 1934 s. 6.

¹⁶³ *Airaksinen – Jauhiainen* 1997 s. 536.

se, että sen asemaa on nimenomaisesti korostettu uudessa laissa. Perusteluissa on todettu olevan selvää, että toimenpiteen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuuteen voidaan vedota tuomioistuimessa.¹⁶⁴ Kaiken tämän argumentaation pohjalta on mielestäni selvää, että kokonaisjärjestelyjen ja mahdollisten erityisten etujen arvo tulisi huomioida vähemmistöosakkeiden lunastushintaa määriteltäessä. Erityisten etuuskien arvon tulisikin yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti sisältyä kaikkien vähemmistöosakkeenomistajien saamaan lunastushintaan.

Erityisten etuuskien huomioon ottaminen lunastushinnassa on herättänyt keskustelua viime aikoina. Pohjola-Yhtymä Oyj:n lunastusriidassa paljastui lunastusmenettelyä edeltäneen ostotarjouksen mukaisen kaupan sisältäneen tavallisen osakekaupan lisäksi muita salaisiin sopimusasiakirjoihin sisältyneitä ehtoja. Vähemmistöosakkeenomistajat esittivät väitteitä, joiden mukaan lunastajan roolissa oleva OKO Pankki Oyj olisi osakekaupan yhteydessä antanut enemmistöomistaja Ilmariselle erityisinä etuuskina valtakunnalliset myyntikanavansa ja asiakasrekisterinsä. OKO Pankki Oyj:n kerrottiin myös järjestäneen suunnatun osakeannin, jossa se tarjosi Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmariselle ja Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomelle mahdollisuutta merkitä edullisesti kymmenen prosenttia sen osakkeista. Vastaavaa mahdollisuutta ei tarjottu muille Pohjolan osakkeenomistajille.¹⁶⁵ Tällä voidaan katsoa asetettavan osakkeenomistajat eriarvoiseen asemaan ja tuotettavan toisille osakkeenomistajille epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Mainittujen etujen arvioitiin vaikuttaneen osakkeen käteishintaan ja näin ollen pörssiin kurssiin alentavasti.¹⁶⁶ Tapauksen tuomiossa on kuitenkin katsottu, että tehdyt sopimukset perustuvat markkinaehtoiseen hinnoitteluun ja kaupallisiin syihin eikä niihin liittynyt riippumattomien osapuolten välillä noudatettaviin käytäntöihin nähden epätavallisia piirteitä saati tarkoituksellista vähemmistöosakkeenomistajien etujen loukkausta. Näin ollen sopimuksista saatuja liiketaloudellisia etuja ei välitystuomion mukaan voitu pitää osakekauppaan liittyvinä rahavastikkeen lisäksi annettuina vastikkeina.¹⁶⁷

Osakesäästäjien keskusliiton lausunnossa on kiinnitetty huomioita myös epäkohtaan, jonka mukaan lunastaja on saattanut jollakin muulla nimikkeellä maksaa jollekin osakkeenomistajalleen ostotarjouksessa tai lunas-

¹⁶⁴ HE 109/2005 s. 37. Vrt. *Toiviainen*, BLF 2006 s. 43–47 ja *Toiviainen* 2006 s. XIII, joka huomauttaa yhdenvertaisuusperiaatteen varaan jäämisen aiheuttamista oikeusvarmuuteen ja ennakoitavuuteen liittyvistä ongelmista. Ks. kriittisesti myös *af Schultén*, JFT 2006 s. 314.

¹⁶⁵ TS 26.9.2006, TS 17.8.2006 ja HBL 19.1.2006.

¹⁶⁶ TS 17.8.2006.

¹⁶⁷ Pohjola-Yhtymä Oyj, välitystuomio 2.5.2007 s. 61.

tusmenettelyssä maksettua hintaa suuremman osakekohtaisen hinnan. Lausunnon mukaan OYL:ssa pitäisikin selkeästi todeta, että lunastushintaa määrättäessä on otettava huomioon lunastajan mahdollisesti jollekin osakkeenomistajalle maksama lisähinta riippumatta siitä, millä nimikkeellä se on maksettu.¹⁶⁸ Mielestäni OYL:iin tulisi ottaa selkeät määräykset Ratan standardissa esitetyn kaltaisten erityisten etuuksien ja mahdollisella muulla nimikkeellä maksettujen hintojen vaikutuksesta käyvän hinnan määrittelyyn. Näiden erityisten syiden jättäminen huomioonotettavaksi pelkästään yhdenvertaisuusperiaatteen varassa tarjoaa toki nimellistä suojaa, mutta niihin vetoaminen voi olla käytännössä vaikeaa, eikä varmuutta niiden toteutumisesta ole. AML:n ja OYL:n ilmentämät erityiset syyt olisi myös aihetta synkronisoida keskenään.

3.2.2 Yritys kiertää lain määräaikoja

Kun lunastusta on edeltänyt ostotarjous, lunastushintana pidetään OYL 18:7.2 ja 3:n mukaan tarjousvastikkeena maksettua hintaa, eli ensisijaisesti lunastajan itsensä ostotarjousta edeltävän kuuden kuukauden aikana ostotarjouksen kohteena olevista osakkeista maksamaa hintaa. Lunastajan omat kaupat siis määräävät vähemmistölunastuksessa sovellettavan hintatason, mikä voi olla omiaan houkuttelemaan lunastajaa vaikuttamaan tarkasteluajanjakson hintaan esimerkiksi tekemällä kauppvoja korkeammalla hinnalla ennen kuuden kuukauden seuranta-ajanjakson alkua.¹⁶⁹ Ostotarjousdirektiivin mukaan jäsenvaltiot saivat direktiivin implementointivaiheessa kansallisesti valita korkeimman hinnan seuranta-ajanjakson 6–12 kuukauden väliltä.¹⁷⁰ Ostotarjousdirektiivin muodostama aikaväli mahdollistaakin sen, että myös Suomessa voidaan ottaa huomioon tarjousta edeltävän 6–12 kuukauden aikana tarjousvastiketta korkeampaan hintaan tehdyt osakekaupat.¹⁷¹ Näin voidaan menetellä erityisesti, mikäli yksittäiseltä osakkeenomistajalta on hankittu merkittävä määrä osakkeita hieman ennen kuuden kuukauden määräytymisajanjakson alkamista ilmeisenä tarkoituk-

¹⁶⁸ OSKL:n lausunto, OM 2003. Lausunnossa on viitattu AvestaPolarit Oyj:n ja Partek Oyj:n välitystuomioihin, joissa tällaisia eriä ei ole otettu huomioon lunastushinnassa. OSKL:n mukaan käytäntö mahdollistaa väärinkäytökset. Ks. AvestaPolarit Oyj, välitystuomio 9.6.2003 s. 39–40, jossa erimielisyyttä on syntynyt terminaatioopimuksessa maksetun hinnan kuulumisesta osaksi kauppahintaa ja Partek Oyj, välitystuomio 2.4.2003 s. 39, jossa vähemmistö vaati ostotarjouksen hyväksyneille maksettua korkohyvitystä osakseen.

¹⁶⁹ *Mähönen – Villa* 2006b s. 499 ja 501.

¹⁷⁰ Ostotarjousdirektiivi, 5(4) art.

¹⁷¹ *Mähönen – Villa* 2006b s. 498–499.

sena välttää tarjousvastikkeen määräytymistä koskevien säännösten soveltuminen.¹⁷² Sääntö on kirjoitettu myös nimenomaisesti Ratan standardiin.¹⁷³ Kauppojen kontrollointia helpottanee AML 6:11.4:n säännös lunastajan velvollisuudesta ilmoittaa Ratalle kaikki ostotarjoushetkeä edeltävän 12 kuukauden aikana tehdyt kaupat ja niissä maksetut vastikkeet.

Kauppahinnasta on voitu myös nimenomaisesti sopia etukäteen, jolloin kuuden kuukauden tarkkailuajanjaksolla suoritettavat kaupat voivat osoittautua vallitsevaa kurssitasoa alhaisemmiksi.¹⁷⁴ Ratan standardin mukaan vastikkeen vähimmäismäärää voi olla aiheellista korottaa myös, jos kohdeyhtiön toisesta arvopaperilajista maksettu tai tarjottu korkeampi vastike ei ole järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisesta arvopaperista tarjottavaan vastikkeeseen. Luettelo on esimerkinomainen, ja neljäntenä tekijänä Rata mainitsee, että mikäli tarjousvelvollisuus on syntynyt muuten kuin osakehankinnan johdosta, esimerkiksi yksissä tuumissa toimimisen johdosta, ja tarjousvelvollisuuden syntyhetkellä vallitseva kohdeyhtiön arvopaperien markkinahinta on merkittävästi käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidettävää hintaa korkeampi, peruste korottamiselle voi niin ikään tulla kyseeseen.¹⁷⁵

3.2.3 Kohdeyhtiössä tai markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset

AML:n esitöiden mukaan pääsäännön mukaisesta vastikkeen määräytymisestä voidaan poiketa myös esimerkiksi kohdeyhtiössä tai arvopaperimarkkinoilla tapahtuneen olennaisen muutoksen johdosta.¹⁷⁶ Erityisiä syitä ei ole kuitenkaan selvennetty enempää lainvalmisteluissa. Lunastushinnassa on voitu ottaa huomioon esimerkiksi yhtiön taloudellisten tunnuslukujen kehitys.¹⁷⁷ Myös jokin muu yhtiön taloudellisen aseman voimakas ja äkillinen muutos, kuten merkittävä tuoteinnovaatio tai päinvastaisella tavalla kurssiin vaikuttava tulosvaroitusta, voisi olla vahva peruste poiketa lähtökohtaisesta hinnasta.¹⁷⁸ Kohdeyhtiössä tapahtuneena olennaisena

¹⁷² HE 6/2006 s. 46–47.

¹⁷³ Ratan standardi 5.2c s. 34–35.

¹⁷⁴ Ks. esim. Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 18, jossa kiinteästi sovittu kauppahinta ei heijastunut markkinahintaan.

¹⁷⁵ Ks. Ratan standardi 5.2c s. 34–35.

¹⁷⁶ HE 6/2006 s. 47.

¹⁷⁷ Ks. esim. Kauppakaari Oyj, välitystuomio 4.12.2000 s. 7.

¹⁷⁸ Ks. *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005 s. 326. Elisa Oyj:öön sulautuneen Yomi

muutoksena voinee tulla kyseeseen myös ostotarjouksen jälkeen tehty menestyksekkäs yrityskauppa, joka nostaa kohdeyhtiön arvoa.¹⁷⁹ Ruotsissa voidaan uuden ABL:n perustelujen mukaan poiketa ostotarjouksessa maksetusta hinnasta myös, mikäli sen jälkeen on ilmaantunut ”uusia tärkeitä seikkoja”.¹⁸⁰ Tällaiseksi voidaan katsoa tilanne, jossa osakkeen markkinahinta on noussut voimakkaasti jonkin ulkomaailman tapahtuman johdosta. Myös mikäli voidaan osoittaa, että ostotarjous on tehty poikkeuksellisesti alhaisen kurssitason aikana, voidaan ostotarjoushinnasta poiketa.¹⁸¹ Sanotut perusteet soveltunevat poikkeamisperusteiksi myös Suomessa.

Markkinoilla tapahtuneisiin olennaisiin muutoksiin voidaan *Immosen* mukaan lukea edelleen aiempien AML:n perustelujen mukaisesti markkinoiden voimakkaat hintaheilahtelut¹⁸² sekä osakkeen hinnan nopea laskeminen.¹⁸³ Hänen mukaansa myös markkina-arvoa suurempi tuotto-odotus tai substanssiarvo voidaan ottaa huomioon hintaa korottavana tekijänä.¹⁸⁴ Pohjolan Sanomat Oy:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa on nimenomaisesti todettu, että markkinahintaa tulee korottaa, mikäli tuotto- tai substanssiarvo johtaisi korkeampaan arvoon.¹⁸⁵ Välimieskäytännössä on kuitenkin esitetty myös, etteivät tuotto- ja substanssiarvon pohjalta saadut poikkeavat arvot *sellaisenaan* ole markkinahinnasta poikkeamisen edellytys.¹⁸⁶ Mikäli markkinahinnan luotettavuutta on syytä epäillä, sitä korkeampi substanssi- ja tuottoarvo voidaan kuitenkin ottaa erityisestä syystä

Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa Yomi Oyj:n osakkeen kurssin seurattua sulautumis päätöksen julkaisemisen jälkeen Elisa Oyj:n kurssia, Elisa Oyj:n antamalla tulostavaruutuksella oli vaikutusta myös Yomi Oyj:n kurssiin, mikä oli otettava huomioon lunastushintaa määritettäessä. Ks. Elisa Oyj (Yomi Oyj), välitystuomio 19.4.2005 s. 28–29.

¹⁷⁹ *Erma*, haastattelu 13.12.2006.

¹⁸⁰ Reg. Prop. 2004/05:85 s. 453, jossa käytetään termiä ”nya viktiga omständigheter”.

¹⁸¹ *Kadelburger – Mellqvist*, JT 2002–03 s. 443 ja *Ramberg, Magnus*, JT 2002–03 s. 933–934.

¹⁸² Ks. *Immonen* 2006 s. 173, *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005 s. 325, *Sillanpää* 1994 s. 61 ja HE 318/1992 s. 39. Ks. myös Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 16, jossa välimiehet ottivat huomioon hinnanmäärityksessä vuoden 2002 olosuhteet, joissa pörssikurssit vaihtelivat lyhytaikaisesti ja päivittäinkin poikkeuksellisen voimakkaasti ilman yksittäistä yrityksestä johtuvaa erityistä syytä.

¹⁸³ Ks. esim. Kauppakaari Oyj, välitystuomio 4.12.2000 s. 5, jossa on poikettu ostotarjoushinnasta vetoamalla erityisiin syihin kurssin laskettua voimakkaasti keväällä 2000. Tuomiossa sovellettiin tuotto- ja substanssiarvoa.

¹⁸⁴ *Immonen* 2006 s. 173. Markkinahintaa korkeampi substanssiarvo on myös mainittu AML:n aiemmissa perusteluissa ostotarjoushinnan määrittelyssä vaikuttavaksi erityiseksi syyksi, ks. HE 318/1992 s. 267.

¹⁸⁵ Ks. esim. Pohjolan Sanomat Oy, välitystuomio 14.1.2003 s. 44–45.

¹⁸⁶ Ks. esim. Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 16.

huomioon.¹⁸⁷ Tuottoarvon huomioonottamiselle on puolestaan perusteita, mikäli voidaan osoittaa, ettei markkinahinta heijasta yhtiön tulevaisuuden odotuksia.¹⁸⁸ Hinnanmäärityksen on kuitenkin aina perustuttava toteutuneeseen kehitykseen, eikä hypoteettisia ennustuksia voida ottaa huomioon.¹⁸⁹ Oikeuskirjallisuudessa ja -käytännössä on myös vuosien varrella keskusteltu substanssiarvon, tuottoarvon ja markkinahinnan keskinäisestä suhteesta. Vaikka uusimman käytännön mukaan markkinahinta voi alittaa substanssiarvon,¹⁹⁰ mielestäni substanssiarvoa tulisi pitää Plandent Oyj:n tuomiossa esitetyllä tavalla sellaisena *varmistuspisteenä*, jonka alittaminen edellyttää hyvin poikkeuksellisia olosuhteita.¹⁹¹ Markkinoihin liittyviä erityisiä syitä käsitellään lisää seuraavassa luvussa.

3.3 Markkinoihin liittyvät muut erityiset syyt ja lunastajan toimet

3.3.1 Kurssikehitys poikkeamisen indikaattorina

3.3.1.1 Ostotarjousta korkeampi pörssikurssi

Välimieskäytännön mukaan vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksessä on vakiintuneesti otettu huomioon kohdeyhtiön osakkeen lunastusvaatimusta edeltäneen ajan pörssikurssi, mikäli se on lunastajan tarjoamaa hintaa korkeampi.¹⁹² Saunalahti Oyj:n välitystuomiossa on nimenomaisesti todettu, ettei menettelylle, jossa lunastushinta määrittäisiin jonkin lunastusvaadetta aikaisemman ja alhaisemman arvon mukaan, löydy tukea aikaisemmista vähemmistöosakkeiden lunastusriidoista. Tapaus on tyypillinen esimerkki

¹⁸⁷ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

¹⁸⁸ Timonen, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Vähemmistöosakkeen lunastuksessa osakkeenomistaja menettää mahdollisuutensa tulevaisuuden tuottoihin. Mikäli teoreettiset arvostustavat osoittavat yrityksessä olevan yliarvoa, tulisi vähemmistöosakkeenomistajan saada osansa siitä, ks. Hager 2003 s. 81.

¹⁸⁹ Ks. esim. Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004, s. 23, jossa merkitystä ei annettu sille, minkälainen Instrumentariumin arvonkehitys ja sen osakkeen kurssikehitys *olisi voinut olla*, jos GE:n ostotarjousta ei olisi tehty. Esitettyjen laskelmien ongelmana on niiden hypoteettisuus, ja OYL:n nojalla osakkeenomistajalla on oikeus saada korvaus osakkeen käyvästä arvosta nimenomaan vireilletuloa edeltävällä hetkellä.

¹⁹⁰ Ks. esim. Mähönen – Villa 2006b s. 531–532 ja Immonen 2002 s. 487. Ks. myös Plandent Oyj, välitystuomio 31.1.2006 s. 21–22, jossa viitataan Ruotsin Balken-tuomioon NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44).

¹⁹¹ Ks. samansuuntaisesti myös Silaskivi, DL 2004 s. 1059-1060 ja Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004 s. 203.

¹⁹² Ks. esim. Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.6.2006 s. 30.

siitä, että soveltamalla ostotarjouksessa maksettua hintaa olisi päädytty alhaisempaan lunastushintaan.¹⁹³ Ostotarjousvastiketta onkin pidetty hinnanmäärityksen alarajana, eikä nimenomaisena käypänä hintana. Sen sijaan pörssikurssin pohjalta määräytyvän markkinahinnan on tyypillisesti katsottu muodostavan hinnanmäärityksen perustan.¹⁹⁴ Kun lain tarkoitus ei ole kuitenkaan perustelujen mukaan ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, pörssikurssin kohoaminen tulisi ottaa huomioon erityisenä syynä hinnanmäärittelyssä.¹⁹⁵ Korkeamman pörssikurssin huomioiminen tukee myös perustuslain omaisuudensuojasäännöksen mukaista vaatimusta, jonka mukaan hinnan on vastattava lunastushetken käypää arvoa.¹⁹⁶

Jotta korkeampi pörssikurssi voitaisiin ottaa huomioon, osakkeella on tullut olla riittävästi aitoon markkinaehtoiseen kaupankäyntiin perustuvaa vaihdantaa.¹⁹⁷ Useissa tuomioissa on kuitenkin todettu, että markkinahinnasta poikkeavaan osakkeen käypään hintaan vaikuttavana seikkana pidetään tyypillisesti yksittäisistä osakkeista maksettuja mahdollisia korkeampia hintoja sekä erityisesti suurten osake-erien kauppohen hintatasoa.¹⁹⁸ Mikäli osakkeilla on tehty erilaisia julkisten ostotarjousten toteutuskauppoja, joiden ei voida katsoa perustuvan normaalin pörssikaupan menettelyihin, näiden vaikutus hinnanmuodostuksessa tulisi eliminoida.¹⁹⁹

3.3.1.2 Ostotarjouksen julkitulon vaikutusten huomioon ottaminen

Ostotarjouksen tai aiotun yritysjärjestelyn julkistamisella voi olla huomattava vaikutus osakkeen kurssiin.²⁰⁰ Lunastajatahon aikoman järjestelyn julki-

¹⁹³ Ostotarjoushinta oli 2,29 euroa osakkeelta, mutta välimiesoikeus antoi ratkaisevan merkityksen pörssikurssille ja totesi osakkeen käyväksi arvoksi 2,56 euroa. Vrt. toisaalta Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006, jossa osakkeen lunastushinta vastasi lunastajan ostotarjouksessa maksamaa hintaa.

¹⁹⁴ OSKL:n lausunto, OM 2003.

¹⁹⁵ *Erma*, haastattelu 13.12.2006, *Laitasalo*, haastattelu 11.12.2006 ja *Neuvonen*, haastattelu 21.12.2006.

¹⁹⁶ *Laitasalo*, haastattelu 11.12.2006. Ks. myös *Länsineva* 1999 s. 497.

¹⁹⁷ *Laitasalo*, haastattelu 11.12.2006 ja *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Yksittäisten kauppohen soveltaminen olisi kohtuutonta, ks. *Airaksinen – Jauhiainen* 1997 s. 540 av. 20. Ks. myös *Tilamarkkinat – Yhtiöt Oyj*, välitystuomio 6.7.2000 s. 14, jossa pienille, ostotarjoushintaa korkeampaan hintaan tehdyille kaupoille ei annettu merkitystä. Ks. samansuuntaisesti myös *Instrumentarium Oyj*, välitystuomio s. 22 ja *Chips Oyj*, välitystuomio 1.11.2005 s. 25.

¹⁹⁸ Ks. esim. *Sonera Oyj*, välitystuomio 27.6.2003 s. 80 ja *Immonen* 2006 s. 172.

¹⁹⁹ *Immonen* 2006 s. 173.

²⁰⁰ Ks. Yrityskauppalautekunnan suositus 2006 s. 10.

tulon aikaansaama, usein pörssikurssia nostava vaikutus on otettava huomioon lunastushinnan määrittämisen yhteydessä. Kohdeyhtiön kurssi voi kääntyä nousuun erityisesti osakkeiden vaihtotarjouksen johdosta, jolloin kohdeyhtiön osakkeen kurssi alkaa seurata lunastajayhtiön kurssikehitystä. Lunastajataho luo uuden kurssitason varmistaessaan mahdollisuutensa saada haluamansa määrän kohdeyhtiön osakkeita maksamalla preemiota vallinneeseen kurssitasoon verrattuna.²⁰¹ Lunastajan toimenpiteet laske- taan siis vähemmistöosakkeenomistajan hyväksi. Lunastusjärjestelyn jul- kitulo voi vaikuttaa kurssiin myös negatiivisesti. Mikäli markkinoiden odotukset esimerkiksi lunastajan johdon vaikutuksista kohdeyhtiölle ovat huonot, kurssitaso voi laskea.²⁰² Ostotarjouksessa maksettu vastike turvaa vähemmistöosakkeenomistajaa kuitenkin osakkeen vähimmäishintana.²⁰³

Usein kuitenkin ostotarjoushinnan vertaaminen kohdeyhtiön omaan pörssikurssiin ei anna luotettavaa kuvaa osakkeen käyvästä arvosta. Julki- nen ostotarjous saattaa lukita kohdeyhtiön kurssin ostotarjouksessa makse- tun hinnan tasolle.²⁰⁴ Mikäli tarjouksen uskotaan saavuttavan pakkolunas- tusrajan, ostotarjouksen mukaista hintaa voidaan pitää suurella varmuudella osakkeen vähimmäishintana tulevassa realisointitilanteessa. Sijoittajat eivät näin ollen ole kiinnostuneita maksamaan osakkeista ostotarjousvastiketta korkeampaa hintaa.²⁰⁵ Kohdeyhtiön kurssin ei siten voida ostotarjouksen jälkeen välttämättä katsoa muodostuneen vapaasti ja kuvaavan osakkeen käypää arvoa. Välimieskäytännössä on kuitenkin usein esitetty, ettei ostotar- jouksen julkituloa ja lunastajan toimia voida sellaisinaan pitää pörssikurssia vinouttavina seikkoina. Sen sijaan erilaiset olosuhteet voivat vaikuttaa sii- hen, että kurssikehityksen lukkiutuminen yhdessä siihen vaikuttaneiden eri-

²⁰¹ Ks. Hartwall Oyj, välitystuomio 2003 s. 18, jossa hinnan määrittämisessä otettiin huomio osakkeen arvonkehitys vaihtotarjouksen sekä sen ja lunastusmenettelyn välisenä aikana. Ks. myös Silja Oyj, välitystuomio 3.7.2003 s. 16 ja Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006 s. 42.

²⁰² *Wolfram*, haastattelu 13.12.2006.

²⁰³ Myöskään määriteltäessä lunastushintaa sulautumisen yhteydessä sulautumisen mah- dollista osakkeen arvoa alentavaa vaikutusta ei oteta huomioon, ks. HE 109/2005 s. 159.

²⁰⁴ Ks. esim. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 63. Hinnassa voi tosin olla jokin pie- nehkö diskonttaus tarjoushintaan nähden, ks. Instrumentarium Oyj, välitystuomio 30.3.2004 s. 21.

²⁰⁵ Ks. esim. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 63 ja Instrumentarium Oyj, välitystuo- mio 30.3.2004 s. 23–24, jossa välimiehet myönsivät ostotarjouksen ohjanneen hinnanmuo- dostusta, mutta koska vaihto oli ollut ostotarjouksen julkaisemisen jälkeen riittävää ja kos- ka valtaosa osakkaista oli hyväksynyt tarjotun hinnan, sille ei annettu tässä tapauksessa merkitystä. Ks. myös Yrityskauppalautekunnan suositus s. 10, jossa on tuotu ilmi, että ostotarjouksen julkistamisella voi olla huomattava vaikutus osakkeen kurssiin.

tyisten syiden kanssa tulee ottaa huomioon arvioitaessa, osoittaako pörssi-kurssi käypää hintaa.²⁰⁶ *Timonen* katsoo, että uuden OYL:n aikana voidaan edelleen erityisenä syynä vedota tällaiseen kurssin ”jäädettämiseen”.²⁰⁷

3.3.1.3 Vertailu indekseihin

Yhtiön pörssikurssi lukkiutuu usein yllä esitetyllä tavalla edustamaan ostotarjouksessa maksettua hintatasoa. Pörssikurssin luotettavuutta ovat omiaan kyseenalaistamaan myös lukuisat muut tekijät.²⁰⁸ Näin ollen ostotarjous-hintaa tulisi verrata yhtiön oman pörssikurssin sijasta erityisesti yleiseen kurssikehitykseen eli osakeindekseihin.²⁰⁹ Kun OYL 18:7.2 ja 3:n mukai-sena lunastushinnan lähtökohtana pidetään ostotarjouksessa maksettua hintaa, joka ensisijassa on määräytynyt lunastajan itsensä ostotarjousta edeltävän kuuden kuukauden aikana tekemien kauppojen pohjalta, aikaa lunastajan maksamasta korkeimmasta hinnasta välimiesmenettelyn vireil-letuloon on voinut kulua huomattavasti. Ostotarjouksen mukainen hinta voi näin ollen nousevien osakeindeksien aikana olla hyvinkin kaukana sekä kohdeyhtiön pörssikurssin että etenkin indeksien osoittamasta vireilletu-loa edeltävän ajankohdan arvosta. Lunastajan tarjoamaa hintaa olisikin aina syytä verrata lunastushetkellä vallitsevaan yleiseen kurssitasoon ja osake-markkinoiden yleiseen kehitykseen.²¹⁰ Mikäli ostotarjouksessa maksettu hinta poikkeaa huomattavasti yleisestä kurssitasosta, tätä tuskin voidaan pitää osakkeen käypänä hintana ja erityisiä syitä poiketa ostotarjoushin-nasta voitaneen katsoa olevan.

Verrattaessa ostotarjouksessa maksettua hintaa osakemarkkinoiden ylei-seen kehitykseen, huomioon voidaan ottaa esimerkiksi miten paljon *OMXH-indeksin pisteluku* on noussut Helsingin arvopaperipörssissä.²¹¹ Sen avul-

²⁰⁶ Ks. esim. *Instrumentarium Oyj*, välitystuomio 30.3.2004 s. 23–24 ja *Eimo Oyj*, välitystuomio 20.4.2004 s. 63. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi vaihdon riittävyys ja lunastajan muut hinnan määräytymiseen vaikuttaneet toimet.

²⁰⁷ *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006.

²⁰⁸ Ks. esim. *Immonen* 2006 s. 172–173, *af Schultén* 2004 s. 523, *Palepu – Healy – Bernard* 2004 s. 1–2 ja *Timonen* 1997 s. 269.

²⁰⁹ Osakeindekseillä kuvataan tavallisesti pörssikurssien keskimääräistä kurssikehitystä, ks. *Kariola – Niemelä – Angervuo* 2004 s. 65–67.

²¹⁰ *Kotiranta*, haastattelu 7.12.2006.

²¹¹ *Kaisanlahden* mukaan voidaan pitää perusteltuna ajatusta siitä, että vähemmistölle hyvitettäisiin indekseihin perustuvana kurssinousu lunastusvaatimuksen esittämisen ja lunastuskorvauksen määräämisen väliseltä ajalta, ks. *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 20. Sanottu soveltuu myös pidemmän, ostotarjouksesta lunastuskorvauksen määräämiseen ulottuvan aikavälin tarkasteluun.

la pystytään arvioimaan osakkeen odotettavissa ollut, mutta ostotarjouksen takia toteutumatta jäänyt kurssinousu.²¹² Yleisen osakemarkkinakehityksen lisäksi vertailuna hinnanmäärityksessä voidaan hyödyntää muitakin indeksejä, esimerkiksi bruttokansantuotteen kehitystä.²¹³

3.3.1.4 Vertailu toimialan yleiseen ja vertailuryhmän yritysten kurssikehitykseen

Lunastushintaa määriteltäessä on myös perusteltua vertailla kohdeyhtiön kurssikehitystä ja ostotarjouksessa maksettua hintaa toimialan yleiseen kehitykseen sekä käyttää vertailuryhmänä saman toimialan muiden yritysten osakekursseja.²¹⁴ Tämä toteuttaa parhaiten lunastussäännösten alkuperäistä vähemmistönsuojafunktiota, jonka mukaan vähemmistöosakkeenomistajille tulisi turvata niin korkea lunastushinta, että he voisivat tappiota sijoittaa pääomansa muualle.²¹⁵ Otettaessa saman toimialan vertailuyrityksen kurssikehitys huomioon hinnanmäärityksessä, vähemmistöosakas voi pakkolunastusmenettelyn päätyttyä sijoittaa pääomansa vertailuyritykseen. *Silaskivi* suhtautuu yksittäisten vertailuyritysten hyödyntämiseen varauksella, sillä satunnaiset seikat voivat vaikuttaa yhtiöiden väliseen kurssieroon. Sen sijaan hän antaa painoarvoa toimialakohtaiselle vertailulle ja korostaa sitä, että toimialan kehitystä hyvin kuvaavien indeksien kehityksestä poikkeamiselle tulee löytää perustellut syyt. Markkinoiden kannalta objektiivisesti perusteltavissa oleva syy on hyväksyttävä, mutta sen sijaan yhtiön tai lunastajan toimenpiteistä johtuva poikkeama on katsottava erityiseksi syyksi, jolloin ostotarjoushinnasta tai markkinahinnasta voidaan poiketa.²¹⁶ Toimialalla on katsottu olevan ainakin viitteellinen merkitys erityisesti silloin, kun se on vahvasti sidoksissa osakemarkkinoi-

²¹² Kohdeyhtiön osakkeesta maksettavaa korvausta korotettaisiin beta-kertoimen mukaisesti samassa suhteessa kuin mikä oli asianomaisen osakkeen pörssikurssin herkkyyys muuttua suhteessa yleiseen indeksinousuun, ks. *Brealey – Myers – Marcus* 2004 s. 294–298. Keskeistä on, että tämä taloustieteellinen beta-kerroin laskettaisiin ajalta ennen lunastustilanteen syntymistä, ks. *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 21. Tässä tapauksessa sanottu tarkoittanee kertoimen laskemista ajalta ennen ostotarjouksen tekemistä, jolloin ostotarjouksen vaikutukset eliminoituisivat.

²¹³ *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 21.

²¹⁴ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1054 ja *Wolfram*, haastattelu 13.12.2006. Vertailuhinnoittelua onkin sovellettu useissa välitystuomioissa, ks. esim. Polar Kiinteistöt Oy, välitystuomio 26.11.2004 s. 207.

²¹⁵ HE 27/1977 s. 108.

²¹⁶ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1054.

hin.²¹⁷ Osakkeen arvoon on katsottu vaikuttavan myös lunastushetkellä tiedossa olevat sellaiset olosuhteiden ja toimintaedellytysten muutokset, jotka koskevat kaikkia samalla toimialalla toimivia yrityksiä yleensä. Tätä kautta yhtiön tulevien vuosien voitto-osuudet voivat tulla otetuiksi huomioon hinnanmäärityksessä.²¹⁸

3.3.1.5 Kurssin kehitys lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeen

Uudessa OYL:ssa osakkeen arvostusajankohta on sidottu lunastusmenettelyn vireilletulota edeltävään hetkeen. Sanamuodon mukaisesti säännöstä tulkittaneen siten, ettei vireilletulohetken jälkeisiä seikkoja lähtökohtaisesti oteta huomioon osakkeen käyvän hinnan määrittelyssä. *Mähönen ja Villa* otaksuvat säännöksen olevan ehdoton. Lunastushetkeä ei ollut määriteltä VOYL:ssa. Välimiesoikeus saattoi määrittellä ajankohdan kaikki asiaan vaikuttavat seikat huomioon ottaen vireilletulohetkeä myöhemmäksikin.²¹⁹ Aiemman välimieskäytännön mukaan lunastushetkeä määriteltäessä on aina varmistuttava, ettei lunastaja ole vaikuttanut osakkeen arvoon vähemmistöosakkeenomistajan vahingoksi esimerkiksi vääristämällä kurssia, eikä vahingoittanut näiden intressejä lunastusmenettelyn perusteettomalla pitkittämisellä tai muilla seikoilla.²²⁰ Myös muilla poikkeuksellisilla tekijöillä voi olla merkitystä. *Af Schultén* on viitannut esimerkiksi lunastusmenettelyn aikana kohdeyhtiön maalta löytyvän arvokkaan malmilöydöksen voivan olla tällainen hintaan vaikuttava seikka.²²¹ Lunastusmenettelyn aikana tapahtuvalle kurssi- tai tuloskehitykselle ei kuitenkaan ole annettu välimieskäytännössä merkitystä.²²² Koska OYL 18:7.1:n perustelujen mu-

²¹⁷ Ks. Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004 s. 62–63, jossa välimiesoikeus katsoi, että Eimo Oyj:n kurssikehitys vertailuryhmässä tapahtuneeseen kurssikehitykseen nähden ei selity markkinoiden normaalilla käyttäytymisellä, vaan merkittävästi poikkeavan kurssikehityksen selityksenä täytynee olla jokin erityinen syy. Välimiesoikeus on ottanut hintaa arvioidessaan huomioon yhtiön toimialan sekä teknologia-alan yleisen kurssikehityksen lisäksi muun muassa Eimo Oyj:stä annetun markkinainformaation, omistajarakenteen ja lunastustarjouksen olosuhteet.

²¹⁸ Rovakairan Tuotanto Oy, välitystuomio 30.4.2004 s. 29–30.

²¹⁹ *Mähönen – Villa* 2006b s. 528 ja *Plandent Oyj*, välitystuomio 31.1.2006 s. 20.

²²⁰ Ks. mm. *Timonen* 2001 s. 369.

²²¹ *Af Schultén* 2004 s. 525. Ks. vastaavasti Reg. Prop. 1975:103 s. 533–534, missä on todettu merkitystä voitavan antaa esimerkiksi vireilletulohetken jälkeen ilmenneelle, kohdeyhtiön arvoon vaikuttaneelle luonnonvaralöydökselle. *Säiläkivi*, haastattelu 30.11.2006, on kuitenkin täsmentänyt ajatusta siten, että merkitystä tulisi antaa vain seikoille, joiden peruste on ajassa ennen sitä hetkeä, jolloin välimiesoikeus määräsi omistusoikeuden siirtymisestä lunastajalle. Seikkoja, joiden peruste on tämän jälkeisessä ajassa, ei noteerattaisi.

²²² Ks. esim. *Sanitec Oyj*, välitystuomio 31.1.2002.

kaan tarkoitus ei ole ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, katsoisin, että erityisten syiden perusteella voitaisiin edelleenkin yllä esitettyä vastaavissa erityistapauksissa poiketa vireilletulohetkeä edeltävästä ajankohdasta ja ottaa huomioon sen jälkeen tapahtuneet, osakkeen arvoon vaikuttaneet tekijät.

3.3.2 Osakkeen markkinahinnan luotettavuuteen vaikuttavat erityiset syyt

Osakemarkkinoiden tehottomuus voi kyseenalaistaa markkinahinnan presumtiivisen aseman käyvän hinnan määrittäjänä. Jotta ostotarjouksen mukainen hinta kuvaisi luotettavasti osakkeen käypää hintaa, sen on tullut määräytyä tehokkailla markkinoilla.²²³ *Leppiniemen* mukaan markkinoiden tehokkuus voi vaihdella ajoittain ja yhtiöittäin, ja markkinoiden voidaan katsoa olevan tehokkaammat sellaisten yhtiöiden kohdalla, joilla käydään runsaasti kauppaa.²²⁴ *Christensenin* mukaan osakkeen hinnanmäärittäjäyhteydessä on myös arvioitava, kuinka pitkän ajan markkinoiden on tullut toimia ennen arvostamishetkeä tai vastaavasti kuinka kauan ne ovat voineet olla toimimatta.²²⁵ Vaikka oikeuskirjallisuudessa markkinahintaa pidetäänkin tänä päivänä lain esitöiden ja oikeuskäytännössä vakiintuneen kannan mukaisesti vähemmistöosakkeen arvonmäärittäjäyhteyden lähdekohtana, vallitsee laaja yksimielisyys siitä, että markkinahinnan luotettavuus on kussakin yksittäistapauksessa testattava. Vaihdon on tullut olla riittävää ja hinnan on tullut määräytyä vapaassa kaupankäynnissä.²²⁶ *Christensenin* huomauttaa, että poikkeamisessa on noudatettava varovaisuutta, sillä sen johdosta yritysostoprosessin yleinen ennustettavuus kärsii. Hän ko-

²²³ Markkinoita arvioidaan yleensä niiden informatiivisen tehokkuuden mukaan, joka voidaan luokitella heikoksi, puolivahvaksi ja vahvaksi sen mukaan, missä määrin markkinahinnat heijastavat arvopapereiden arvoon vaikuttavan informaation (*ECMH eli Efficient Capital Market Hypothesis -teoria*), ks. *Kaisanlahti*, OM 2002 s. 14 ja *Brealey – Myers – Marcus* 2004 s. 165.

²²⁴ Ks. *Leppiniemi* 1999 s. 19. Markkinoidemme tehokkuus on lähtökohtaisesti kyseenalaistettu sekä oikeuskirjallisuudessa että -käytännössä, ks. esim. *Leppiniemi* 1999 s. 81, *Timonen* 1997 s. 269, *Välinen*, haastattelu 14.12.2006 ja Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004.

²²⁵ *Christensen*, NTS 2002 s. 302.

²²⁶ Ks. mm. *Mähönen – Villa* 2006b s. 529, *Immonen* 2006 s. 172, *Silaskivi*, DL 2004 s. 1053 ja *af Schultén* 2004 s. 563. *Timonen* on jo pitkään ollut markkinahinnan lähtökohtaisuuden kannalla, mikäli sen luotettavuudesta varmistutaan, ks. *Timonen* 1997 s. 269. Vrt. *Kaisanlahti* 1995 s. 187, joka on puoltanut ehdottomammin markkinahinnan asemaa vahvana presumtiona.

rosta silti, että mikäli markkinat eivät täytä niille asetettuja vaatimuksia, on lähtökohtahinnasta ehdottomasti poikettava.²²⁷

3.3.2.1 Likviditeetin puute

Markkinahinnan luotettavuuteen vaikuttaa ennen kaikkea *vaihdon määrä eli likviditeetti*. Jotta markkinahintaa voitaisiin pitää luotettavana osoitukseksi osakkeen käyvästä arvosta, osakkeilla tulisi olla päivittäin lukuisia kauppvoja ja suurehko määrä ostajia sekä myyjiä.²²⁸ Osakkeen hinnanmuodostusta voidaan siten pitää epäluotettavana kaupankäynnin ollessa vähäistä. Vähäinen vaihto mahdollistaa epäasiallisen vaikuttamisen kurssiin ja estää kurssija heijastamasta osakkeen todellista käypää arvoa.²²⁹ Liian vähäinen vaihto voi myös aiheuttaa sen, ettei edellisen tilikauden kohonnut tulos ole ehtinyt vaikuttaa markkinahintaan, sillä todellista hinnanmuodostumista ei ole päässyt tapahtumaan.²³⁰

Silaskiven mukaan osakekauppojen riittävyttä voidaan arvioida sekä *suhteellisesti* että *absoluuttisesti*. Ensimmäisellä vaihtoehdolla tarkoitetaan tehtyjen kauppojen prosentuaalista osuutta vuosivaihdosta. Merita Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa on esitetty 20 prosentin vuotuisen osakevaihdon takaavan osakkeen käyvä hinnan.²³¹ *Timonen* suhtautuu vastaavan rajan asettamiseen kuitenkin tänä päivänä vain suuntaa antavana ohjeena.²³² Prosentuaalisen vaatimuksen yksioikoisen soveltamisen ongelmana on *Wolfram*in mukaan mahdollisuus, että kauppaa käydään tosiasiasa keinoitekoisesti vain harvojen osakkeiden välillä. Tällöinkin kaupankäynnin määrä saadaan näyttämään riittävältä, mutta kurssitaso on niin alhainen, etteivät muut osakkeenomistajat suostu tekemään kauppvoja valitsevaan hintatasoon.²³³ Suhteelliseen vaihtoon liittyy myös kauppojen

²²⁷ *Christensen*, NTS 2002 s. 307.

²²⁸ Ks. esim. Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 24.

²²⁹ Ks. Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 24 ja Hartwall Oyj, välitystuomio 7.3.2003 s. 15–16, joissa osakkeiden likviditeetti on todettu liian vähäiseksi. Ks. myös *Timonen* 1997 s. 269.

²³⁰ Ks. *Hietalan* argumentti Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajien vastineessa, Plandent Oyj, välitystuomio 1.1.2006 s. 7.

²³¹ Merita Oyj, välitystuomio 19.4.2000 s. 31.

²³² *Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. Merita Oyj:n tuomion jälkeen vähäisempikin vaihto on kuitenkin riittänyt takaamaan markkinahinnan luotettavuuden, ks. esim. Chips Oyj, välitystuomio 1.11.2005 s. 23–25.

²³³ *Wolfram*, haastattelu 13.12.2006. Myös *Kyläkallio, Tirola ja Kyläkallio* 2002 s. 207 kirjoittavat, ettei markkinahintaa voida pitää luotettavasti muotoutuneena, mikäli vain pieni osa osakkeista on tosiasiallisen vaihdon kohteena.

tarkastelu vuoden verran taaksepäin, mikä on omiaan tekemään arvonmäärityksen herkemmäksi markkinoihin tai yrityksen asemaan liittyville muutostekijöille. Jälkimmäisessä, vaihdon *absoluuttisessa* arvioinnissa, osakekauppoja tarkastellaan niiden tosiasiallisen määrän ja arvon suhteen, mikä on *Silaskiven* mukaan suhteellisen vaihdon tarkastelua perustellumpi vaihtoehto.²³⁴ Esimerkiksi Sonera Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa käytettiin molempia tarkastelutapoja,²³⁵ minkä katsonkin luotettavimmaksi keinoksi varmistua osakkeen käyvästä hinnasta tai siitä, että ostotarjous on määräytynyt tehokkailla markkinoilla.

Silaskivi huomauttaa myös, että osakekauppojen luotettavuuteen voi vaikuttaa se, millaiset markkinatoimijat ovat tehneet osakekauppoja. Mikäli kauppa on käyty ammattimaisesti toimivien sijoittajien kesken, on tämä omiaan lisäämään tehtyjen kauppojen luotettavuutta. *Ramberg* esittää jopa, että ostotarjousta tulisi pitää lähtökohtana ainoastaan, mikäli yhtiöstä on tehty julkisia analyysejä. Kaupankäynnin osapuolten tasavahva neuvotteluasema sekä näiden yleinen toimialan ja erityinen kohdeyhtiön tuntemus indikoivat markkinahinnan olevan käypä arvo.²³⁶ Tämä kertonee sen, että vähäisten yksittäisten sijoittajien tekemille arvoltaan pienille kaupoille ei tulisi antaa yhtä lailla painoarvoa.

3.3.2.2 Kohdeyhtiön omistusrakenne

Mikäli *omistusrakenteen* voidaan katsoa vaikuttavan markkinahinnan luotettavuuteen, toteutuneita kauppahintoja ei voida pitää osoituksena käyvästä hinnasta. Enemmistöomistuksen vakiintuminen on omiaan aiheuttamaan vaihdon vähäisyyttä, sillä kaupankäynti vähemmistöosakkeilla ei vastaavissa tilanteissa ole useinkaan houkuttelevaa.²³⁷ Kun lunastajalla on ehdoton määräysvalta, sillä voidaan katsoa olevan sellainen monopoliaseema, että vähemmistöosakkeenomistajat eivät tosiasiasa voi löytää kilpailuvia ostajia.²³⁸ Mikäli lunastaja on ollut kohdeyhtiön määräävä omistaja usean vuoden ajan, kohdeyhtiön osakkeista ei ole syntynyt aitoa kilpailua,

²³⁴ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1053.

²³⁵ Sonera Oyj, välitystuomio 26.6.2003 s. 86.

²³⁶ *Silaskivi* DL 2004, viitaten mm. AvestaPolarit Oyj, välitystuomio 9.6.2003 s. 37 ja *Ramberg*, *Göran* 2003 s. 77.

²³⁷ Ks. esim. *Timonen* 2001 s. 359 ja *Silaskivi*, DL 2004 s. 1054, joka puhuu nk. *negatiivisen omistajapreemion* huomioonottamisesta hinnanmäärityksessä. Ks. myös esim. *Plandent Oyj*, välitystuomio 1.1.2006 s. 23–25, jossa omistusrakenteelle yhdessä kauppojen vähäisyyden kanssa annettiin vaikutusta hinnanmäärityksessä.

²³⁸ *Mähönen – Villa* 2006b s. 530 ja *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 207.

eikä osakkeen arvonkehitys ole seurannut alan yleistä arvonkehitystä.²³⁹ Kamppailu lunastusrajan ylittävien osakkeiden haltuunsaamiseksi tai vastaavasti määräysvallan saavuttamisen estämiseksi voi myös vaikuttaa kurssiin joko nostaen tai laskien. Omistuksen keskittyessä myös markkinoilla tosiasiallisesti olevien osakkeiden määrä voi olla vaihdon luotettavuuden kannalta liian pieni.²⁴⁰ Lunastaja on myös saattanut omistaa pitkään lunastusrajan tuntumassa olevan määrän osakkeita ja odottaa kurssien kääntymistä laskuun.²⁴¹ Lunastajan voidaan tällöin katsoa perusteetta pitkittäneen lunastusprosessin alkua, mikä on otettava huomioon lunastushinnan määrittelyssä.²⁴²

3.3.2.3 Kurssimanipulaatio

Riittävän vaihdon on perustuttava aitoon markkinaehtoiseen kaupankäyntiin, ja hinnan on tullut määräytyä vapaassa vaihdossa.²⁴³ Vaihdon vähäisyys saa aikaan markkinoiden ohuuden, mikä osaltaan helpottaa markkinahinnan *manipulointia* erilaisilla keinoilla.²⁴⁴ Osakkeiden vähäinen vaihdettavuus, kurssien voimakkaat heilahdukset ja osakeomistuksen keskittyneisyys antavatkin aiheen olettaa, että markkinahintaan on voitu vaikuttaa epäasiallisella tavalla.²⁴⁵ Lunastushintaa määritettäessä on aina varmistuttava siitä, ettei lunastaja ole vaikuttanut yhtiön osakkeen arvoon vähemmistöosakkeenomistajan vahingoksi.²⁴⁶ Alhaisen markkinahinnan pohjalta muotoutuva ostotarjoushinta muodostuisi näin ollen keinotekoisena alhaiseksi. Markkinahinta vaikuttaa myös siihen, hyväksyvätkö tarjouksen kohteena olevat sijoittajat tarjouksen.²⁴⁷

Kurssimanipulaatio voi perustua esimerkiksi tarjouksen tekijää tai sen saajaa edustavien, yhteiseen lukuun toimivien henkilöiden kauppoihin, joilla kurssia on vääristetty.²⁴⁸ Yhtiön tilasta on myös voitu antaa väärä kuva

²³⁹ *Neuvonen*, haastattelu 11.12.2006.

²⁴⁰ *Mähönen – Villa* 2006b s. 530 ja *Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio* 2002 s. 207.

²⁴¹ *Sillanpää* 1994 s. 62 ja *Savela* 2002 s. 15.

²⁴² *Silaskivi*, DL 2004 s. 1050, viitaten Riihimäen Puhelin Oy, välitystuomio 6.10.2003 s. 27.

²⁴³ *Immonen* 2006 s. 173.

²⁴⁴ *Väläinen*, haastattelu 14.12.2006 ja *Timonen* 1997 s. 269.

²⁴⁵ *Af Schultén* 2004 s. 523.

²⁴⁶ Ks. mm. *Sanitec Oyj*, välitystuomio 31.1.2002, jossa välimiehet toteavat olevan tärkeää varmistua siitä, ettei lunastushintaa ole alennettu vääristämällä osakekurssia alaspäin.

²⁴⁷ *Kaisanlahti* 2007 s. 32.

²⁴⁸ *Airaksinen – Jauhiainen* 1997 s. 536, *Timonen* 1997 s. 269 ja *Immonen* 2002 s. 487.

markkinoille rikkomalla tiedonantovelvollisuutta koskevia normeja, eli antamalla *puutteellista tai harhaanjohtavaa informaatiota*.²⁴⁹ Esimerkiksi Eimo Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusasiassa määräysvallassa olevan enemmistöosakkeenomistajan katsottiin vaikuttaneen yhtiön kurssin arvoon antamalla markkinoille ristiriitaista informaatiota yhtiön arvosta, mikä oli omiaan laskemaan yhtiön pörssikurssia.²⁵⁰ Markkinahinta ei myöskään osoita osakkeen arvoa luotettavasti, jos kaupat ovat perustuneet *sisäpiiritietoon*. Nämä markkinoilla ilmenevät häiriötekijät ja väärinkäytökset aiheutuvat markkinoiden epätäydellisestä tai epätasapuolisesti jakautuneesta informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä. Asymmetrisen informaation ongelman taustalla on oletama siitä, että yrityksessä määrävässä asemassa olevalla enemmistöosakkeenomistajalla voidaan lähtökohtaisesti olettaa olevan vähemmistöosakkeenomistajaa paremmat mahdollisuudet saada tietoa kohdeyhtiöstä.²⁵¹ Kurssimanipulaatio ja informaation puutteellisuus sekä harhaanjohtavuus on nimenomaisesti mainittu Ruotsin ABL:n esitöissä pörssikurssista tai ostotarjouksessa maksetusta hinnasta poikkeamisen syiksi.²⁵²

Ostotarjousdirektiivin yleiset periaatteet sisältävät kiellon aiheuttaa vääristymiä kohdeyhtiön arvopaperimarkkinoille siten, että kurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy.²⁵³ Kurssin vääristäminen, sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja tiedottamisrikos on kriminalisoitu RL 51 luvun nimenomaisissa säännöksissä. *Kaisanlahden* mukaan markkinahinnasta poikkeaminen edellyttää aina erityistä syytä, kuten näyttöä siitä, että kurssitasoa on manipuloitu AML:n vastaisesti.²⁵⁴ Oma kysymyksensä kuitenkin on, milloin manipulaatio täyttää rangaistavuuden edellytykset, saadaanko sitä näytettyä toteen ja saadaanko siitä ketään vastuuseen.²⁵⁵ Manipulaatio on *Huhtalan* mukaan voinut olla tietoista tai tiedostamatonta. Kyseessä voi myös olla jokin ulkoinen tekijä, joka on satunnaisesti vaikuttanut kurssiin. Tällöinkin, mikäli lunastusta

²⁴⁹ Immonen 2002 s. 487 ja Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 536.

²⁵⁰ Eimo Oyj, välitystuomio 20.4.2004. Kurssimanipulaation eliminoimiseksi tarkastelu tuli ulottaa aikaan ennen markkinainformaation antamista.

²⁵¹ Häyrinen 2006 s. 25, Niskanen – Niskanen 2000 s. 293, Mähönen – Villa 2006a s. 199 ja Välinen, haastattelu 14.12.2006. Huomionarvoinen seikka on, pystyttäisiinkö markkinahinnan luotettavuutta lisäämään yhtiöiden tiedottamissääntelyä tiukentamalla, *Ylä-Mononen ja Sistonen*, haastattelu 29.11.2006

²⁵² Reg. Prop. 2004/05:85 s. 812–813 ja SOU 1997:22 s. 282–284.

²⁵³ Ostotarjousdirektiivi, 3(1) art. d) kohta.

²⁵⁴ *Kaisanlahti* 1999 s. 80–81.

²⁵⁵ Häyrinen 2006 s. 412.

edeltävä kurssikehitys ei ole luotettavaa ja samanaikaisesti voidaan vahvasti epäillä jonkin ulkoisen seikan vaikuttaneen kurssikäyttäytymiseen, poikkeaminen lähtökohtahinnasta voinee olla mahdollista.²⁵⁶

3.3.3 Muut lunastajan tai kohdeyhtiön toimet

Myös muut lunastajan tai kohdeyhtiön toimet, jotka vaikuttavat epäasiallisesti vähemmistöosakkeenomistajien asemaan ja vähemmistöosakkeen hinnanmuodostukseen, voidaan ottaa huomioon osakkeen käypää arvoa määritettäessä. Tällaisena epäasiallisena vaikuttamisena voidaan pitää esimerkiksi osingonmaksupolitiikan käyttämistä vähemmistöosakkeenomistajien painostamiseen yhdeksän kymmenesosan lunastusrajan saavuttamiseksi.²⁵⁷

Välimesikäytännössä on usein vaadittu, että lunastushintaan tulisi lisätä yhtiön maksamatta jättämää osinkoa vastaava erä, jolla kompensoitaisiin saamatta jäänyttä tuottoa. *Kyläkallion, Irolan ja Kyläkallion* mukaan osakkeen tuotto, kuten osinko, kuuluu lunastusriidan aikana lunastajan sijaan vähemmistöosakkeenomistajalle.²⁵⁸ Useissa tuomioissa on kuitenkin todettu, ettei vähemmistöosakkeenomistajalla ole enää oikeutta vaatia vähemmistöosinkoa, mikäli lunastusraja on ylitetty. Tällöin osakkeenomistajalla ei ole enää OYL:n mukaista oikeutta vaatia osakseen vähemmistöosinkoa, mikä edellyttäisi vähintään yhden kymmenesosan määrävähemmistöä. Perusteita maksamattoman osingon kompensoimiselle ei näin ollen katsota normaalitilanteessa olevan. Sen sijaan maksamatta jätettyä osinkoa voidaan kompensoida, jos lunastaja on esimerkiksi lunastusmenettelyä pitkiällä huonontanut vähemmistöosakkeenomistajan asemaa.²⁵⁹ Vastaavasti on voitu katsoa, ettei vähemmistöosakkeenomistajan aiheuttama lunastusmenettelyn pitkittyminen voi koitua lunastajan vahingoksi. Mikäli osinkoa on tällöin ehditty maksaa ennen omistusoikeuden siirtymistä, on maksetun osingon suuruinen erä voitu vähentää lunastushinnasta.²⁶⁰ *Silaskiven* mukaan osinkovaatimuksen arvioinnissa voidaan myös

²⁵⁶ *Huhtala*, haastattelu 5.12.2006. Myös Ruotsissa tunnustetaan tällaisten ulkoisten tekijöiden vaikutus poikkeamisperusteena, ks. Reg. Prop. 2004/05:85 s. 453, *Kadelburger – Mellqvist*, JT 2002–03 s. 443 ja *Ramberg, Magnus*, JT 2002–03 s. 933–934.

²⁵⁷ *Neuvonen*, haastattelu 21.12.2006. Ks. esim. TS 13.6.2006 ja TS 1.12.2006, joissa kirjoitettiin, että Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa esitettyjen väitteiden mukaan OKO olisi painostanut vähemmistöä myymään osakkeensa lopettamalla osingonmaksun.

²⁵⁸ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 210.

²⁵⁹ Ks. esim. Sanitec Oyj, välitystuomio 31.1.2002 s. 41–42 ja Pohjolan Sanomat, välitystuomio 14.1.2003 s. 45–46.

²⁶⁰ Ks. esim. Tamro Oyj, välitystuomio 7.7.2004 s. 65–66.

ottaa huomioon yhtiön aiempi osinkopolitiikka. Onkin esitetty, että lunastajan poiketessa kohdeyhtiön osingonmaksukäytännöstä ilman yhtiön merkittävää osingonmaksukyvyyn heikentymistä, osinko tulisi kompensoida lunastushinnassa.²⁶¹

Yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla määräysvallan saavuttaneella osakkeenomistajalla on erityinen velvollisuus huolehtia siitä, ettei se toimillaan vaikuta kohdeyhtiön kurssin luontaiseen kehittymiseen markkinoilla ja siten heikennä vähemmistöosakkeenomistajien sijoituksen arvoa. Pohjola-Yhtymä Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa lunastajan toimien ajoituksella oli ratkaiseva merkitys, sillä OKO Pankki Oyj:n Pohjola-Yhtymä Oyj:n haltuunottoimenpiteiden ajoitus oli välitystuomion mukaan ollut omiaan vaikuttamaan Pohjola-Yhtymä Oyj:n osakkeen arvon kehittymiseen ja heikentämään vähemmistöosakkeenomistajien omistuksen markkina-arvoa.²⁶²

Castrum Oyj:n vähemmistöosakkeen lunastusasiassa esitettiin väitteitä enemmistöomistajan alihintaan tekemästä osakevaihdosta. Välimiehet katsoivat pääomistajan omien liiketoimien heikentäneen näin osakkeen markkina-arvoa, mikä tuli ottaa huomioon lunastushinnassa.²⁶³ Myös *Svensson ja Danelius* ovat katsoneet alihintaiset omaisuudenluovutukset syiksi poiketa tarjotusta lunastushinnasta.²⁶⁴ Yleisesti ottaen kaikki lunastajan tai kohdeyhtiön toimet, jotka ovat omiaan alentamaan kohdeyhtiön arvoa sijoituskohteena tai vaikuttamaan vähemmistöosakkeenomistajien asemaan epäasiallisesti, tulisi ottaa huomioon osakkeen hinnanmäärittämisessä.²⁶⁵

4 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksessa on tarkasteltu OYL:n mukaista pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytymistä. Tavoitteena on ollut hahmotella ne juridiset reunaehdot, joiden puitteissa hinnanmääritys tapahtuu. Tähän kuuluu pääsääntöjen hahmottelemisen ja tulkinnan lisäksi niiden erityis-

²⁶¹ *Silaskivi*, DL 2004 s. 1058, joka viittaa tuomioon Riihimäen Puhelin Oy, välitystuomio 6.10.2003 s. 27. Samansuuntaisesti *Neuvonen*, haastattelu 11.12.2006.

²⁶² Pohjola-Yhtymä Oyj, välitystuomio 2.5.2007 s. 63–64.

²⁶³ Castrum Oyj, välitystuomio 15.1.2002 s. 28–30. Myös Pohjola-Yhtymä Oyj:n vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa esitettiin vastaavia väitteitä, ks. TS 13.6.2006.

²⁶⁴ *Svensson – Danelius* 2005 s. 193.

²⁶⁵ OSKL:n lausunto, OM 2003.

ten syiden tarkastelu, joiden nojalla hinnanmäärittelyksen lähtökohdista voidaan poiketa. Tutkimuksessa on myös analysoitu AML:n ja OYL:n mukaisen hinnanmäärittelyksen yhtenäistymistä. Lisätavoitteena on ollut arvioida tutkimuksen pohjalta, miten OYL:n uudistuksen mukaisten tavoitteiden voidaan katsoa toteutuneen tutkielmassa tarkastelun kohteena olevan vähemmistöosakkeen pakkolunastusnormiston valossa. Yhdenvertaisuusperiaate liittyy keskeisimpänä uudessa laissa korostetuista yleisistä periaatteista vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymiseen. Tutkimuksessa on myös tarkasteltu sen saamaa merkitystä käyvän hinnan määräytymiskontekstissa. Seuraavassa esitetään yhteenveto ja johtopäätöksiä tutkimuksen kohteena olevista kysymyksistä.

Vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittely on edelleenkin hyvin tapauskohtaista. Uusi OYL jättää VOYL:n tavoin paljon harkintavalttaa välimiehille, ja erilaiset tilannekohtaiset tekijät ovat omiaan vaikuttamaan hinnanmäärittelyyn. Lunastusriidoista on muodostunut runsas oikeuskäytäntö, mutta sillä ei kuitenkaan ole sitovaa prejudikaattivaikutusta. Hinnanmäärittelynormistosta ja -käytännöstä on silti määriteltävissä eräänlainen viitekehys, jonka puitteissa lunastushinnan määräytymistä arvioidaan. Yksiselitteisin, OYL 18:7.1:n asettama vaatimus on, että vähemmistöosakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Uuteen OYL:iin on implementoitu ostotarjousdirektiivin vaatimusten mukaisesti pörssiyhtiöitä koskevat olettamasäännökset käyvän hinnan määräytymisestä niissä tyypillisissä tilanteissa, joissa lunastusta on edeltänyt julkinen ostotarjous. OYL 18:7.2 koskee pakollisia ostotarjouksia asettaen niissä tarjotun hinnan vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittämisen lähtökohdaksi. Mikäli lunastusta on vastaavasti edeltänyt OYL 18:7.3:n mukaisesti vapaaehtoinen julkinen ostotarjous, siinä maksettua hintaa pidetään hinnanmäärittelyksen lähtökohdana. Vapaaehtoisen ostotarjouksen soveltamiseen lunastushintaolettamana liittyy kuitenkin lisäehto, jonka mukaan lunastajan on tullut tarjouksen perusteella saada haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista. Molemmat erityissäännökset on asetettu presumptiivisiksi siten, että niitä sovelletaan, jollei muuhun ole erityistä syytä.

Olettamasäännösten mukainen hinta, eli ostotarjouksessa maksettu vastike, määräytyy AML:n mukaisesti. *Pakollinen ostotarjous* vastaa AML 6:11.2:n mukaan lähtökohteisesti lunastajan itsensä tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa korkeinta hintaa. Jos lunastaja ei ole itse käynyt kauppaa osakkeilla edeltävän kuuden kuukauden aikana, sovelle-

taan hinnanmäärityksessä AML 6:11.3:n mukaisesti tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltäneen kolmen kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä tehtyjen kauppojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa. AML 6:1:n tarkoittaman *vapaaehtoisen ostotarjouksen* tarjousvastike voidaan määritellä lähtökohtaisesti vapaasti. Mikäli vapaaehtoinen ostotarjous on tehty AML 6:12.3:n mukaisesti kaikille osakkeenomistajille, sen hinta perustuu pakollisen ostotarjouksen vastikkeen kaltaisesti lunastajan ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapeista maksamaan korkeimpaan hintaan.

Kuuden kuukauden korkeimman hinnan mallia voidaan pitää ennen AML:n muutosta sovellettua 12 kuukauden painotetun keskiarvon mallia parempana. Sen katsottiin estävän kauppojen toteuttamisen laskevien kursien aikana, jolloin keskiarvohinta olisi ollut kurssitasoa korkeampi. Korkeimman hinnan malliin sisältyy myös lunastajan maksama preemio, mikä koituu näin ollen vähemmistöosakkeenomistajan hyödyksi. Mallin heikkoutena voidaan kuitenkin pitää sitä, ettei se ota huomioon muun kuin lunastajan samaan aikaan julkisessa kaupankäynnissä maksamia mahdollisia korkeampia hintoja. Sen sijaan toissijaisesti sovellettava kolmen kuukauden painotetun keskiarvon malli ottaa huomioon julkisessa kaupankäynnissä maksetut hinnat. Lyhyen vertailuvälin voidaan katsoa reagoivan nopeasti markkinoiden muutoksiin. Toisaalta lyhyt tarkastelujakso on helpompi kiertää tekemällä kauppvoja ennen tarkastelujaksoa. Lisäksi lyhyen ajanjakson aikana markkinoiden tilapäiset häiriöt voivat korostua liikaa.

Mikäli OYL 18:7.2 ja 3:n mukaiset olettasäännösten edellytykset eivät täyty, sovelletaan pörssiyhtiön kohdallakin OYL 18:7.1:n ilmentämän yleissäännön varassa tapahtuvaa hinnanmääritystä. Välimiesmenettelyn vireilletulohetkeä edeltävän ajankohdan käypänä hintana pörssiyhtiössä pidetään tällöin kurssinoteerausta. Aina kuitenkin yhden päivän pörssinoteeraus ei edusta luotettavasti osakkeen käypää hintaa, ja hinnan määräytymistä on tarkasteltava pidemmällä aikavälillä. Välimieskäytännössä tyyppiliseksi hinnanmääritysjaksoksi on vakiintunut noin kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo. En kuitenkaan pidä erityisen onnistuneena lainsäädännöllisenä ratkaisuna sitä, että hinnanmääritys eri momenttien kesken poikkeaa näinkin merkittävästi toisistaan. OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaisen lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävän hetken ja OYL 18:7.2 ja 3:n olettasäännösten mukaisen, lunastajan itsensä tarjousvelvollisuutta edeltävän kuuden kuukauden aikana maksaman korkeimman hinnan määräytymishetken välinen aika voi olla pitkä. Tästä syystä, ja koska hinnanmääritysmenetelmät poikkeavat oleellisesti toisistaan, käypä

hinta voi määräytyä huomattavan erisuuruiseksi. Mielestäni ei ole tarkoituksenmukaista, että osakkeen käypä hinta määräytyy näinkin erilaisin perustein pelkästään sen mukaan, onko lunastusta edeltänyt julkinen ostarjous ja minkä OYL 18:7:n momentin perusteella hintaa tarkastellaan.

OYL 18:7.1:n yleissäännöksellä on pörssiyhtiön kohdalla ennen kaikkea merkitystä hinnanmäärityksen yläkäsitteenä, joka antaa ohjeita käyvän hinnan määrittelyyn.²⁶⁶ Näin ollen hinnanmuodostuksen luotettavuus on aina kussakin yksittäistapauksessa testattava. Luotettavuuteen vaikuttavat muun muassa vaihdon riittävyys sekä mahdolliset muut hinnanmuodostukseen vaikuttaneet poikkeukselliset tekijät. Markkinahinta-mallin asema vahvana presumtiona voidaan kuitenkin myös kyseenalaistaa väitteillä siitä, etteivät markkinamme ole lähtökohtaisesti tehokkaat.

OYL:n perustelujen mukaan myös muilla arvostusmenetelmillä, kuten tuotto- ja substanssiarvolla, voi olla merkitystä hinnan määrittelyssä. Aiemmassa välimieskäytännössä niitä onkin sovellettu markkinahinnan ohella apulaskelmina. Aiemmasta näkökannasta poiketen markkinahinta voi nykyäisyyden mukaan olla substanssiarvoa alhaisempi. Katsoisin kuitenkin, että substanssiarvoa on syytä pitää tuoreessa Plandent Oyj:n tuomiossa esitetyn kaltaisesti eräänlaisena varmistuspisteenä, jonka alittaminen vaatii hyvin poikkeuksellisia olosuhteita. Markkinahintaa korkeampi substanssi- tai tuottoarvo voi vastaavasti erityisestä syystä korottaa markkinahintaa, jos esimerkiksi markkinoilla on ollut poikkeuksellisia häiriöitä. Substanssi- ja tuottoarvon keskinäisessä suhteessa tuottoarvo on viimeaikaisessa oikeuskäytännössä ollut keskeisemmässä roolissa, sillä sen katsotaan kuvastavan toimintaansa jatkavan yrityksen arvoa. Myös muille arvonmääritysmenetelmille, kuten vertailuryhmähinnoittelulle, on annettu merkitystä. Ottaen huomioon lukuisat markkinahinnan luotettavuuden kyseenalaistavat tekijät pidän sen testaamista vaihtoehtoisilla arvonmääritysmenetelmillä tärkeänä, jotta osakkeen käyvästä hinnasta voidaan varmistua.

Ostotarjouksessa maksettua hintaa voidaan pitää pörssiyhtiön hinnanmäärityksen pääsääntönä ja myös ehdottomana alarajana. Mikäli pörssikurssi on kuitenkin lunastusmenettelyn vireilletuloa edeltävällä hetkellä positiivisen kurssikehityksen johdosta ostotarjouksessa maksettua hintaa korkeampi, voidaan tämä ottaa huomioon erityisenä syynä, joka oikeuttaa poikkeamaan lunastajan tarjoamasta hinnasta. Näin ollen OYL 18:7.1:n yleissäännön mukaisella hinnanmäärityksellä on merkitystä myös vertailuseikkana suhteessa ostotarjouksessa maksettuun hintaan.

²⁶⁶ Markkinahinta-käsite on ymmärretty tutkimuksessa laajasti käsittäen myös ostotarjouksessa maksetun hinnan.

OYL 18:7.2 ja 3:n olettamasaännöksistä on ostotarjousdirektiivin lähtökohtien mukaisesti katsottu oleelliseksi voida poiketa erityisin syin. OYL:n perusteluissa on lueteltu ostotarjouksen mukaisesta lähtökohtahinnasta poikkeamiseen oikeuttavina erityisinä syinä ainoastaan pari esimerkinomaista tilannetta. OYL:n perustelujen mukaan erityisiä syitä arvioitaessa voidaan ottaa huomioon, kuinka pitkä aika ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn vireilletulon välillä on kulunut. Mikäli lunastusta edeltää pakollinen ostotarjous, voidaan merkitystä antaa sille, kuinka suuri osa tarjouksen kohteena olleista osakkeenomistajista on hyväksynyt ostotarjouksen. Kun lunastusoikeus- ja velvollisuus on syntynyt vapaaehtoisen ostotarjouksen seurauksena, arvioinnissa voidaan kiinnittää huomiota siihen, kuinka kattavalle joukolle ostotarjous on suunnattu.

Lisäksi AML:n mukaisten ostotarjousvastikkeen määrittelyyn liittyvien erityisten syiden on sekä oikeuskirjallisuudessa että -käytännössä tunnustettu soveltuvan yhtä lailla OYL:n mukaisiksi poikkeamisperusteiksi. AML:n perustelujen mukaan erityisiä syitä voivat olla kohdeyhtiössä tai markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset, kuten yrityskauppa tai kurssien voimakkaat heilahtelut. Erityisinä syinä voivat tulla kyseeseen myös Ratan standardissa nimenomaisesti mainitut poikkeamisperusteet. Näitä ovat esimerkiksi osakekauppojen yhteydessä sovitut erityiset etuudet joillekin kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille ja yritys kiertää laissa määritelty kuuden kuukauden hinnanmääräytymisajanjakso. Standardin poikkeamissyöt pohjautuvat AML:n mukaisen osakkeenomistajien tasa-vertaisen kohtelun vaatimuksen turvaamiseen, ja myös OYL:n mukainen yhdenvertaisuuden loukkaaminen sellaisenaan on erityinen syy poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta.

Lunastajan tarjoamaa hintaa on syytä verrata erilaisiin osakemarkkinoiden yleistä kehitystä ja toimialakohtaista kehitystä kuvaaviin indekseihin. Jollei eroon korkeampaan indeksiin verrattuna löydy objektiivisesti perusteltavissa olevaa syytä, voi taustalla olla lunastajan toimista tai markkinahäiriöistä johtuvat erityiset syyt. Myös ostotarjouksen julkitulon kurssia nostava vaikutus ja lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeiset seikat voivat vaikuttaa hinnanmääritykseen. Jotta markkinahinnan voitaisiin katsoa muodostuneen OYL:n perustelujen edellyttämällä tavalla luotettavasti, on osakkeilla tullut olla riittävä likviditeetti. Mikäli lunastaja on vaikuttanut osakkeen hinnanmuodostukseen manipulatiivisesti, on tämä otettava huomioon hinnanmäärityksessä. Myös omistusrakenne voi antaa aiheen poiketa ostotarjoushinnasta erityisin syin, jos esimerkiksi lunastajalla on ollut pitkään vakiintunut enemmistöomistus. Erilaiset lunastajan kohdeyhtiön arvoa heikentävät toimet sekä muut vähemmistöosakkaan asemaan

vaikuttavat epäsiälliset keinot ovat niin ikään erityinen syy poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta.

Kuten OYL:n perusteluista ja Ratan standardista käy ilmi, niissä mainittuja erityisiä syitä ei ole ilmaistu tyhjentävästi. Näin ollen periaatteessa mikä tahansa seikka, kun siihen on erityistä syytä, voi toimia perusteena poiketa lunastajan tarjoamasta hinnasta. Erityisten syiden täsmentymättömyyden on kritisoitu aiheuttavan oikeudellista epävarmuutta. Mielestäni erityisten syiden määräytymisestä tulisikin säätää tarkemmin laissa ja sen perusteluissa. Lisäksi OYL:n sekä AML:n mukaisia syitä tulisi yhdenmukaistaa yhtä lailla kuin hinnanmäärityksen lähtökohdat on yhdenmukaistettu. On tuskin tarkoituksenmukaista, että OYL:n ja AML:n mukaiset erityiset syyt poikkeavat täysin toisistaan.

Oheiseen taulukkoon (s. 288) on koottu tutkimuksessa identifioituja seikkoja, jotka voivat tulla otetuiksi huomioon erityisinä syinä. Usein harkinta perustuu useampien esitettyjen seikkojen yhteisvaikutuksen arviointiin.

Yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä on korostettu uuden lain voimaantulon seurauksena. Periaatteella on katsottu olevan tärkeä tulkintaa ohjaava vaikutus, ja sillä on pyritty korjaamaan mahdollisia uuden OYL:n vähemmistösuojasäännöksissä tapahtuneita heikennyksiä. Yhdenvertaisuusperiaate tulee näin ollen jatkossa mahdollisesti olemaan entistä korostuneemmassa asemassa lunastushinnan määrittämistä ohjaavana periaatteena. Yhdenvertaisuusperiaatetta on sovellettu oikeuskäytännössä lunastushinnan määräytymisen perustelemiseen. Tutkimuksen perusteella sen voidaan kuitenkin katsoa ilmenevän tilanteesta riippuen eri tavoin. Yhdenvertaisuusperiaatteella on yhtäältä perusteltu olettasäännösten oikeudenmukaisuutta lunastushinnan lähtökohtana. Toisaalta periaatteesta ei kuitenkaan ole katsottu voitavan johtaa suoraviivaista perustetta sille, että eri osakkeenomistajia olisi eri aikoina kohdeltava samalla tavalla. Vaikka yhdenvertaisuusperiaatteella voidaan puoltaa lähtökohtaisesti sitä, että ostarjouksessa maksettu hinta kuvaa vähemmistöosakkeen käypää hintaa, erityiset syyt voivat antaa perusteen poiketa yhdenvertaisuusperiaatteen kaavamaisesta soveltamisesta. Tämä korostaa osaltaan erityisten syiden merkityksellisyyttä ja osoittaa, ettei olettasääntöjen lähtökohtahintoja voida tulevassa tuomioistuinkäytännössäkään pitää ehdottomina edes korostuneen aseman saaneen yhdenvertaisuusperiaatteen perusteella.

Yhdenvertaisuudella on lisäksi perusteltu vastikkeen yhtäläisyyttä eli sitä, että kaikille osakkeenomistajille on maksettava tosiasiallisesti yhtä suuri vastike. Näin ollen esimerkiksi yrityskauppojen kokonaisjärjestelyiden tuomat tai muuten sovitut erityiset etuudet on huomioitava hinnassa. Vastaavasti, mikäli lunastaja on yrittänyt kiertää lain määräaikoja maksa-

OYL:n ilmentämät erityiset syyt	Ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välinen aika
	Pakollisen ostotarjouksen hyväksyntä
	Vapaaehtoisen ostotarjouksen kattavuus
AML:n ilmentämät erityiset syyt	Kohdeyhtiössä tapahtuneet olennaiset muutokset: <ul style="list-style-type: none"> – taloudellisten tunnuslukujen kehitys – yrityskauppa – yhtiön taloud. aseman voimakas ja äkillinen muutos, kuten merkittävä tuoteinnovaatio tai tulosvaroitus – muut uudet tärkeät seikat (ulkomaailman tapahtumat)
	Markkinoilla tapahtuneet olennaiset muutokset: <ul style="list-style-type: none"> – voimakkaat hintaheilahtelut – osakkeen hinnan voimakas lasku – markkina-arvoa suurempi tuotto-odotus tai substanssiarvo
	Ratan standardin ilmaiset erityiset syyt ja yhdenvertaisuuden loukkaaminen: <ul style="list-style-type: none"> – erityiset etuudet ja muilla nimikkeillä maksettu hinta – yritys kiertää lain määräaikoja – erilaisesta osakkeesta maksettu korkeampi hinta – tarjousvelvollisuus syntynyt yksissä tuumin toimimisen johdosta ja markkinahinta merkittävästi käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtahintaa korkeampi
Markkinoihin liittyvät muut erityiset syyt ja lunastajan toimet	Kurssikehitys poikkeamisen indikaattorina: <ul style="list-style-type: none"> – ostotarjousta korkeampi pörssikurssi – ostotarjouksen julkitulon vaikutusten huomioon ottaminen – indeksit osoittavat korkeampaa hintaa – toimialan ja vertailuyritysten kurssikehitys – lunastusmenettelyn vireilletulon jälkeiset seikat
	Osakkeen markkinahinnan luotettavuuteen liittyvät syyt: <ul style="list-style-type: none"> – likviditeetin puute – omistusrakenne (enemmistöomistuksen tuoma monopoliasema, omistus pitkään lunastusrajan tuntumassa tai kamppailu määräysvaltaosakkeista) – kurssimanipulaatio, sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja puutteellinen sekä harhaanjohtava informaatio
	Muut lunastajan epäasialliset toimet: <ul style="list-style-type: none"> – alihintaiset omaisuudenluovutukset – osingonjakopolitiikan käyttäminen painostuskeinona

Kaavio 1. Erityiset syyt.

malla ennen seuranta-ajanjakson alkua korkeampia hintoja, nämä hinnat tulisi ottaa yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla huomioon. Vaikka yhdenvertaisuusperiaatteella on entistäänkin korostuneempi asema uudessa OYL:ssa, siihen vetoaminen tuomioistuimessa on käytännössä epävarmaa. Näin ollen yhdenvertaisuusperiaatetta ei voida pitää riittävänä korvaamaan poikkeamismahdollisuuksien laintasoista sääntelyä ja turvaamaan vähemmistöosakkeenomistajien oikeutta käypään hintaan.

Osakeyhtiölakiuudistuksen tavoitteena on ollut säätää joustava ja kilpailukykyinen laki, joka antaa riittävän turvan vähemmistöosakkeenomistajille ja velkojille. Ehdotukset on pyritty laatimaan siten, ettei vähemmistöosakkeenomistajien asemaan tule tarpeettomia epävarmuustekijöitä ja ettei yhtiöön liittyvä riski lisäänty tavalla, joka nostaisi yritysrahoitukseen liittyviä kustannuksia. Lunastushintasäännösten uudistamisen tavoitteena on ollut yhdenmukaistaa AML:n ja OYL:n mukainen hinnanmääräytyminen. Säännöksen voidaan sanoa selkiytyneen teknisesti, sillä lunastusmenettelyn vireilletuloajankohdasta ja koron määräytymisestä säädetään nyt laissa ja olettamasäännökset tarkentavat hinnanmääritystä aiempaan verrattuna. Säännöksen voidaan myös katsoa vastaavan lain tavoitteisiin yritysten kilpailukykyyn ja toimintaedellytysten lisäämisestä, sillä uusi OYL parantaa hinnanmäärityksen ennakoitavuutta oleellisesti. Ostotarjoushinnan presumtiivisyys on siis ehdottomasti ainakin elinkeinoelämän etujen mukaista. Uudistus vähentänee lisäksi yritysten kuluja lunastusprosessissa, sillä korkomenot laskevat ja markkinahinta- sekä ostotarjousolettamien kirjoittaminen lakiin vähentänee vähemmistöosakkaiden spekulatioita mahdollisen korkeamman hinnan suhteen. Ostotarjouksessa maksetun hinnan lähtökohtaisuus on myös vähemmistöosakkeenomistajan etu siinä mielessä, että ostotarjouksessa maksettu hinta toimii varmana alarajana hinnanmäärityksessä ja vähemmistöosakas pääsee osalliseksi määräysvallasta maksetusta preemiosta.

Mielestäni voidaan kuitenkin väittää, ettei vähemmistönsuojafunktion toteuttamisessa ole onnistuttu OYL:n uudistuksen tavoitteiden ja lunastussäännösten vähemmistönsuojatarkoituksen mukaisesti. Ostotarjoushinnan presumtiivisyys koituu positiivisen kurssikehityksen aikana vähemmistön tappioksi VOYL:iin verrattuna. Aiemmin hinnanmääritys pohjautui ostotarjouksessa maksetun hinnan sijaan pörssinoteeraukseen, ja välimiehet ottivat ostotarjousvastiketta korkeamman pörssikurssin ”automaattisesti” huomioon. Välimieskäytännön perusteella on myös osoitettavissa, että ostotarjouksen mukainen hinta olisi useissa tapauksissa johtanut alhaisempaan osakkeen hintaan. Nyt sen sijaan korkeampaan pörssikurssiin on vedottava erityisten syiden perusteella, joten vähemmistöllä voidaan katsoa

olevan aiempaa suurempi näyttötaakka osoittaa, että poikkeamiseen on perusteita. Vähemmistön kasvanut näyttötaakka koskee yhtä lailla muidenkin erityisten syiden toteennäyttämistä. Vahvojen presumtioiden kirjaamisen lakiin voidaan katsoa heikentäneen vähemmistön asemaa, sillä enemmistön on entistä helpompi asettaa oletamat hinnanmäärityksen läh-
tökohdiksi. Tulee myös ottaa huomioon, että usein vähemmistön tiedolliset ja taloudelliset resurssit ovat lunastajaan verrattuna heikommat, joten asetelman oikeudenmukaisuus voidaan kyseenalaistaa. Niin ikään lunastushinnalle maksettavan koron alentuminen on ollut negatiivinen uudistus vähemmistön näkökulmasta.

Vaikka OYL:n perusteluissa on mainittu, ettei tarkoitus ole ollut muuttaa aiempaa käytäntöä, olettasäännökset pörssiyhtiön hinnanmäärityksen pääsääntöinä tulevat väistämättä vaikuttamaan vähintäänkin siihen, miten hintaa koskevia väittämiä arvioidaan. Argumentaatiossa tultaneen keskittymään sen arvioimiseen, voidaanko ostotarjouksessa maksettua hintaa pitää käypänä hintana ja miten tämä hinta on määräytynyt. Onkin mielenkiintoista seurata, minkälainen vaikutus esimerkiksi taloudellisilta intresseiltään merkittävällä Pohjolan vähemmistöosakkeiden lunastusriidalla tulee olemaan lunastushinnan määräytymiseen ja mahtaako sen lopputulos korostaa vanhaa käytäntöä uusien säännösten kustannuksella. Hedelmällinen jatkotutkimuksenkohde olisikin esimerkiksi parin vuoden päästä tutkia, miten OYL:n uudistukset ovat toteutuneet ja onko lunastushinnan määrittely käytännössä muuttunut aiemmasta tulkintalinjasta. Oman lisänsä hinnanmääritykseen voi tuoda yrityskauppalautakunnan mahdollisuus esittää ohjeita ja suosituksia esimerkiksi ottamalla kantaa ostotarjouksen tarjousvastikkeeseen – ja sitä kautta lunastushintaan. Yrityskauppalautakunta voi hake-
muksesta antaa ratkaisusuosituksia myös yksittäisissä kysymyksissä.²⁶⁷

Keskeisimmäksi kysymykseksi kuitenkin muodostuu, miten voimassa olevia säännöksiä tulkitaan ja sovelletaan tulevaisuudessa. Markkinahinnan ensisijaisuus ja lakiin kirjatut olettasäännöt ovat toimivia lähtökohtia sillä edellytyksellä, että hinnan määräytymisen luotettavuudesta varmistutaan kussakin yksittäistapauksessa. Olettamista on voitava tarvittaessa poiketa ja OYL:n vähemmistönsuojafunktion kannalta onkin oleellista taata tosiasialliset mahdollisuudet erityisten syiden tehokkaaseen toteuttamiseen. Käyvän arvon vahvistamiseksi hintaa on edelleen verrattava teoreettisiin arvonmääritystavoisiin saataviin arvoihin. Vähemmistöosakkeen hinnanmäärityksen lähtökohtia ei saa pitää presumtiona käyvän hinnan toteutumisen kustannuksella.

²⁶⁷ HE 6/2006 s. 51–53.

Korkea vähemmistönsuojan taso parantaa sijoittajien luottamusta markkinoihin ja on omiaan lisäämään yritysten toimintaedellytyksiä ja tehokkuutta mahdollistamalla pääomarahoituksen hankkimisen sijoitusmarkkinoilta.²⁶⁸ Mikäli sijoittajat arvioivat nimenomaisten oletusäännösten tai yleisesti markkinahinnan presumtiivisyyden heikentäneen heidän suojansa, lisäävän enemmistöosakkeenomistajan mahdollisuuksia opportunistiin ja kasvattavan näin ollen sijoituksen riskiä, eivät he ole halukkaita sijoittamaan yrityksiin. Sijoittajien luottamus lunastussääntöihin ja siihen, että heillä on tosiasiallisesti mahdollisuus saada osakkeistaan käypä hinta lunastuksen yhteydessä, on näin ollen keskeistä toimivien sijoitusmarkkinoiden turvaamiseksi.²⁶⁹ Sijoittajien markkinoita kohtaan osoittama epäluottamus vaikeuttaa yritysten mahdollisuutta kasvaa ja kehittyä hankkimalla pääomia sijoitusmarkkinoilla, ja ilmiö olisi siten koko kansantalouden kannalta huolestuttava. Näin ollen ajatus voidaan tiivistää käsitykseen siitä, että osakkeenomistajan, tässä yhteydessä vähemmistöosakkeenomistajan, etu on myös yhtiön ja koko yhteiskunnan etu.

LÄHTEET

- Aarnio, Aulis:* Lainopin perinteisestä tehtävästä. Juva 1989. (*Aarnio* 1989)
- Aarnio, Aulis:* Mitä lainoppi on? Helsinki 1978. (*Aarnio* 1978)
- Aarnio, Aulis:* Tulkinnan taito. Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Vantaa 2006. (*Aarnio* 2006)
- Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki:* Osakeyhtiölaki. Porvoo 1997. (*Airaksinen – Jauhiainen* 1997)
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa:* Osakeyhtiölaki II. Helsinki 2007. (*Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007)
- Astola, Tiina:* Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Jyväskylä 1990. (*Astola* 1990)
- Bebchuk, Lucian Arye – Kahan, Marcel:* Adverse selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. Teoksessa *Morck, Randall K.* (ed.): Concentrated Corporate Ownership. Chicago 2000, s. 247–259. (*Bebchuk – Kahan* 2000)
- Bergström, Clas – Samuelsson, Per:* Aktiebolagets grundproblem. Andra upplagan. Göteborg 2001. (*Bergström – Samuelsson* 2001)
- Brealey, Richard A. – Myers, Stewart, C. – Marcus, Alan J.:* Fundamentals of Corporate Finance. Fourth Edition. New York 2004. (*Brealey – Myers – Marcus* 2004)
- Cederberg, Lauri:* Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistönsuojaa silmälläpitäen. Lakimies 1934, s. 1–51. (*Cederberg, LM* 1934)

²⁶⁸ *La Porta – Lopez-de-Silanes – Schleifer – Vishny*, The Journal of Finance 2002 s. 1147 ja *Hansmann – Kraakman*, GLJ 2001 s. 442.

²⁶⁹ *Ramberg, Göran* 2003 s. 74.

- Christensen, Rudi M.*: Krav til et fungerende marked ved tvangsinnløsning av aksjer. *Nordisk Tidsskrift vid Selskabsrett* 3/2002, s. 298–307 (*Christensen*, NTS 2002)
- Clausen, Nis Jul – Sørensen, Karsten Engsig*: Takeover bids. The Danish, Norwegian and Swedish Regulation to be challenged by the 13th Company Law Directive. Copenhagen 1998. (*Clausen – Sørensen* 1998)
- Commission of the European Union*: Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels, 4 November 2002. – [Http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf). Viittauspäivä 27.10.2006. (Final Report of the High Level Group 2002)
- Commission of the European Union*: Proposal for a directive of the European parliament and the council on takeover bids. COM (2002) 534 Final. Brussels, 2 October 2002. – [Http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fi/com/2002/com2002_0534fi01.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fi/com/2002/com2002_0534fi01.pdf). Viittauspäivä 27.10.2006. (COM (2002) 534 Final)
- Commission of the European Union*: Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002. – [Http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf). Viittauspäivä 27.10.2006. (High Level Group Report on Takeover Bids 2002)
- Dine, Janet*: Company Law. Fourth Edition. Ebbw Vale 2001 (*Dine* 2001)
- Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.*: The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge 1991. (*Easterbrook – Fischel* 1991)
- Ellsworth, Richard*: Leading with Purpose. The New Corporate Realities. Stanford 2002. (*Ellsworth* 2002)
- Francis, Julian*: The Takeover Directive. Teoksessa Button, Maurice (ed.): A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers 2006/2007. King's Lynn 2006, s. 138–164. (*Francis* 2006)
- Hager, Richard*: Värdering av minoritets aktier – finns det en korrekt metod? Del III. Teoksessa Skog, Rolf (red.): Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Uppsala 2003, s. 79–83. (*Hager* 2003)
- Hallituksen esitys n:o 27 (1977 vp.) Eduskunnalle* uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. (HE 27/1977)
- Hallituksen esitys n:o 318 (1992 vp.) Eduskunnalle* laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi. (HE 318/1992)
- Hallituksen esitys n:o 89 (1996 vp.) Eduskunnalle* laeiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 89/1996)
- Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp.) Eduskunnalle* uudeksi osakeyhtiölaiksi. (HE 109/2005)
- Hallituksen esitys n:o 6 (2006 vp.) Eduskunnalle* laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annettu lain muuttamisesta. (HE 6/2006)
- Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier*: Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa Kraakman Reinier – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward: The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Oxford 2004, s. 21–29. (*Hansmann – Kraakman* 2004)
- Hansmann, Henry – Kraakman Reinier*: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*. Vol. 89, 2001, s. 439–469. (*Hansmann – Kraakman*, GLJ 2001)
- Huvudstadsbladet 19.1.2006*. Pohjolas småägare anser sig ha blivit ojämligt behandlade av OKO. Ilmarinen och Suomi fick en väldig fördel. Lehtiartikkeli. Stefan Holmström. (HBL 19.1.2006)

- Häyrynen, Janne*: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Yliopistollinen väitöskirja. Helsinki 2006. (*Häyrynen* 2006)
- Immonen, Raimo*: Yritysjärjestelyt. 3., uudistettu painos. Jyväskylä 2006. (*Immonen* 2006)
- Immonen, Raimo*: Yritysmuodot ja liiketoiminta. Jyväskylä 2002. (*Immonen* 2002)
- Kadelburger, John – Mellqvist, Ulf*: Fråga om särregeln tillämpning i tvångsinlösenförfaranden vid förekomsten av omvärldsfaktorer. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet 2002–03, s. 438–446. (*Kadelburger – Mellqvist, JT* 2002–03)
- Kaisanlahti, Timo*: Hinnoittelu julkisessa ostotarjouksessa. Kansainväliset yrityskaupat. Business Law Forum -seminaarimateriaali. Helsinki 3.11.2005. (*Kaisanlahti, BLF-seminaari* 3.11.2005)
- Kaisanlahti, Timo*: Käypä hinta ja sijoittajien intressien yhdenmukaisuus. Tilintarkastus 5/2003, s. 39–43. (*Kaisanlahti, TT* 2003)
- Kaisanlahti, Timo*: Ostotarjouksen mukainen hinta uuden osakeyhtiölain tarkoittamassa vähemmistölunastuksessa. Teoksessa *With Wisdom*, Waselius & Wist. Porvoo 2007, s. 12–41. (*Kaisanlahti* 2007)
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999. (*Kaisanlahti* 1999)
- Kaisanlahti, Timo*: Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. Teoksessa *Oikeustiede–Jurisprudentia XXVIII:1995*. Jyväskylä 1995. (*Kaisanlahti* 1995)
- Kariola, Raija – Niemelä, Jaakko – Angervuo, Hannu*: Yritys sijoittajamarkkinoilla – sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet. Helsinki 2004. (*Kariola – Niemelä – Angervuo* 2004)
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinalaki. 3., uudistettu painos. Jyväskylä 2005. (*Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005)
- Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunta*: Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista 15.12.2006. (Yrityskauppalautekunnan suositus 2006)
- Komiteanmietintö 1991:48*. Yhdentynvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö. Helsinki 1991. (KM 1991:48)
- Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö. 3., uudistettu painos. Helsinki 2002. (*Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002)
- La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Schleifer, Andrei – Vishny, Robert*: Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*. Vol. 57, No 3, 2002, s. 1147–1170. (*La Porta – Lopez-de-Silanes – Schleifer – Vishny, The Journal of Finance* 2002)
- Leppiniemi, Jarmo*: Omaisuuden arvo. Arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Helsinki 1999. (*Leppiniemi* 1999)
- Länsineva, Pekka*: Omaisuudensuoja (PL 15§). Teoksessa *Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeudet. Juva 1999, s. 473–509. (*Länsineva* 1999)
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö I. Yleiset periaatteet. Porvoo 2006. (*Mähönen – Villa* 2006a)
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. Porvoo 2006. (*Mähönen – Villa* 2006b)
- Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo*: Osakeyhtiölaki käytännössä. Juva 2006. (*Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006)
- Mäntysaari, Petri*: Arvopaperimarkkinalain mukainen käypä hinta (1). *Defensor Legis* 7–8/1995, s. 616–627. (*Mäntysaari, DL* 1995)
- Mäntysaari, Petri*: Arvopaperimarkkinalain mukainen käypä hinta (2). *Defensor Legis* 5/1997, s. 707–716. (*Mäntysaari, DL* 1997)
- Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. Porvoo 2002. (*Mäntysaari* 2002)

- Määttä, Kalle*: Oikeustaloustieteen perusteet. Helsinki 2006. (*Määttä* 2006)
- Niskanen, Jyrki – Niskanen, Mervi*: Yritysrahoitus. Helsinki 2000. (*Niskanen – Niskanen* 2000)
- Nuolimaa, Risto*: Välimiesmenettelyistä vähemmistöosakkeita pakkolunastettaessa. Teoksessa juhlaulkaisu Pekka Hallberg 1944 – 12/6 – 2004. Jyväskylä 2004, s. 248–263. (*Nuolimaa* 2004)
- Näringslivets Börskommitté*: Offentliga erbjudanden om aktieförvärv (Takeover-reglerna). Stockholm 1.6.2003. – [Http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover20061A.pdf](http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover20061A.pdf). Viittauspäivä 10.11.2006. (NBK:s Takeover-reglerna 2003)
- Oikeusministeriö*: Pulkkinen Pekka: Lausuntotiivistelmä osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä 2003:39. Helsinki 22.12.2003. – [Http://www.om.fi/1146647429908](http://www.om.fi/1146647429908). Viittauspäivä 12.11.2006. (OM:n lausuntotiivistelmä 2003:39)
- Oikeusministeriön asiantuntijaselvitys 25.2.2002*: Kaisanlahti, Timo: Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Helsinki 25.2.2002. – [Http://www.om.fi/uploads/x32792g4ml3d.pdf](http://www.om.fi/uploads/x32792g4ml3d.pdf). Viittauspäivä 17.10.2006. (*Kaisanlahti*, OM 2002)
- Oikeusministeriön lainvalmisteluosasto*: Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölain uudistaminen – Tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Helsinki 7.7.2000. (OYL-uudistus, OM 2000)
- Oikeusministeriön muistio 3.3.2002*: Timonen, Pekka – Kaisanlahti, Timo: Yhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädännön leikkauspisteistä de lege ferenda. Helsinki 3.3.2002. (*Timonen – Kaisanlahti*, OM 2002)
- Osakesäästäjien keskusliitto ry*: Jarmo Leppiniemi: Lausunto oikeusministeriölle osakeyhtiölakityöryhmän mietinnöstä 26.9.2003. (OSKL:n lausunto, OM 2003)
- Palepu, Krishna, G. – Healy, Paul M. – Bernard, Victor L.*: Business Analysis & Valuation. Using Financial Statements. Third Edition. Dubuque 2004. (*Palepu – Healy – Bernard* 2004)
- Palm, Jukka*: Yritysosotot ja määräysvaltamarkkinat. Tutkimus kilpailuoikeudellista yritys-kauppavalvontaa ja arvopaperimarkkinaoikeudellista julkista ostotarjousta koskevan sääntelyn ja sen soveltamisen kehittämistarpeista. Helsinki 2005. (*Palm* 2005)
- Perustuslakivaliokunnan mietintö n:o 25 (1994 vp.)* hallituksen esityksestä perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta. – [Http://217.71.145.20/TRIPviewer/show.asp?tunniste=PeVM+25/1994&base=erml&palvelin=www.eduskunta.fi&f=WP](http://217.71.145.20/TRIPviewer/show.asp?tunniste=PeVM+25/1994&base=erml&palvelin=www.eduskunta.fi&f=WP). Viittauspäivä 21.1.2007. (PeVM 25/1994)
- The Panel on Takeovers and Mergers*: The City Code on Takeovers and Mergers. – [Http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf](http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf). Viittauspäivä 15.11.2006. (The City Code 2006)
- Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c*. Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. Määräykset ja ohjeet. Annettu 19.10.2004, muutospäivä 19.12.2006, diaarinro 8/120/2004. Muutoksen voimaantulopäivä 1.2.2007. – [Http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/88A81541-8272-4E3B-8897-FE0616310F94/0/52cstd2.pdf](http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/88A81541-8272-4E3B-8897-FE0616310F94/0/52cstd2.pdf). Viittauspäivä 2.2.2007. (Ratan standardi 5.2c)
- Ramberg, Göran*: Värdering av minoritetsaktier – finns det en korrekt metod? Del II. Teoksessa *Skog, Rolf* (Red.): Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Uppsala 2003, s. 69–78. (*Ramberg, Göran* 2003)
- Ramberg, Magnus*: Några kommentarer till frågan om tillämpning av den s.k. särregeln vid tvångsinlösen av aktier. Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet 2002–03, s. 931–93. (*Ramberg, Magnus*, JT 2002–03)
- Regeringens proposition 1975:103*: Aktiebolagslag. (Reg. Prop. 1975:103)

- Regeringens proposition 2004/05:85*: Nya aktiebolagslag. (Reg. Prop. 2004/05:85)
- Savela, Ari*: Asiantuntijaryhmän ehdotuksesta julkisia ostotarjouksia koskevaksi yhtiöoikeusdirektiiviksi. Helsinki 2002. – [Http://www.edilex.fi](http://www.edilex.fi). Viittauspäivä 12.10.2006. (*Savela* 2002)
- Savela, Ari*: Suomen kansainvälinen yhtiöoikeus. Helsinki 2003. (*Savela* 2003)
- af Schultén, Gerhard*: Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 3/2006, s. 309–318. (*af Schultén*, JFT 2006)
- af Schultén, Gerhard*: Osakeyhtiölain kommentaari II. Luvut 9–17. Jyväskylä 2004. (*af Schultén* 2004)
- Siikarla, Pertti J.*: Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Jyväskylä 2006. (*Siikarla* 2006)
- Silaskivi, Vesa*: Osakkeen hinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistön lunastusmenettelyssä: viimeaikaista välimieskäytäntöä. Defensor Legis 6/2004, s. 1048–1062. (*Silaskivi*, DL 2004)
- Sillanpää, Matti J.*: Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1994. (*Sillanpää* 1994)
- Sillanpää, Matti J.*: Skiljemannapraxis vid inlösen av minoritetsaktier i Finland. Nordiska Tidskrift vid Selskabsrätt 1/2002, s. 33–45. (*Sillanpää*, NTS 2002)
- Skog, Rolf*: Aktiebolagskommitténs förslag i ett historiskt och internationellt perspektiv. Teoksessa *Skog, Rolf* (red.): Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Uppsala 2003, s. 10–22. (*Skog* 2003)
- Skog, Rolf*: Rodhes Aktiebolagsrätt. Tjugoförsta upplaga. Visby 2006. (*Skog* 2006)
- Statens offentliga utredningar 1997:22*. Aktiebolagets kapital. Stockholm 1997. (SOU 1997:22)
- Svensson, Bo – Danelius, Johan*: Nya aktiebolagslagen. Reglerna från den 1 januari 2006. Göteborg 2005. (*Svensson – Danelius* 2005)
- Taloussanomat 13.6.2006*. Pohjolan vähemmistö vaatii OKO:lta kovia korvauksia. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto. (TS 13.6.2006)
- Taloussanomat 17.8.2006*. Välimiehet setvivät Ilmarisen ja Suomen Pohjola-kauppoja. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto. (TS 17.8.2006)
- Taloussanomat 26.9.2006*. Salainen kauppakirja tukee Pohjola-vähemmistöä. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto. (TS 26.9.2006)
- Taloussanomat 1.12.2006*. Fagnäs: OKO uhkaili Pohjolan pienosakkaita. Lehtiartikkeli. Heidi Vaalisto. (TS 1.12.2006)
- Timonen, Pekka*: Lunastushinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä. Teoksessa *Koulu, Risto – Lappalainen, Juha – Lohi, Tapani* (toim.): Velka, vakuus ja prosessi. Juhlajulkaisu Erkki Havansi 1941 – 11/7 – 2001. Jyväskylä 2001, s. 351–370. (*Timonen* 2001)
- Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Jyväskylä 1997. (*Timonen* 1997)
- Timonen, Pekka*: Uusi OYL ja vähemmistöosuuden lunastusjärjestelmä. Hinnoittelu ja käytäntö. Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006. (*Timonen*, Lakimiesliiton koulutus 26.10.2006)
- Toiviainen, Heikki*: Suomen osakeyhtiölaki: Kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä?. Teoksessa *Tepora, Jarno – Sisula-Tulokas, Lena – Hemmo, Mika – Lohi, Tapani – Kolehmainen, Esa* (toimituskunta); vastaava toimittaja *Kolehmainen, Esa*: Business Law Forum 2006. Helsinki 2006, s. 25–67. (*Toiviainen*, BLF 2006)

- Toiviainen, Heikki*: Uusi osakeyhtiölaki – tavoitteet ja niiden toteutus. Teoksessa *Pöykkylä, Panu* (toim.): Osakeyhtiölaki ja muuta yhtiölainsäädäntöä. Helsinki 2006, s. VII–XX. (Toiviainen 2006)
- UK Parliament*: Explanatory notes on the Company Act 2006. – [Http://www.opsi.gov.uk/acts/en2006/ukpgaen_20060046_en.pdf](http://www.opsi.gov.uk/acts/en2006/ukpgaen_20060046_en.pdf). Viittauspäivä 12.1.2006. (Explanatory Notes on the Companies Act 2006)
- Valtiovaraministeriön työryhmämuistioita 5/2005*: Yritystodirektiivin täytäntöönpano. Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti. Helsinki 2005. – [Http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/03_tyoryhmuistiot/94077/94076_fi.pdf](http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/03_tyoryhmuistiot/94077/94076_fi.pdf). Viittauspäivä 7.11.2006. (Julkiset ostotarjoukset -työryhmän raportti 2005)
- Wilkman, Nina – Doepel, Andreas*: How legal reform affects M&A deal structures. *International Financial Law Review. A Special IFLR Supplement, The 2006 Guide to Mergers and Acquisitions*, s. 59–61. (Wilkman – Doepel, IFLR 2006)
- Wist, Tarja – Waselius, Charlotta*: Finnish shareholders need better squeeze-out guidelines. *International Financial Law Review. A Special IFLR Supplement, Nordic Region 2005*, s. 13–15. (Wist – Waselius, IFLR 2005)

OIKEUSTAPAUKSET

Korkein oikeus

KKO 1993:31

Ruotsin Högsta Domstolen

NJA 1992 s. 872 (HD 1992:133) (Balken-målet)

NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44) (Balken-målet)²⁷⁰

Välitystuomiot

Nordic Baltic Holding Ab vs. Merita Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Risto Nuolimaa, Reijo Ruuhela ja Pekka Timonen. Välitystuomio 19.4.2000. (Merita Oyj, välitystuomio 19.4.2000)

Rakentajain Konevuokraamo Oy vs. Tilamarkkinat-Yhtiöt Oyj:n muut osakkeenomistajat. Välimiehenä Juhani Erma. Välitystuomio 6.7.2000. (Tilamarkkinat-Yhtiöt Oyj, välitystuomio 6.7.2000)

Talentum Oyj vs. Kauppakaari Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Eero Routamo. Välitystuomio 4.12.2000. (Kauppakaari Oyj, välitystuomio 4.12.2000)

Elisa Communications vs. Oy Radiolinja Ab:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Heikki Niskakangas, Juhani Erma ja Matti Myrsky. Välitystuomio 29.5.2001. (Radiolinja Oy, välitystuomio 29.5.2001)

Sponda Oyj vs. Castrum Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Raimo Wahlberg. Välitystuomio 15.1.2002. (Castrum Oyj, välitystuomio 15.1.2002)

²⁷⁰ Balken-tuomioita on kaksi jutun osittaisen palauttamisen vuoksi.

- Pool Acquisition Helsinki Oy vs. Sanitec Oyj Abp:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Pekka Timonen ja Jyrki Tähtinen. Välitustuomio 31.1.2002. (Sanitec Oyj Abp, välitustuomio 31.1.2002)
- Pohjois-Suomen Media Oy vs. Pohjolan Sanomat Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Jouko Huhtala ja Seppo Villa. Välitustuomio 14.1.2003. (Pohjolan Sanomat Oy, välitustuomio 14.1.2003)
- Scottish Courage Limited ja Scottish Courage Oy vs. Hartwall Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Matti Nenonen, Juha Kurkinen ja Pekka Timonen. Välitustuomio 7.3.2003. (Hartwall Oyj, välitustuomio 7.3.2003)
- Kone Finance Oy vs. Partek Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Christer Ekman. Välitustuomio 2.4.2003. (Partek Oyj, välitustuomio 2.4.2003)
- Outokumpu Oyj vs. AvestaPolarit Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Matti J. Sillanpää. Välitustuomio 9.6.2003. (AvestaPolarit Oyj, välitustuomio 9.6.2003)
- TeliaSonera Ab vs. Sonera Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Eero Routamo ja Seppo Villa. Välitustuomio 26.6.2003. (Sonera Oyj, välitustuomio 26.6.2003)
- Silja Holdings Limited vs. Silja Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Markus Troberg. Välitustuomio 3.7.2003. (Silja Oyj, välitustuomio 3.7.2003)
- Instrumentarium Oyj vs. Oy Dentaldepot Ab:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Pekka Timonen, Juha Kurkinen ja Kalervo Virtanen. Välitustuomio 11.7.2003. (Dentaldepot Oy, välitustuomio 11.7.2003)
- Elisa Oyj vs. Riihimäen Puhelin Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Juha Kurkinen. Välitustuomio 6.10.2003. (Riihimäen Puhelin Oy, välitustuomio 6.10.2003)
- General Electric Finland Oy vs. Instrumentarium Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Pekka Timonen, Juha Kurkinen ja Kalervo Virtanen. Välitustuomio 30.3.2004. (Instrumentarium Oyj, välitustuomio 30.3.2004)
- Foxconn Finland Invest Oy vs. Eimo Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Risto Nuolimaa, Raimo Immonen ja Matti J. Sillanpää. Välitustuomio 20.4.2004. (Eimo Oyj, välitustuomio 20.4.2004)
- Ounastähti kehittämiskuntayhtymä vs. Rovakairan Tuotanto Oy:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Juha Kiiha. Välitustuomio 30.4.2004. (Rovakairan Tuotanto Oy, välitustuomio 30.4.2004)
- Phoenix International Beteiligungs GmbH vs. Tamro Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Antero Molander. Välitustuomio 7.7.2004. (Tamro Oyj, välitustuomio 7.7.2004)
- IVG Immobilière SAS vs. Polar Kiinteistöt Oy:n (ent. Polar Kiinteistöt Oyj:n) vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Raimo Immonen. Välitustuomio 26.11.2004. (Polar Kiinteistöt Oy, välitustuomio 26.11.2004)
- Vähemmistöosakkeenomistajat (entisen Yomi Oyj:n) vs. Elisa Oyj (vastaajana ollut Yomi Oyj sulautunut 31.12.2004 Elisa Oyj:öön). Välimiehenä Juha Kurkinen. Välitustuomio 19.4.2005. (Elisa Oyj (Yomi Oyj), välitustuomio 19.4.2005)
- Nordea Pankki Suomi Oyj vs. Turun Arvokiinteistöt Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Seppo Villa. Välitustuomio 2.5.2005. (Turun Arvokiinteistöt Oyj, välitustuomio 2.5.2005)
- Orkla ASA vs. Chips Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Jouko Huhtala. Välitustuomio 1.11.2005. (Chips Oyj, välitustuomio 1.11.2005)
- Planmeca Oyj vs. Plandent Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Matti J. Sillanpää. Välitustuomio 31.1.2006. (Plandent Oyj, välitustuomio 31.1.2006)

- Elisa Oyj vs. Saunalahti Group Oyj:n muut osakkeenomistajat. Välimiehinä Antero Molander, Juha Kurkinen ja Pekka Timonen. Välitystuomio 16.5.2006. (Saunalahti Oyj, välitystuomio 16.5.2006)
- Suomen Osuuskauppojen Keskuskunta vs. Suomen Spar Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehenä Jukka Luoma. Välitystuomio 28.9.2006. (Spar Oyj, välitystuomio 28.9.2006)
- OKO Pankki Oyj vs. Pohjola-Yhtymä Oyj:n vähemmistöosakkeenomistajat. Välimiehinä Raimo Immonen, Jukka Mähönen ja Seppo Ikäheimo. Välitystuomio 2.5.2007. (Pohjola-Yhtymä Oyj, välitystuomio 2.5.2007)

HAASTATTELUT

- Asianajaja, varatuomari Juhani Erma, Asianajotoimisto Borenius & Kempainen Oy. Haastattelu 13.12.2006. (*Erma*, haastattelu 13.12.2006)
- Asianajaja, varatuomari Jouko Huhtala, Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy. Haastattelu 5.12.2006. (*Huhtala*, haastattelu 5.12.2006)
- Asianajaja Kai Kotiranta, Asianajotoimisto Borenius & Kempainen Oy. Haastattelu 7.12.2006. (*Kotiranta*, haastattelu 7.12.2006)
- Asianajaja, varatuomari Jukka Laitasalo, Asianajotoimisto Merilampi Marttila Laitasalo Oy. Puhelinhaastattelu 11.12.2006. (*Laitasalo*, haastattelu 11.12.2006)
- Ari Neuvonen, Osakesäästäjien keskusliitto ry. Sähköpostihaastattelu 21.12.2006. (*Neuvonen*, haastattelu 21.12.2006)
- OTK Antti Säiläkivi, Asianajotoimisto Borenius & Kempainen Oy. Haastattelu 30.11.2006. (*Säiläkivi*, haastattelu 30.11.2006)
- Analyytikko Vesa Välinen, Finnish Venture Capital Association, FVCA. Sähköpostihaastattelu 14.12.2006. (*Välinen*, haastattelu 14.12.2006)
- Sijoitusrahastonhoitaja Ben Wolfram, FIM Pankkiiriliike. Haastattelu 13.12.2006. (*Wolfram*, haastattelu 13.12.2006)
- Asianajaja, varatuomari Matti Ylä-Mononen ja OTK Satu Sistonen, Asianajotoimisto Fenica Oy. Haastattelu 29.11.2006. (*Ylä-Mononen ja Sistonen*, haastattelu 29.11.2006)

LYHENTEET

ABL	aktiebolagslagen 2005/551 (Ruotsi)
AML	arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
BLF	Business Law Forum
COM	Commission
DL	Defensor Legis
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisöt
GLJ	Georgetown Law Journal
HBL	Huvudstadsbladet
HD	Högsta Domstolen (Ruotsi)
HE	hallituksen esitys
IFLR	International Financial Law Review
JFT	Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland
JT	Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet
KKO	Korkein oikeus
KM	komiteanmietintö
LM	Lakimies: Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen aikakauskirja
NBK	Näringslivets Börskomitté (Ruotsi)
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv (Ruotsi)
NTS	Nordisk Tidskrift vid Selskabsrett
OM	oikeusministeriö
OSKL	Osakesäästäjien keskusliitto ry
ostotarjous- direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista
Oyj	julkinen osakeyhtiö
OYL	osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
OYLvpL	laki osakeyhtiölain voimaannpanosta 21.7.2006/625
PeVM	perustuslakivaliokunnan mietintö
PL	Suomen perustuslaki 11.6.1999/731
Rata	Rahoitustarkastus
Reg. Prop.	regeringens proposition (Ruotsi)
RL	rikoslaki 19.12.1889/39
Sec.	Section
SOU	Statens offentliga utredningar (Ruotsi)
TS	Taloussanommat
VOYL	osakeyhtiölaki 29.9.1978/734
vp.	valtiopäivät

THE DETERMINATION OF THE REDEMPTION PRICE OF LISTED SHARES – ABOUT THE HARMONIZATION OF A FAIR PRICE UNDER THE FINNISH COMPANIES ACT AND THE SECURITIES MARKETS ACT

The main theme of this study is to examine how the redemption price of listed shares should be determined under Chapter 18 of the Finnish Companies Act (FCA). The objective of the study is to figure out the guidelines pursuant to which the redemption price is to be fixed, and to evaluate how the tender price under the Securities Markets Act (SMA) corresponds to the redemption price under the FCA. An additional objective is to evaluate how the objectives of the FCA reform have been implemented in the redemption norms. The study also examines what is the relevance of the principle of equality, which is now for the first time written in the FCA and is thus assumed to have more significance.

Pursuant to Chapter 8, Section 1 (1) of the FCA, a shareholder with more than 90 per cent of all the shares in a company and of the voting rights vested therein is entitled to redeem the remaining shares, i.e. the holdings of other shareholders, at a fair price. Correspondingly, the other shareholders may obligate the majority shareholder to redeem their shares under these circumstances. Chapter 18, Section 7(1) of the FCA establishes a duty to base the redemption price on a fair price at the time preceding initiation of the arbitration procedure. Pursuant to the *travaux préparatoires* of the FCA, the redemption price is primarily the market price, which is in publicly traded company the stock price. On the other hand, other valuation methods, such as the net asset value and productive value, may also be of significance when determining the fair price. The fair price is, however, a very abstract concept and it is often contested in arbitral tribunals.

In consequence to the implementation of the Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (the Takeover Directive), the determining of the redemption price for the publicly traded shares has been specified. There are new presumption provisions concerning the determination of the fair price in Chapter 18, Section 7(2) and Section 7 (3) of the FCA. This study focuses on these provisions. When a right and duty of redemption has arisen in a voluntary public tender offer or when redemption has been preceded by a mandatory tender offer in accordance with Chapter 6 of the SMA, the fair price shall be deemed to be the price offered in the tender offer unless there is a specific reason for some other price. The provisions in the SMA have also

been changed. The starting point for determining the offer consideration is the highest price paid for securities subject to the offer by the bidder over the six months preceding publication of the tender offer.

It is considered to be important to deviate from the main rules in determining the fair price if there is a specific reason for some other price. One of the focal points in this study has been to examine what these specific reasons are. The reasons are not specified in the FCA. Pursuant to the *travaux préparatoires* of the FCA, when considering the existence of a specific reason, attention should be paid above all to the time that has elapsed between the mandatory redemption offer and the redemption procedure under the FCA. When redemption has been preceded by a mandatory tender offer attention may also be paid to how large a proportion of the shareholders targeted by the offer approved the tender offer under the SMA. When a right and duty of redemption has arisen in a voluntary public tender offer attention may be paid to the scope of tender offer concerned.

Also the specific reasons mentioned in the SMA are found to be applicable in a redemption procedure under the FCA. Pursuant to the SMA, specific reasons include any relevant changes in the target company or on the market as well as the interpretations given in the Standard of the Financial Inspection. The interpretations of the Financial Inspection can be considered as expressing the principle of equality. The price offered in the tender offer should be compared to the indexes that illustrate the development of stock market and line of business. A relevant point of comparison is also the development of rates in other similar companies. Loss of liquidity, ownership structure of the target company and possible manipulation of the rates affect the determining of the market price. Also inappropriate behavior of the party with a duty to redeem, which has negatively affected the value of the company or the position of minority shareholders, can be taken into account as a specific reason.

In spite of the presumptive status of the price offered in the tender offer when determining the redemption price, it must be ensured that minority shareholders have a real possibility to refer to the specific reasons. This is important in order to assure that the redemption price corresponds to the fair price. The price offered in the tender offer must be compared to the prices given by other valuation methods. The determination of specific reasons under the FCA should be specified and the specific reasons mentioned in the FCA and the SMA should be synchronized. If investors lose their faith in the minority redemption procedure, the function of effective capital market is threatened.